



**УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ ШКОЛА ЗА ДОКТОРСКИ
СТУДИИ**

**ДОКТОРСКИ СТУДИИ ОД ОБЛАСТА НА
ЕКОНОМСКИТЕ НАУКИ**

**ПРОЦЕСОТ НА КОНВЕРГЕНЦИЈА КОН ЕВРОПСКАТА МОНЕТАРНА
УНИЈА И УЛОГАТА НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА – СЛУЧАЈОТ НА
МАКЕДОНИЈА**

- докторска дисертација -

Скопје, 2017

Кандидат:
М-р Весна Кондратенко

Ментор:
Проф. д-р Снежана Костадиноска
Милошеска

СОДРЖИНА

КУСА СОДРЖИНА	vi
ABSTRACT	vii
ВОВЕД.....	1
ГЛАВА 1 – КОНЦЕПТОТ НА ЕВРОПСКАТА МОНЕТАРНА УНИЈА.....	9
1. Основни претпоставки за формирање оптимална валутна зона.....	9
2. Понови видувања во однос на теоријата за оптимални валутни зони	18
3. Поставеноста на критериумите за влез во ЕМУ во однос на теоретските премиси за оптималните валутни зони	22
ГЛАВА 2 - ФАКТОРИ КОИШТО ЈА ДОВЕДУВААТ ВО ПРАШАЊЕ ИДНИНАТА НА ЕМУ КАКО ОПТИМАЛНА ВАЛУТНА ЗОНА	27
1. Синхронизираност на економските циклуси.....	27
2. Работната сила како механизам за надминување на асиметричните шокови кај земјите членки во еврозоната	35
3. Движење на капиталот и неговата поврзаност со останатите компоненти од платниот биланс.....	43
4. Трговска размена – отвореност на економијата.....	47
5. Стабилност на цените	52
6. Фискална стабилност	58
7. Движење на долгорочните каматни стапки и стабилност на девизните курсеви.....	65
8. Предизвици на земјите членки за обезбедување одржлив економски раст во рамките на еврозоната.....	68

9. Ескалацијата на економската и финансиската криза во државна должничка криза во ЕМУ	76
ГЛАВА 3 - МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ	81
1. Расположливи кредити и депозити	83
2. Операции на отворен пазар	85
3. Задолжителна резерва	85
4. Нестандардни мерки на ЕЦБ.....	86
5. Модел за следење на поставеноста на монетарната политика	90
6. Оцена на поставеноста и најновите мерки на монетарната политика на ЕЦБ... 94	
ГЛАВА 4 – ЕКОНОМСКИТЕ ОСТВАРУВАЊА ОД СТРАНА НА ЗЕМЈИТЕ	
КАНДИДАТКИ ЗА ВЛЕЗ ВО ЕМУ	99
1. Исполнување на критериумите за влез во ЕМУ	101
2. Реална конвергенција.....	102
3. Номинална конвергенција	115
4. Оцена на остварувањата на новите земји членки на ЕУ	124
5. Поставеност на монетарната политика и оценка на мерките преземени за време на последната економска криза.....	128
ГЛАВА 5 – ПРОЦЕСОТ НА ИНТЕГРИРАЊЕ НА МАКЕДОНИЈА КОН ЕМУ	146
1. Динамика и структура на економската активност на македонската економија во однос на економијата во еврозоната.....	148
2. Мобилност на работната сила и состојба на пазарот на трудот	154
3. Движење на капиталот.....	162

4. Степен на отвореност на економијата.....	168
5. Стабилност на цените	172
6. Фискални остварувања	176
7. Движење на каматните стапки.....	182
8. Стабилност на девизниот курс и улогата на девизниот пазар во Македонија.	184
9. Оцена на степенот на конвергенција на Македонија кон ЕМУ.....	190
ГЛАВА 6 – МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА НАРОДНАТА БАНКА НА	
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	
1. Двигатели на понудата и побарувачката за ликвидност во банкарскиот систем на Македонија.....	197
2. Постапеност на оперативната рамка на монетарната политика во услови на стратегија на таргетирање на девизниот курс на домашната валута	202
2.1 Операции на отворен пазар	204
2.2 Задолжителна резерва	209
2.3 Расположливи депозити.....	212
2.4 Расположлив кредит преку ноќ.....	212
2.5 Интрадневен кредит	213
2.6 Други инструменти и мерки на Народната банка	213
2.7 Мерките на Народната банка како одговор на глобалната криза.....	215
ЗАКЛУЧОК.....	221
СПИСОК НА ЛИТЕРАТУРА И ДРУГИ ИЗВОРИ	232

КУСА СОДРЖИНА

Основното истражувачко прашање во овој докторски труд е посветено на значењето на критериумите за конвергенција кон Европската економска и монетарна унија за обезбедување стабилен и одржлив економски раст и намалување на ризикот од појава на асиметрични економски шокови кај земјите членки. Користејќи ги основните теоретски постулати и претпоставки за формирање валутна унија, којашто треба да функционира како оптимална валутна зона, во трудот се прави опсежна анализа на остварувањата на економиите на земјите членки на Европската економска и монетарна унија, на новите земји членки на Европската Унија и на Македонија, во периодот од последните петнаесет години. Во контекстот на основата на економското обединување, односно формирањето на валутната унија, втората област на истражувањето е улогата на монетарната политика и нејзиното влијание врз економските остварувања на анализираниите земји.

Истражувањата на овие две клучни прашања им даваат поддршка на хипотезите дека исполнувањето на критериумите за реална и номинална конвергенција придонесува за обезбедување стабилен и одржлив економски раст кај земјите членки и земјите кандидатки за влез во монетарната унија и дека монетарната политика, преку постигнувањето и одржувањето на ценовната стабилност, влијае врз економските остварувања на земјите, како и врз нивната отпорност за справување со ефектите од економските шокови. Проблемите со коишто се соочија земјите за време на кризата претставуваат добар тест за значењето на критериумите за конвергенцијата во процесот на интегрирање кон еврозоната, којашто треба да функционира како оптимална валутна зона. Воедно, резултатите од истражувањето ги посочуваат клучните области на делување на макроекономските политики за преземање структурни реформи коишто овозможуваат поголема отпорност и стабилност, обезбедување силен и одржлив економски раст, како на земјите членки на Европската економска и монетарна унија, така и на новите земји членки и Македонија, како земја кандидатка за влез во Европската Унија.

Клучни зборови: еврозона, конвергенција, монетарна политика

JEL класификација: E52, E58, F020, F15, F41

ABSTRACT

The main research question in this doctoral thesis is devoted to the importance of the European Economic and Monetary Union convergence criteria for ensuring stable and sustainable economic growth and reducing the risk of asymmetric economic shocks in the Member States. Using the basic theoretical tenets and assumptions of forming a currency union, which should function as an optimal currency area, the paper presents a detailed analysis of the performance of the economies of the European Economic and Monetary Union Member States, the new European Union Member States and Macedonia, over the past fifteen years. In the context of the base of economic unification, i.e. the formation of a currency union, the second area of research is the role of the monetary policy and its impact on the economic performance of the countries analyzed.

The research on these two key issues supports the hypotheses that the fulfillment of the criteria for real and nominal convergence contributes to ensuring stable and sustainable economic growth in Member States and candidate countries to join the monetary union and that through the achievement and maintenance of price stability, monetary policy affects the economic performance of countries, as well as their resilience in coping with the effects of economic shocks. The problems that countries faced during the crisis are a good test of the importance of the convergence criteria in the process of integration into the eurozone, which should function as an optimal currency area. Also, the survey results point to key areas of acting of macroeconomic policies toward pursuing structural reforms that provide greater resilience and stability, ensuring a strong and sustainable economic growth of both the European Economic and Monetary Union Member States and the new Member States and Macedonia, as a candidate country to join the European Union.

Keywords: eurozone, convergence, monetary policy

JEL classification: E52, E58, F020, F15, F41

ВОВЕД

Целта на овој труд е да понуди независна и критичка оценка на остварувањата на економиите на земјите членки на Европската економска и монетарна унија (ЕМУ), на новите земји членки на Европската Унија (ЕУ) и на Македонија, од аспект на исполнувањето на критериумите за влез во ЕМУ и да се испита улогата на монетарната политика во процесот на структурното приспособување од аспект на целите, можностите и ограничувањата при нејзиното спроведување. Истражувањето во докторската дисертација посочува на одредени насоки кон кои треба да се стремат земјите при влезот во монетарната унија, но воедно и укажува на слабостите при функционирањето на европскиот монетарен систем коишто придонесоа за ескалација на економската и финансиската криза во еврозоната.

Исполнувањето на критериумите за конвергенција е особено значајно, имајќи ги предвид макроекономските разлики кај земјите членки на ЕМУ, коишто беа основната причина за ескалација на должничката криза во еврозоната. Во тој контекст е и препораката на претседателот на ЕЦБ, Марио Драги (Draghi, 2013) дека остварувањето висок и одржлив степен на конвергенција при влезот во ЕМУ има многу поширок опфат од исполнувањето група номинални критериуми во одреден временски период. Тоа е процес којшто налага реална, економска, правна и институционална конвергенција на земјите пред прифаќањето на еврото. Исто така, Драги истакна дека и по влегувањето во монетарната унија, земјите треба постојано да ја одржуваат усогласеноста со поставените критериуми.

Според основните постулати на теоријата на оптимални валутни зони, карактеристиките и специфичностите на една економија претставуваат примарна детерминанта на девизниот режим. Притоа, значајни карактеристики коишто треба да ги исполнуваат земјите членки на валутната зона, пред да се откажат од сопствената монетарна политика и девизен режим, претставуваат мобилноста на факторите за производството (Mundel, 1961), отвореноста на економијата (McKinnon, 1963) и степенот на економската диверзификација (Kenen, 1969). Концептот за оптимални валутни зони го прифатиле и други автори кои го прошириле спектарот на критериуми за влез во валутна зона. Флеминг (Fleming, 1971) и Мањифико (Magnifico, 1971) го потенцираат значењето на ниската и усогласена стапка на инфлација, како неопходен предуслов за постигнување

одржлива екстерна позиција на земјата при надвотрешнотрговската размена со останатите земји од унијата. Имено, според овие автори, разликата помеѓу стапките на инфлацијата на долг рок може да предизвика прогресивно зголемување на разликите кај конкурентноста, што кај земјите со повисока инфлација доведува до висок дефицит на тековната сметка.

За разлика од претходните автори кои се фокусирале на потребата за исполнување одредени реални критериуми, како значаен критериум за влез во валутната унија се вклучува и степенот на финансиската интеграција на земјата. Според Инграм (Ingram, 1959), степенот на финансиската интеграција е фактор којшто придонесува за ублажување на влијанието на асиметричните шокови врз економијата преку пренесување на штедењето од регионите каде што постои вишок, кон оние делови на унијата во кои постои недостиг на ликвидни средства. Од друга страна, Вобел (Vaubel, 1976) истакнува дека одржувањето на стабилноста на девизниот курс на националната валута во однос на останатите земји партнери претставува значаен критериум којшто треба да биде исполнет од страна на земјите коишто претендираат да влезат во валутната унија.

Критериумите за конвергенција на земјите членки кон ЕМУ во одреден степен се последица на постулатите зададени во теоријата за оптимални зони. Реалната конвергенција подразбира долгорочно, структурно приспособување на земјите за остварување синхронизирани економски циклуси, диверзифицирана економска структура, висока мобилност на факторите за производството, како и значителен степен на отвореност на економијата, што води кон макроекономска стабилност на унијата во целина. Номиналната конвергенција се согледува преку постигнувањето одредени специфични макроекономски показатели коишто треба земјите да ги исполнат како предуслов за влез во ЕМУ, а се однесуваат на ценовната и фискалната стабилност, долгорочната стабилност на каматните стапки и на девизниот курс на националната валута во рамките на Европскиот механизам на девизни курсеви (ERM II)¹.

Сепак, практиката укажа на голем број слабости во функционирањето на унијата. Неисполнувањето на критериумите коишто се однесуваат на усогласеноста на бизнис-циклусите (Gogas, Kothroulas, 2009) и ниската мобилност на факторите за производство (Bräuninger, Majowski, 2011), водеа кон продлабочување на разликите

¹ Exchange Rate Mechanism II (ERM II).

меѓу земјите членки на еврозоната, така што еден дел, особено нејзините јужни делови, не беа во состојба да обезбедат соодветен економски раст и просперитет и постојано да одржуваат дисциплинирана фискална политика. Во отсуство на национални девизни и монетарни политики, овие нерамнотежи доведоа до длабоки, долготрајни и тешки економски последици, што се согледува и од проблемите со кои се соочува монетарната унија во последните неколку години.

Во таа смисла, основна хипотеза во овој труд е дека исполнувањето на критериумите за конвергенција придонесува за обезбедување стабилен и одржлив економски раст и намалување на ризикот од појава на асиметрични шокови кај земјите членки на ЕУ. Со други зборови, неисполнувањето на критериумите за конвергенција, може да предизвика проблеми при функционирањето на земјите членки и на Унијата во целина.

Имајќи ја предвид основата на економското обединување, односно формирањето на валутната унија, посебна хипотеза на овој труд е дека монетарната политика, преку постигнувањето и одржувањето на ценовната стабилност, влијае врз економските остварувања на земјите членки и на земјите кандидатки за влез во ЕМУ, како и врз нивната отпорност за справување со ефектите од надворешните економски шокови.

Прифаќајќи го концептот за оптимални валутни зони и утврдените критериуми како појдовна основа, општа констатација во трудот е дека во рамките на ЕУ сè уште не се развиле неопходните интеграциски механизми за обезбедување одржлив економски раст и развој и нејзино функционирање како оптимална валутна зона. Неисполнувањето на реалните и номиналните критериуми за конвергенција води кон продлабочување на разликите помеѓу земјите членки, коишто предизвикуваат значителни економски последици.

Глобалната финансиска криза од 2008 година посочи на неколку предизвици за макроекономската политика, особено за централни банки. За разлика од високо развиените економии чии финансиски системи беа директно погодени од кризата, новите европски земји, вклучувајќи ги и новите земји членки на ЕУ, беа погодени индиректно преку нивните врски со глобалните пазари, особено со европскиот пазар.

Во такви околности, централните банки се соочија со предизвикот за одржување на ценовната стабилност, потребата за олабавување на монетарните

услови, справување со проблемите на меѓубанкарскиот пазар на пари при трансферот на ликвидноста кон одредени пазарни сегменти, спречување или надминување на високите флукуации на девизниот курс на девизните пазари, одржување на стабилноста на финансискиот систем, паралелно со стабилноста на банкарскиот систем, како и поттикнување на кредитирањето на приватниот сектор.

Со оглед на ниските каматни стапки, коишто беа блиску до нулата, централните банки го проширија сетот на монетарните инструменти со широк спектар на нестандартни мерки. Вообичаено, нестандартните мерки се составен дел на политиките коишто се директно насочени кон цената и достапноста на изворите за финансирање на банките, домаќинствата и нефинансиски компании. Најпрвин, во периодот по ескалацијата на кризата, особено во периодот од 2008 до 2010 година, нестандартните мерки имаа за цел да придонесат за олеснување на условите за обезбедување ликвидност во банкарскиот сектор и за спречување на негативните последици за финансискиот сектор. Потоа, од 2011 година, централните банки започнаа со опсежни програми за поттикнување на кредитната активност на банките кон приватниот сектор и за заживување на економската активност.

Покрај придонесот на монетарната политика за обезбедување услови за стабилен и одржлив економски раст и справување со последиците од кризата, во истражувањето се нагласува потребата од преземање структурни реформи коишто ќе бидат насочени кон целосно исполнување на критериумите предвидени со теоријата на оптималните валутни зони, што ќе овозможи зголемување на конкурентноста, надминување на внатрешните и надворешните нерамнотежи помеѓу земјите членки, како и обезбедување силен и одржлив економски раст на ЕУ во целина.

Предмет на оваа докторска дисертација се земјите членки на ЕМУ, новите земји членки на ЕУ и Македонија, од аспект на утврдување на степенот на нивната конвергенција кон ЕМУ, како и ефикасноста на мерките и улогата на монетарната политика на централните банки на овие земји и на Народната банка на Република Македонија.

Основна поддршка на истражувањето претставува обемниот сет на податоци од повеќе извори, како на пример, Еуростат, Унктадстат, ММФ, Државниот завод за статистика на РМ, потоа ЕЦБ, централните банки на новите земји членки на ЕУ и

Народната банка, коишто се предмет на анализа и обработка низ еден подолг временски период од петнаесетина години.

Методолошкиот приод на истражувањето е интегрален, што подразбира комбинирање на повеќе методи. Статистичката метода се користи при групирањето на податоците според нивните карактеристики, при нивното табеларно и графичко прикажување, како и при изведувањето заклучоци и толкувањето на резултатите од статистичката анализа. При користењето на оваа метода, најчесто се применува постапката на анализа на временски серии. Математичката метода се користи како поддршка на истражувањето и изведувањето заклучоци преку примена на математички формули и операции. При проучувањето на економските остварувања на земјите членки на ЕМУ, причините за ескалацијата на должничката криза кај периферните земји членки и воопшто, манифестациите на кризата, во истражувањето се користи и методата на студија на случај. Во комбинација со компаративната метода, од овој истражувачки сегмент потоа се врши утврдување на сличностите и разликите, предностите и недостатоците и се извлекуваат основните заклучоци и пораки за новите земји членки и Македонија. Воедно, при објаснувањето на поврзаноста и развојот на истражуваниите варијабли и појави, во трудот се применува методата на анализа и синтеза, потоа методата на дескрипција, при опишувањето на фактите и процесите коишто се предмет на истражувањето и секако, цел сет на општопознати методологии за изучување на општествените науки, како што се дијалектичкиот, индуктивниот, дедуктивниот и други истражувачки техники.

Концептуално, трудот е поделен на шест тематски подрачја во коишто се анализираат одредени сегменти од истражуваната материја, додека основните констатации од истражувањето се заокружени во заклучните согледувања.

Во првиот дел, посебно внимание се посветува на теоретските постулати и на критериумите за формирање оптимални валутни зони, не само како појдовна основа на процесот на монетарна интеграција, туку и како одредена рамка за реална проценка за идните насоки и мерки на политиките коишто ќе треба да бидат применети, како од страна на земјите членки на ЕМУ, така и од новите земји членки на ЕУ и Македонија во процесот на конвергенција кон ЕМУ. Во вториот дел се прави истражување на факторите коишто ја доведуваат во прашање иднината на ЕМУ како оптимална валутна зона, како и предизвиците на земјите членки на ЕМУ

за обезбедување одржлив економски раст во рамките на еврозоната. Врз основа на анализата на степенот на реалната и номиналната конвергенција, во трудот се испитуваат основните слабости со кои се соочуваат земјите членки. Резултатите од ова истражување ги трасираат насоките на макроекономските политики при спроведувањето на структурните реформи за непречено функционирање на еврозоната како оптимална валутна зона. Во тој контекст, во третиот дел се дава опсежна анализа на поставеноста на монетарната политика на ЕЦБ и примената на нестандартните мерки за надминување на последиците од кризата. Надоврзувајќи се на случувањата во еврозоната, во четвртиот дел се испитуваат економските остварувања и степенот на реална и номинална конвергенција на новите земји членки на ЕУ. Имајќи го предвид нивниот различен степен на конвергенција, во овој дел се анализираат придобивките и последиците од нивното влегување во ЕУ, како и улогата на монетарната политика за време на последната економска криза.

Петтиот дел е посветен на Македонија и на оценката на економските остварувања на земјата во процесот на интегрирање кон европското семејство. Во таа насока, се прави обид за лоцирање на потенцијалните слабости и полиња на делување при структурното приспособување на земјата. Шестиот дел, всушност, се надоврзува на истражувањата на степенот на конвергенција на Македонија кон ЕМУ, со оглед на тоа што го отвора прашањето на монетарната политика и нејзината улога при надминувањето на последиците од кризата и при исполнувањето на номиналните критериуми како предуслов за долгорочно структурно приспособување на земјата. Основната цел на монетарната политика на Народната банка на Република Македонија е постигнувањето и одржувањето на ценовната стабилност со примена на монетарната стратегија на таргетирање на девизниот курс, односно како номинално сидро за монетарната политика се користи девизниот курс на денарот во однос на еврото. Во контекст на поставеноста и улогата на монетарната политика, се прави осврт кон оперативната рамка и ефикасноста на инструментите за монетарно регулирање коишто редовно се применуваат, како и ефектите од примената на новите нестандартни мерки за време на последната економска и финансиска криза.

На крајот, во заклучокот, поаѓајќи од резултатите од истражувањата на остварувањата на земјите членки на ЕМУ и на новите земји членки на ЕУ, меѓу кои и Македонија, се дава одговор на прашањето кој е оптималниот пристап на земјите во процесот на конвергенција, кои се нивните приоритетни области за делување и за

преземање структурни реформи, со посебен акцент на улогата на монетарната политика, нејзината поставеност и изборот на оптимален сет на монетарни инструменти.

Во периодот кога ЕУ прославува 60 години од Договорот во Рим, односно договорот за воспоставување на Европската економска заедница, ЕУ се соочува со сериозни предизвици. Ескалацијата на економската, финансиската и должничката криза, ненадејното излегување на Велика Британија од ЕУ, мигрантската криза и јакнењето на евроскептицизмот доведоа до развивање повеќе сценарија за иднината на ЕУ. Одговорот на прашањето „Европо, каде одиш?“, поставено од страна на претседателот на Европската комисија, Жан Клод Јункер, е преточено во „Белата книга за иднината на ЕУ“², низ пет сценарија за можните решенија за ЕУ од 2025 година. Сценаријата одат во неколку крајности, од одржување непроменета состојба, „status quo“, па преку сценариото за враќање кон економската унија, сè до последното сценарио за федерална Европа. Во врска со актуелните прашања, треба да се има предвид дека уште со создавањето на ЕМУ беше сосема разбирливо дека таа не е само економски, туку и политички проект. Оригиналната замисла за ЕМУ беше дека треба да се обезбеди „сè поблиска унија“, што подразбира слободно движење на стоките, услугите, луѓето и капиталот. Меѓутоа, со прекршувањето на одредбите од Пактот за стабилност и раст и слабеењето на фискалната дисциплина, како и заради недоволно развиените механизми за надминување на последиците од асиметричните економски шокови кај одделните земји членки, дојде до одредени проблеми во функционирањето на монетарната унија. Од тие причини, последниве неколку години, беа преземени длабоки реформи за јакнење на ингеренциите на европските институции, особено во областа на фискалните политики. Иако сè уште постојат ризици, мора да се нагласи дека тие се пред сè од неоекономска природа, со оглед на тоа што се однесуваат на постојаната тензија во врска со сувереноста на земјите членки и институциите на еврозоната и ЕУ.

Во наредниот период ќе следи широка дебата за Белата книга во рамките на националните парламенти, помеѓу локалните и националните институции. Не навлегувајќи во потенцијалните политички решенија за иднината на ЕУ и еврозоната, низ докторската дисертација провејува разумен оптимизам за иднината

² European Commission, „White Paper on the future of Europe: Avenues for unity for the EU at 27“, Brussels, 1 March 2017, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-385_en.htm

на ЕУ. Иако фокусот на Белата книга за ЕУ е насочен кон идниот развој на внатрешните состојби помеѓу постоечките земји членки на ЕУ (ЕУ27) и не се занимава со процесот на проширувањето, од особено големо значење за Македонија е подготвеноста на земјата за пристапување кон унијата којашто ќе биде спроведена според некое од петте сценарија. Најновиот развој на настаните не го става на страна процесот на конвергенцијата на земјите членки, како и на земјите кандидатки за влез во ЕУ, туку напротив ја истакнува потребата за преземање реформи во одредени области на делување за достигнување на економските стандарди на еврозоната. Оттука, трудот се фокусира на потенцијалните области за преземање структурни реформи коишто ќе овозможат поголема отпорност и стабилност, како на земјите членки, така и на новите земји членки на ЕУ и Македонија.

ГЛАВА 1 – КОНЦЕПТОТ НА ЕВРОПСКАТА МОНЕТАРНА УНИЈА

1. Основни претпоставки за формирање оптимална валутна зона

Теоријата на оптимални валутни зони произлезе од многубројните дебати за предностите и недостатоците на фиксниот наспроти флексибилниот режим на девизен курс. Според Лернер, Фридман, Мид и Сајтовски (Lerner, 1944, Friedman, 1953, Meade 1957, Scitovsky, 1958, сп. Cesarano, 2006: 326), класичниот механизам на приспособување на платнобилансните и монетарните движења, може ефикасно да се остварува и без флукуации на девизните курсеви меѓу одделните национални валути, доколку се обезбеди слободно движење на трудот, капиталот и стоките и доколку се воспостави единствена централна монетарна и фискална власт. Со други зборови, слободното движење на трудот, капиталот и стоките, во услови на примена на единствена монетарна политика, ја исклучуваат потребата за примена на режимот на флексибилен девизен курс.

Мундел (Mundel, 1961: 661) се смета за основач на теоријата за оптимални валутни зони и воедно за татко на ЕМУ. Во шеесеттите години на минатиот век, Мундел го воведо концептот на оптималната валутна зона, дефинирајќи ја како географски регион којшто може да оствари поголеми економски придобивки доколку функционира како валутна унија преку воспоставување заедничка валута или преку целосно фиксирање на девизните курсеви помеѓу валутите на земјите членки. Ваквиот став всушност беше одговор на стојалиштето на Фридман, според кој флексибилниот девизен режим претставува единствениот коректив за воспоставување рамнотежа помеѓу економиите (Dellas, Tavlas, 2009). Според Фридман, основен предуслов за здружување на економиите во оптимална валутна зона е постоењето висок степен на мобилност на факторите за производство, особено на работната сила, со што се овозможува полесно надминување на нерамнотежите коишто можат да настанат во рамките на унијата при евентуални економски шокови. „Оптималноста“ се дефинира како режим преку кој, со формирањето на валутната унија, се обезбедува интерна рамнотежа, односно ниска инфлација и висока вработеност, но воедно и екстерна рамнотежа, односно одржлив платен биланс на земјата. Според Мундел, изразот „зона“ не претставува само географски, туку и економски регион во кој се произведуваат хомогени производи, технологијата и знаењата се на еднакво ниво, а ефектите од влијанието на внатрешните и

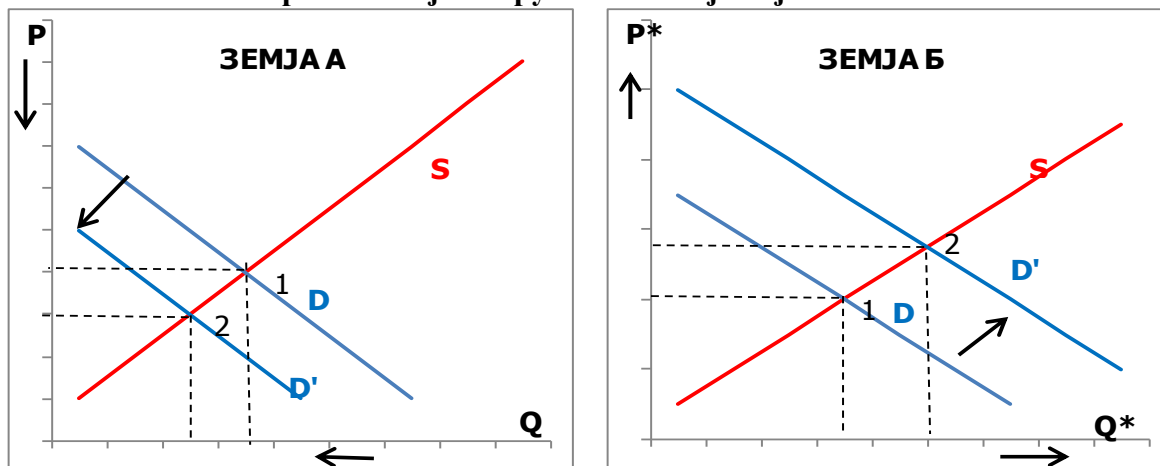
надворешните фактори се еднакви за сите делови од регионот. Регионот не се подразбира како една земја во изолација, туку претпоставува интеграција на повеќе земји. Стабилизирачкиот ефект на мобилноста на работната сила се објаснува со можноста за движење на работниците од регионите коишто забележале пад на економската активност, кон регионите коишто се во подем. Притоа, под мобилност на работната сила се подразбираат не само миграциските движења помеѓу одделните региони, туку и меѓусекторска мобилност, односно способност на работната сила да се вработи во различни индустриски гранки и сектори. Оттаму, доколку степенот на мобилност на работната сила е висок, се намалува или, пак, дури се елиминира потребата од преземање монетарни политики и мерки, коишто треба да остварат одредено влијание врз одделните региони.

Освен мобилноста на работната сила, значајна претпоставка за надминување на асиметричните шокови во рамки на валутната зона претставува и воспоставувањето финансиска интеграција, односно можноста за пренесување на штедењето од регионите со вишок на ликвидност кон регионите со недостиг.

Моделот на Мундел функционира на следниов начин. Да претпоставиме две држави А и Б, помеѓу кои постои економска рамнотежа којашто се согледува преку целосна вработеност и урамнотежена меѓусебна трговска позиција. Двете држави имаат сопствени валути и независни монетарни политики. Доколку дојде до надолно поместување на агрегатната побарувачката, односно вкупната побарувачка за готови производи и услуги при одредено ниво на цените (D) од земјата А кон земјата Б, ќе дојде до појава на одредени економски нерамнотежи кај двете земји.

Графикон 1

Промена кај побарувачката кај земјите А и Б



Извор: Европски парламент

Имено, на графиконот 1 е илустрирано намалувањето на производството (Q) и падот на цените (P) кај земјата А, што истовремено води кон зголемување на стапката на невработеност (Patterson, Amati, 1998: 14). Доколку домашната потрошувачка не се намали во согласност со намалувањето на производството, дефицитот на тековната сметка ќе се продлабочи. Истовремено, падот на производството ќе доведе до намалување на приходите врз основа на даноците, што во услови на непроменети или пак зголемени расходи би довело до зголемување на буџетскиот дефицит.

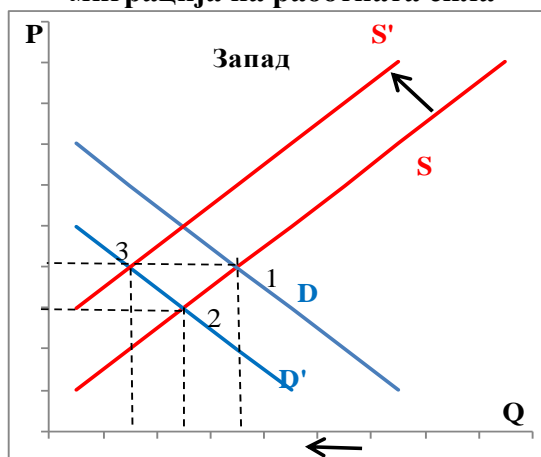
Во спротивна ситуација ќе се најде земјата Б, којашто како резултат на растот на побарувачката, ќе забележи побрз пораст на цените во однос на земјата А, што води кон намалување на конкурентноста на земјата. Доколку се применува режим на флексибилен девизен курс, рамнотежата повторно ќе се постигне преку депрецијација на валутата на земјата А во однос на валутата на земјата Б. На тој начин, во услови на непроменети номинални цени и плати, преку намалување на реалните цени и плати, земјата А ја обновува својата конкурентска позиција, побарувачката ќе се зголеми, а невработеноста ќе се намали. Во такви услови, преку флукутации на девизниот курс, повторно ќе се воспостави рамнотежата помеѓу двете економии.

Во концептот на Мундел, понатаму, се разработува случајот кога националната валутна зона, односно регионот на една земја, географски не се совпаѓа со оптималната валутна зона во која би се постигнала максимална благосостојба со примената на единствената валута. На пример, доколку земјата се анализира како два дела, Исток и Запад, при намалување на побарувачката за производите од западните делови на земјата, и истовремено зголемување на побарувачката за производите од источните делови, флексибилниот девизен режим не може да помогне за враќање на рамнотежата во целата економија поради тоа што се користи единствена валута. Имено, поместувањето на побарувачката од Запад кон Исток ќе доведе до зголемување на невработеноста во регионот Запад, додека во регионот Исток ќе дојде до зголемување на инфлациските притисоци, како резултат на порастот на побарувачката, предизвикана од растот на цените и платите. Проблемот на растечката невработеност и намалувањето на производството во западните делови налага потреба за водење експанзивна монетарна политика, преку намалување на каматните стапки и зголемување на понудата на пари, што кај

источните делови ќе придонесе за зголемување на инфлациските притисоци. Барајќи теоретски одговор за начинот на кој би се воспоставила рамнотежата во економијата, Мундел упатува на важноста од постоење на висок степен на мобилност на факторите на производството.

Едно од решенијата за повторно воспоставување рамнотежа помеѓу двата региони е мобилноста на работната сила, односно можност за миграција на невработените од регионот Запад кон регионот Исток, каде што побарувачката за работната сила е висока. Во рамките на овој концепт, Мундел го потенцира и значењето на флексибилноста на платите

Графикон 2
Обновување на рамнотежата преку миграција на работната сила



Извор: Европски парламент

коишто претставуваат значаен фактор за макроекономското приспособување на економиите. Во примерот, намалувањето на побарувачката за производи и услуги од регионот Запад ќе доведе до намалување на цените и на обемот на производството, што е претставено како чекор 2 на графиконот 2 (Patterson, Amati, 1998: 14). Како резултат на зголемената невработеност и намалувањето на платите, во услови на висока мобилност на работната сила и флексибилност на платите, ќе се зголемат миграциските движења од регионот Запад кон регионот Исток. Истовремено, падот на цените на производите од регионот Запад ќе доведе до намалување на инфлациските притисоци, зголемување на конкурентноста на регионот Запад и обновување на побарувачката, што води кон намалување на невработеноста, зголемување на платите и промена на агрегатната понуда, односно на вкупниот обем на стоки и услуги произведени во рамките на економијата при дадено ниво на цени³, што е илустрирано со чекорот 3 на графиконот 2. Овие движења ќе придонесат за

³ Агрегатната понуда всушност го одразува производниот капацитетот на економијата, како одреден обем на реален БДП, создаден при одредено ниво на цени. На долг рок, функцијата на понудата може да се изрази на следниов начин: $y * t = f(L_t, K_t, M_t)$ каде што,

y е агрегатната мерка на потенцијалното производство во економијата;

t е временскиот период;

L го изразува учеството на работната сила;

K го изразува расположливиот капитал (објекти, машини, опрема и инфраструктура);

M ја изразува достапноста на природните ресурси и материјали неопходни за процесот на производството.

намалување на побарувачката и платите во регионот Исток, ќе се зголеми понудата на стоки и услуги (поместување кај функцијата на понудата), додека нивото на цените и на инфлациските притисоци ќе имаат надолен тренд. Имајќи ги предвид овие поместувања кај понудата и побарувачката, под влијание на промените на цените и платите, ќе се обнови рамнотежата помеѓу двете економии.

По поставувањето на основниот концепт од страна на Мундел, критериумите за оптималните валутни зони биле проширени. Така, Меккинон (McKinnon, 1963: 717), го истакнува значењето на обемот на размена со другите земји, односно вклученоста на земјата во меѓународната трговија како еден од клучните критериуми за влез во валутната унија со другите земји партнери. Слично како и Мундел, Меккинон ја дефинира „оптималноста“ како капацитет да се оствари автоматска внатрешна и надворешна рамнотежа во рамките на одреден регион во кој, со примена на заедничка монетарна и фискална политика и флексибилен девизен курс при размената со земјите надвор од регионот, може да се остварат следниве три, понекогаш спротивставени цели: целосна вработеност, стабилност на цените и урамнотежен платен биланс на економијата.

Меккинон го објаснува ова тврдење со фактот што кај економиите коишто се карактеризираат со висок степен на отвореност, автономната монетарна политика е помалку ефикасна, а ефектите од флукуацијата на девизните курсеви како инструмент за зголемување на конкурентноста на економијата се помали. Поаѓајќи од претпоставката дека во дадена економија, производството може да се подели на разменливи и неразменливи стоки, Меккинон ги испитувал ефектите од промените кај релативните цени на разменливите и неразменливите стоки врз општото ниво на цени во економијата. Во истражувањето се потврдува дека во поотворените економии, девизниот курс влијае врз цените на разменливите стоки, особено врз цените на увезените производи и има значително влијание и придонес во индексот на потрошувачките цени. Исто така, Меккинон укажува дека во релативно отворените економии, промените на девизниот курс не се секогаш придружени со промени кај конкурентноста на домашната економија, поради тоа што можат да се неутрализираат со соодветни приспособувања кај домашните плати и цени. Оттаму, во релативно отворените економии, корективната функција на режимот на флексибилен девизен курс се намалува, а промените на девизниот курс се пренесуваат како промени кај трошоците. Од тие причини, Меккинон заклучува дека

депрецијацијата на девизниот курс претставува краткорочно и делумно решение за решавање на надворешнотрговските нерамнотежи кај отворените економии.

Врз основа на претходното, Меккинон заклучува дека: 1) релативно отворените економии би требало да ги фиксираат своите валути; 2) формирањето валутна зона претставува соодветно решение за отворените економии коишто имаат силни меѓусебни трговски врски, со оглед на тоа што валутната зона обезбедува поголема заштита од промените на девизниот курс; и 3) големите (малите) географски региони во поголем број случаи се релативно затворени (отворени), што упатува на констатацијата дека големината на регионот исто така може да биде детерминанта за утврдувањето оптимален режим на девизен курс.

Кенен (Kenen, 1969) се приклучува кон стојалиштата на Мундел и Меккинон, со тоа што кон критериумите за формирање оптимална валутна зона ја вклучува диверзификацијата на производството, со која се овозможува земјата или регионот во валутната зона полесно да ги надмине економските шокови коишто може да настанат кај одреден сектор. Имено, доколку земјата се карактеризира со подиверзифицирана структура на производството, ќе се одликува и со подиверзифициран извоз, така што негативните шокови коишто можат да настанат кај одреден производ или кај цел сектор, би имале само делумно влијание врз економијата на земјата. На тој начин, диверзифицираната производна структура овозможува да се надомести влијанието на екстерните шокови и да се оствари стабилно движење на производство и извозот.

Во овој контекст, доколку се анализираат стојалиштата на Меккинон и Кенен, може да се заклучи дека помеѓу нив постои одредена неусогласеност во однос на критериумите за формирање оптимална валутна зона (Manuel Sanchis i Marco, 2014:6). Од една страна, малите економии вообичаено се поотворени, што воедно упатува на потребата од примена на фиксен девизен курс, но од друга страна, имаат помалку диверзифицирана економска структура што налага примена на флексибилен девизен курс.

Утврдувајќи го значењето на мобилноста на факторите на производството, отвореноста и диверзифицираноста на економиите, Мундел, Меккинон и Кенен ги поставиле основните критериуми за формирање оптимална валутна зона. Според нив, неисполнувањето на некој од напред наведените критериуми може да доведе до

продлабочување на разликите во однос на конкурентноста на земјите членки, појава на ценовни притисоци и надворешнотрговски нерамнотежи.

Покрај критериумите, коишто во основа се однесуваат на исполнувањето на одредени макроекономски претпоставки, во седумдесеттите години како критериум за формирање на валутната унија се потенцира значењето на политичките фактори, односно постоењето на висок степен на политичка и фискална интеграција помеѓу земјите членки на валутната унија. Кенен го нагласува значењето на фискалната интеграција со оглед тоа што тој смета дека преку трансфер на финансиски средства од регионите или секторите коишто се во подем, кон регионите или секторите коишто се во економски пад, може да се обезбеди полесно надминување на асиметричните економски шокови помеѓу регионите во рамките на валутната унија. Меѓутоа, за да се обезбеди фискалната интеграција, неопходно е да се обезбеди висок степен на политичка интеграција и подготвеност за преземање на заедничките ризици од страна на земјите членки. Оттаму, постоењето на политичка волја за интеграција помеѓу земјите се смета за еден од позначајните критериуми за влез во монетарната унија (Mongelli, 2002: 10). Политичката волја го засилува процесот на усогласување и извршување на заеднички преземените обврски, ја одржува соработката при донесувањето на економските политики и ја поттикнува и ја засилува институционалната поврзаност.

Според Мањифико (Magnifico, 1971: 12), релевантен критериум за утврдување на можноста за формирање валутна унија од страна на одредена група земји, претставува нивната склоност за одржување одредено ниво на инфлација. Склоноста за одржување одредено ниво на инфлација се утврдува врз основа на степенот на приспособување на стапката на инфлацијата во однос на нивото на невработеноста. Инфлациските склоности зависат од многу фактори, историски и социјални, потоа од структурата на економијата и нејзиниот регионален развој, улогата и влијанието на синдикатите, инфлациските очекувања што произлегуваат од политиките за управување со побарувачката коишто во минатото можеле или не можеле да бидат насочени кон обезбедување целосна вработеност. Во однос на ова, Мањифико објаснува дека земјите коишто имаат различни склоности за нивото на инфлацијата и невработеноста, може да имаат значителни последици и трошоци од влегувањето во валутната унија. Со други зборови, иако историските претпоставки не мора да упатуваат на тоа кое ниво на невработеност би било потребно за да се

постигне посакуваното ниво на ценовна стабилност, сепак тие може да укажат дека за да се спречи повисокиот пораст на цените кај некои земји, потребна е повисока стапка на невработеност, во однос на други.

Во контекст на потребата за постоење усогласеност помеѓу стапките на инфлацијата кај земјите членки е и стојалиштето на Флеминг (Fleming, 1971: 467-488). Флеминг смета дека инфлацијата треба да биде еден од основните предуслови којшто треба да биде исполнет од страна на земјите членки при влезот во валутната унија, поради тоа што високите разлики помеѓу стапките на инфлацијата претставуваат значаен ризик за економиите во рамките на валутната зона, особено доколку произлегуваат од структурни разлики или, пак, доколку се предизвикани од различни политики.

За разлика од претходните автори коишто се фокусираат на потребата за исполнување одредени реални критериуми, Инграм (Ingram, 1959: 619) го нагласува значењето на финансиските текови и степенот на финансиската интеграција на земјата. Инграм објаснува дека во услови на остварување повисок степен на финансиска интеграција помеѓу економиите, се намалува потребата од промени кај девизниот курс. Финансиската интегрираност овозможува полесно да се надминат ефектите од промените кај капиталните текови и воспоставување рамнотежа преку движење на финансиските средства од земјите со вишок, кон земјите со недостиг на ликвидни средства. Истовремено, високиот степен на финансиска интеграција придонесува за намалување на разликата помеѓу долгорочните каматни стапки помеѓу земјите, обезбедува полесно финансирање на екстерните нерамнотежи, но истовремено ја поттикнува распределбата на ресурсите. Сепак, треба да се има предвид дека финансиската интеграција овозможува полесно надминување на одредени краткорочни нерамнотежи предизвикани од капиталните текови, но не претставува решение за структурните разлики помеѓу земјите.

Вобел (Vaubel, 1976: 24) упатува дека обезбедувањето стабилност на девизниот курс на националната валута во однос на останатите земји партнери претставува значаен критериум којшто треба да биде остварен од страна на земјите коишто имаат намера да влезат во валутната унија. Стабилноста на девизниот курс зависи од трговските или финансиските услови. Трговските услови се менуваат како резултат на промените кај трошоците на трудот и продуктивноста, што влијае врз побарувачката за стоки и услуги помеѓу земјите членки на монетарната унија.

Условите за финансирање зависат од валутните склоности и склоностите за ризик кај инвеститорите, коишто го определуваат нивото на очекуваниот принос од вложувањата, односно врз ризикот од неисполнување на договорените обврски. Вобел ја испитувал оптималноста на Европската заедница како валутна унија, при што дошол до заклучокот дека и покрај намалувањето на ценовните осцилации под влијание на промените на валутните склоности, разликите кај трговските и финансиските услови помеѓу одделните земји членки на Европската заедница упатуваат на потреба од флукуација на девизните курсеви помеѓу нивните национални валути. Ова тврдење го аргументира со постоењето на високи разлики помеѓу земјите членки во однос на склоностите за одржување одредено ниво на инфлација, на чие значење упатува Мањифико. Исто така, дури во услови на одржување еднаква стапка на инфлација во рамките на унијата, потребата за одржување на флексибилен девизен курс произлегува и заради високите трошоци коишто би настанале во процесот на приспособување на дивергентните економски структури на потенцијалните членки.

Од поставувањето на основите на теоријата за оптимални валутни зони, па сè до доцните осумдесетти години на минатиот век, теоријата на оптимални зони беше предмет на многу критики, со оглед на тоа што беше окарактеризирана како чисто академска дискусија со многу мал практичен придонес за решавање на проблемите на девизната и монетарната политика. Кон крајот на осумдесеттите и почетокот на деведесеттите години, повторно се разви интересот за теоријата за оптимални валутни зони и тој продолжува и денес. Главен катализатор за интересот беше процесот на европската монетарна интеграција којшто ги актуализира анализите и процените за предностите во однос на трошоците во процесот на монетарното обединување на земјите. Оттука, се развија алтернативни решенија за валутните униии, меѓу кои спаѓа и ендегената парадигма на Френкел и Роуз (Frankel, Rose, 1997: 3).

За разлика од претходните трудови за оптималните валутни зони, коишто се насочени кон определување на основните претпоставки што треба да бидат исполнети пред влезот во монетарната унија (*ex ante*) врз основа на оцената историски податоци, Френкел и Роуз се насочуваат кон испитување на промените на економската структура и остварувањата коишто може да произлезат по влезот во монетарната унија (*ex post*). Имено, Френкел и Роуз објаснуваат дека постои

ендогено, заемно влијание на критериумите за формирање оптимална валутна зона и оттаму, тие сметаат дека одлуката за влез во унијата треба да произлезе врз основа на испитување на ефектите на тоа влијание. Своите ставови ги образлагаат на тој начин што сметаат дека влезот во валутната зона може да придонесе зголемување на трговската размена и да влијае врз природата на економските циклуси на националната економија. Оттаму, може да се очекува дека земјите коишто ќе влезат во монетарната унија, може да остварат сосема поинакви економски циклуси во рамките на унијата отколку претходно, пред нивниот влез во унијата. Од теоретски аспект, зголемената трговска размена може да придонесе за поголема или помала поврзаност на економските циклуси на земјата со економиите на останатите земји членки. Истовремено, економските циклуси може да станат поспецифични (идиосинкратски) за земјата или регионот, поради тоа што зголемената трговска размена може да предизвика зголемување на специјализацијата на производството за производите за кои постојат компаративни предности. Доколку економијата на земјата членка е изложена на економските шокови коишто се заеднички за сите земји во рамките на унијата, тогаш може да се очекува и поголема усогласеност на нивните економски циклуси. Користејќи ги податоците од дваесет индустриски развиени земји во текот на период од триесет години, Френкел и Роуз утврдиле дека постои силна позитивна врска помеѓу интензитетот на билатералната трговска размена и степенот на поврзаност на економските циклуси помеѓу земјите. Следејќи ги историските податоци, дошле до заклучокот дека поголемата интеграција води кон високо синхронизирани економски циклуси.

2. Понови видувања во однос на теоријата за оптимални валутни зони

Покрај традиционалниот пристап, којшто поаѓа од економските и финансиските карактеристики коишто треба да бидат исполнети со цел да се обезбеди одржување на единствената валута во рамките на унијата, развиен е и алтернативен пристап, којшто е познат како анализа на предностите во однос на трошоците за влез во монетарната унија. Овој пристап, исто така, поаѓа од исполнувањето на критериумите за влез во оптималните валутни зони, но воедно се фокусира на политичката одлука на група земји за создавање институционална рамка во форма на валутно спојување, донесена врз основа на процената на трошоците и предностите.

Најпрвин, предностите од влезот на земјите во монетарната унија може да се согледаат преку намалувањето на трансакциските трошоци при вршење на девизните трансакции. Во рамките на трансакциските трошоци спаѓаат провизиите за конверзија на домашната валута, разликите помеѓу куповните и продажните курсеви, како и трошоците за заштита (хеџирање) од валутниот ризик.

Во 1990 година, Европската комисија направила анализа⁴ со која го проценила ефектот од намалувањето на трансакциските трошоци во износ од околу 13 до 19 милијарди евра годишно, или 0,25-1% од БДП на еврозоната. Овие трошоци паѓаат на товар на претпријатијата и домаќинствата, но истовремено, претставуваат приход за банките и за останатите финансиски посредници. Резултатите од истражувањето на Европската комисија упатуваат дека приходите врз основа на трансакциските трошоци кај финансиските институции изнесуваат околу 5% од вкупните приходи на банките. Со влезот во монетарната унија, овој извор на приходи кај банките значително се намалува.

Значајна придобивка од елиминацијата на трошоците на девизните трансакции претставува зголемувањето на обемот на трговската размена помеѓу земјите членки на унијата. Намалувањето на трансакциските трошоци преку елиминацијата на валутниот ризик води кон намалување на неизвесноста при извршувањето на плаќањата за увоз и извоз на стоки и услуги, а со тоа и за зголемување на обемот на трговската размена. Роуз и Стенли (Rous, Stanely, 2005: 17) ги испитувале ефектите од влезот во монетарната унија врз размената помеѓу земјите на ЕМУ и заклучиле дека валутната унија придонесува за зголемување на обемот на трговијата, во просек, од 30% до 90%. Сепак, треба да се има предвид дека порастот на трговската размена не е подеднакво распределен помеѓу земјите членки на еврозоната. Имено, придонесот во растот на трговијата е најзначаен кај оние земји кај кои постои силна трговска размена помеѓу индустриските гранки.

Прифаќањето единствена валута обезбедува и поголема транспарентност на цените што придонесува за поттикнување на процесот на ценовната конвергенција на производите помеѓу земјите членки во рамките на унијата. Можноста за споредба

⁴ Commission of the European Communities, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, Study of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Number 44, October 1990, стр. 21.

на цените на производите коишто се изразени во иста валута ја јакне конкуренцијата и придонесува за намалување на разликите помеѓу цените на производите.

Меѓутоа, истражувањата на цените на слични производи во различни делови на еврозоната упатуваат дека сè уште постојат значајни разлики. Анализата на Де Граув (De Grauwe, 2012: 55-56) упатува на фактот дека постои голема разлика помеѓу цените на потрошувачката кошничка сочинета од 160 идентични производи помеѓу земјите од еврозоната. Имено, разликата на цените во Финска и Германија, односно помеѓу земјата со највисоки и најниски цени во еврозоната изнесува 30% во просек. Слични се истражувањата и на Волчак и Дерлач (Wolszczak, Derlacz, 2006, сп. De Grawe, 2012: 56) спроведени врз 173 идентични производи во еврозоната за периодот од 1990 до 2005 година. Резултатите упатуваат дека процесот на ценовната конвергенција бил особено силен во периодот пред воведувањето на еврото, во периодот на деведесеттите години, но подоцна по воспоставувањето на еврозоната, овој тренд забавил.

Макроекономските предности се согледуваат преку позитивното влијание на монетарното обединување врз растот на економијата. Отвореноста на економијата и порастот на трговијата, претставува канал преку кој се пренесува стекнатото знаење (технологија, организациски вештини) помеѓу економиите. На тој начин се поттикнува развојот на истражувачката дејност, се зголемува продуктивноста и се забрзува растот на економијата. Анализата на Френкел и Роуз (Frankel, Rose, 2002: 23), којашто содржи податоци од 200 земји во периодот од 1960 до 1996 година, упатува на заклучокот дека зголемувањето на трговијата за 1 процент, придонесува за зголемување на приходот по жител за најмалку 0,33 проценти за период од дваесет години. Во тој контекст се и истражувањата на Чајбок и др. (Csajbók, Árvai, Csermely, Gyenes, Horváth, Kiss, Kovács, Kovács, Krekó, Papp, Szalai, Világi, Vonnák, 2002: 120), коишто упатуваат дека со прифаќањето на еврото ќе се придонесе за зголемување на годишната стапка на економски раст на Унгарија, во просек од 0,6 до 0,8 процентни поени, преку каналот на надворешната трговска размена. Покрај преку каналот на трговската размена, растот на економијата може да се поттикне и преку каналот на каматните стапки. Имено, со укинувањето на валутниот ризик како компонента на домашните каматни стапки, се овозможува намалување на каматните стапки, што заедно со процесот на интеграцијата на финансиските пазари и

пристапот до поевтин капитал, придонесува за раст на економиите на земјите членки во монетарната унија.

Останатите предности од прифаќањето на единствената валута може да се согледаат преку зголемувањето на макроекономската стабилност на земјата. Имено, со јакнењето на кредибилитет на еврото и елиминацијата на валутниот ризик, преовладуваше ставот дека постои ниска веројатност за појава на финансиски кризи, што воедно придонесе за подобрување на кредитниот рејтинг на земјите членки и поттикнување на активноста на финансиските пазари.

Покрај наведените придобивки, влезот во монетарната унија создава одредени трошоци и бара дополнителни приспособувања коишто треба да бидат преземени од страна на земјите коишто имаат намера да влезат во валутната унија. Типичен пример претставува формирањето на ЕМУ. Со воведувањето на еврото како единствена валута не исчезнаа разликите коишто произлегуваа од различните политички и институционални основи кај земјите членки. Со текот на времето, овие разлики се продлабочија и доведоа до дивергентни движења кај производството и цените, што во отсуство на национални монетарни и девизни политики, предизвика дополнителни оптоварувања за економиите на земјите членки и за монетарната унија во целина. Во вакви услови, единствената монетарна политика претставуваше ограничувачки фактор поради тоа што примената на поекспанзивна монетарна политика за поттикнување на економскиот раст и за решавање на невработеноста кај одредени земји членки, создаваше услови за поттикнување на инфлацијата кај останатите земји членки. Оттаму, со оглед на можните негативни ефекти врз производството и вработеноста, решавањето на макроекономските нерамнотежи, надминувањето на проблемите поврзани со влијанието на асиметричните економски шокови врз економскиот раст, како и спречувањето на појавата на платнобилансните нерамнотежи, претставува тежок и долготраен процес којшто треба да се остварува преку приспособување на домашните цени и плати, што претставува тежок и долготраен процес со оглед на можните негативни ефекти врз производството и невработеноста.

3. Постапеноста на критериумите за влез во ЕМУ во однос на теоретските премиси за оптималните валутни зони

Воспоставувањето на единствената валута во Европа значеше чекор напред во процесот кон економска интеграција на Европа. Иако почетоците и иницијативите за формирање монетарна унија датираат уште многу одамна, процесот беше забрзан во деведесеттите години, со симнувањето на „железната завеса“, обединувањето на Германија и силната политичка волја за остварување на заедничките цели на европските земји. Во основа, мотивот за економското и монетарно обединување произлегува од општоприфатениот консензус дека прифаќањето на еврото претставува најдобар начин за остварување среднорочен просперитет на европските земји којшто треба да обезбеди економски раст, зголемување на вработеноста и макроекономска стабилност.

Сепак, дури и најжестоките поборници за ЕУ сметаа дека создавањето и управувањето со единствената валута ќе има значајни предизвици.

Имено, и покрај заедничката рамка на монетарно управување, воспоставувањето единствена валута во комбинација со независните национални фискални политики претставуваше значаен предизвик за обезбедување координација и синхронизација на економските политики. Ваквата поставеност на еврозоната се разликуваше од монетарната унија на САД каде што федералната власт има улога на моќен стабилизатор којшто овозможува автоматско распоредување на фискалните средства од регионите во подем, кон регионите коишто се во опаѓање. Во еврозоната, таков механизам на трансфери не беше воспоставен.

Покрај тоа, алтернативните механизми за надминување на евентуалните економски шокови во еврозоната беа компаративно слаби поради тоа што мобилноста на работната сила беше ниска, респонзивноста на цените и платите во однос на економските циклуси беше недоволна, а степенот на интеграција на финансиските пазари беше незадоволителен. Истовремено, дел од земјите членки на унијата се соочуваа со потребата за спроведување економски и структурни реформи заради послабите економски остварувања во поглед на економскиот раст и невработеноста, додека високите буџетски дефицити требаше да бидат намалени преку намалување на даноците и расходите во исто време.

Разликите помеѓу земјите членки беа согледани како ризици коишто можат да ги зголемат тензиите во рамките на унијата. Во таа смисла, постоеше мислење дека губењето на девизниот курс како механизам за надминување на економските шокови може да доведе до поголеми нарушувања и трошоци и намалена ефикасност на единствената монетарна политика, којашто по својата природа единствено може да биде насочена кон остварувањето на заедничките цели на унијата. Исто така, постоеја согледувања дека неконтролираното фискално задолжување претставува висок ризик кај одредени земји членки, што може да предизвика значителни негативни последици за монетарната унија во целина, намалувајќи ја можноста за раст и развој.

Овие дилеми придонесоа за воспоставување на критериумите за конвергенција коишто се содржани во Договорот од Мастрихт од 1992 година⁵, а се однесуваат на стапката на инфлација, стабилноста на девизниот курс, каматните стапки и фискалните остварувања на земјите членки на ЕУ. Подоцна, во 1997 година, на иницијатива на Германија, беше донесен Пактот за стабилност и раст, со којшто беа утврдени фискалните правила за земјите членки на ЕМУ. Пактот за стабилност и раст предвидува земјите членки на унијата да остваруваат и да одржуваат фискални позиции коишто се блиски до рамнотежните или да остваруваат суфицити на среден рок. Исто така, за земјите членки кај кои буџетскиот дефицит е поголем од 3% од БДП и/или доколку јавниот долг е повисок од 60% од БДП, беа предвидени корективни мерки за надминување на фискалните нерамнотежи. Воедно, со Пактот за стабилност и раст, се предвидуваше редовно следење на стабилизационските макроекономски програми на земјите членки, при што беа утврдени среднорочни фискални цели како еден вид одбранбен механизам и превенција против зголемувањето на фискалните нерамнотежи.

Во 2000 година беше усвоен и договорот од Лисабон. Основна цел на Лисабонскиот договор беше да се надминат слабостите кај земјите во процесот на конвергенција кон ЕМУ и да се обезбеди стабилен макроекономскиот амбиент којшто ќе овозможи долгорочен и одржлив економски раст, зголемување на вработеноста и интеграција на финансиските пазари.

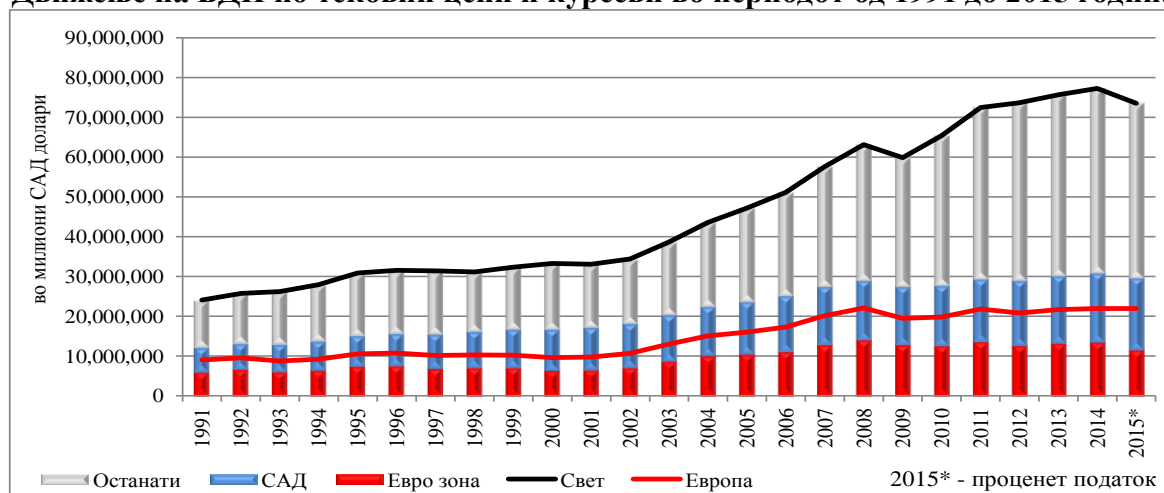
⁵ Treaty on European Union – Final Act, 1992, http://www.cvce.eu/content/publication/2002/4/9/2c2f2b85-14bb-4488-9ded-13f3cd04de05/publishable_en.pdf.

Воспоставувањето на ЕМУ претставува една од најрадикалните монетарни реформи во поновата историја на Европа којашто започна со формирањето на единствената валутна зона од страна на страна на единаесет земји – Австрија, Белгија, Германија, Ирска, Италија, Луксембург, Португалија, Франција, Финска, Холандија и Шпанија. Подоцна, кон еврозоната се приклучуваат Грција (2001), Словенија (2007), Кипар (2008), Малта (2008), Словачка (2009), Естонија (2011), Летонија (2014) и Литванија (2015)⁶.

Согласно со податоците од Светскиот економски преглед на ММФ, претставени на графиконот 3, може да се увиди дека со овој чин беше формирана валутна зона којашто по САД е втора по големина во светот, којашто остварува две третини од европскиот и една петина од светскиот бруто домашен производ (БДП).

Графикон 3

Движење на БДП по тековни цени и курсеви во периодот од 1991 до 2015 година



Извор: СЕП на ММФ (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015>), пристапено во април 2016 година

Критериумите за конвергенција на земјите членки кон ЕМУ во одреден степен се последица на постулатите зададени во теоријата за оптимални зони. Имајќи ги предвид наведените теоретски претпоставки, реалната конвергенција на земјите подразбира нивно долгорочно структурно приспособување во смисла на остварување синхронизирани економски циклуси, диверзифицирана економска структура, висока мобилност на факторите за производството, како и значителен степен на отвореност на економијата, што води кон макроекономска стабилност на унијата во целина.

⁶ Во овој труд, опсегот на истражувањата на остварувањата на еврозоната се однесува на осумнаесетте земји членки. Литванија, којашто влезе во монетарната унија во 2015 година не е вклучена заради ограничената достапност на агрегатните податоци.

Со потпишувањето на Договорот од Мастрихт во 1992 година, земјите коишто имаа аспирации за влез во еврозоната, претходно влегоа во процес на конвергенција кон референтните номинални критериуми предвидени во Договорот, коишто се однесуваат на ценовната стабилност, стабилноста на девизниот курс, каматните стапки и задолженоста на државата.

Со цел да се обезбеди усогласено разбирање и исполнување, Договорот од Мастрихт детално ги утврдува номиналните критериуми за конвергенција. Имено, во Протоколот 13⁷ стои дека критериумот за одржување на стабилноста на цените се пресметува како аритметичка средина од просечните стапки на инфлација на трите држави со најдобри показатели за инфлацијата, зголемена за 1,5 процентни поени. За мерење на инфлацијата се користат индексите на потрошувачките цени коишто ги изразуваат промените на цените на набавените стоки и услуги во одреден временски период. Државата којашто има стапка на инфлација повисока од вака утврдената референтна вредност не го исполнува овој номинален критериум за конвергенција.

Критериумот за фискална стабилност има за цел да го спречи растот на висок фискален дефицит и да ги забрза реформите во јавните финансии, особено во земјите каде што отстапувањата во однос на фискалните остварувања беа позначителни. Согласно со Протоколот 12, којшто ја регулира постапката за прекумерен дефицит, се пропишува обврската дека земјите членки треба да одржуваат буџетски дефицит понизок од 3% од БДП, а јавниот долг не треба да надмине 60% од БДП. На среден рок, земјите треба да одржуваат фискални позиции коишто се блиску до рамнотежното ниво или да остваруваат суфицити.

Критериумот за долгорочните каматни стапки произлегува од уверувањето дека тие претставуваат главна претпоставка за одржлив економски раст. Почитувањето на овој критериум подразбира одржување на долгорочните каматни стапки на ниво коешто не го надминува просекот на каматните стапки на трите земји членки коишто остваруваат најниска инфлација, зголемено за 2 процентни поена. Долгорочните каматни стапки коишто се предмет на мерење се однесуваат на бруто-приносот на долгорочните (10-годишни) обврзници издадени од централната власт или на други споредливи финансиски инструменти.

⁷ Consolidated Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, Protocol No.13 on certain provisions relating to Denmark, стр. 363 (<https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/st06655-re01.en08.pdf>)

Критериумот за одржување стабилност на девизните курсеви на валутите всушност подразбира стабилизирање на движењето на девизните курсеви на валутите на земјите коишто се кандидатки за влез во економската и монетарната унија, во рамки на механизмот на девизни курсеви (ЕРМ II). Механизмот функционира на тој начин што националната централна банка на земјата, којашто е надвор од монетарната унија, склучува аранжман со ЕЦБ со којшто ги регулира оперативните процедури околу воведувањето на централниот девизен курс и се обврзува дека нема да примени какви било девизни ограничувања. Стабилизирањето на девизниот курс на земјата во рамките на ЕРМ II треба да се оствари во период од две години, што подразбира дека и покрај ослободувањето на националните девизни ограничувања, девизниот курс би остварувал минимални флукуации ($\pm 15\%$) околу централно договорениот девизен курс, со што се докажува способноста за пристапување кон единствената валутна зона.

Со влезот во еврозоната, националната централна банка станува интегрален дел од еврорисистемот составен од националните централни банки на земјите членки и ЕЦБ, којашто независно ја спроведува монетарната политика. Како резултат на тоа, земјите членки повеќе не можат да извршат апрецијација или депрецијација на домашната валута за надминување на економските шокови.

Исполнувањето на номиналните критериуми требаше да го осигури процесот на долгорочно структурно приспособување и намалување на ризиците од појава на интерни и екстерни нерамнотежи кај земјите членки на монетарната унија. На почетокот на формирањето на ЕМУ, првите единаесет земји целосно ги исполнуваа наведените критериуми.

ГЛАВА 2 - ФАКТОРИ КОИШТО ЈА ДОВЕДУВААТ ВО ПРАШАЊЕ ИДНИНАТА НА ЕМУ КАКО ОПТИМАЛНА ВАЛУТНА ЗОНА

Повеќе од петнаесет години по воспоставувањето на ЕМУ, се поставува прашањето дали во рамките на унијата се развиле неопходните интеграциски механизми за да може таа да функционира како оптимална валутна зона или би било подобро уште на самиот почеток да се одложи формирањето, сè додека целосно не се исполнат основните критериуми. Во рамките на оваа дилема се и најновите размислувања дека разликите меѓу земјите членки на еврозоната сè повеќе се продлабочуваат поради тоа што еден дел, особено нејзините јужни делови, не се во состојба да обезбедат соодветен економски раст и просперитет и постојано да одржуваат дисциплинирана фискална политика. Во отсуство на национални девизни и монетарни политики, овие нерамнотежи доведуваат до длабоки, долготрајни и тешки економски последици, што се согледува и од проблемите со кои се соочува монетарната унија во последните неколку години.

Во продолжение на трудот ќе се разработи прашањето дали воспоставувањето на единствената валута во еврозоната претставува структурно и одржливо решение на долг рок, имајќи ги предвид критериумите на теоријата за оптимални валутни зони.

1. Синхронизираност на економските циклуси

Една од примарните претпоставки за формирање оптимална валутна зона е синхронизираноста на економските циклуси во рамките на монетарната унија. Тоа значи дека во услови на настанување на одредени економски шокови, нивното влијание рамномерно и симетрично се распределува помеѓу земјите членки на унијата, што овозможува спроведување единствени макроекономски политики и мерки за надминување на ефектите од тие шокови. Меѓутоа, доколку економските нарушувања асиметрично се пренесуваат помеѓу земјите членки на унијата, неопходни се и „асиметрични мерки“ на економските политики, што се разликува од концептот за валутните униии.

Синхронизираноста на економиите се согледува преку следење на динамиката на економскиот раст на земјите членки, испитување на нивната поврзаност и утврдување на големината и фреквентноста на асиметричните шокови.

Следејќи го движењето на годишната стапка на раст на БДП кај земјите членки од еврозоната во табелата 1, може да се заклучи дека со воведувањето на единствената валута, синхронизираноста на економските циклуси кај земјите членки е сè уште ниска. Со ескалацијата на глобалната и економска криза, како резултат на дивергентните движења, синхронизираноста на економиите на земјите членки дополнително се влошува, што се согледува преку зголемување на стандардната девијација на стапките на раст на БДП на земјите членки на еврозоната.

Табела 1

Годишни стапки на раст на БДП по константни цени кај земјите членки на ЕМУ во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Австрија	3.37	1.35	1.66	0.76	2.71	2.14	3.35	3.62	1.55	-3.80	1.93	2.81	0.76	0.32	0.35	0.77
Белгија	3.55	0.92	1.56	0.89	3.43	1.89	2.63	3.00	0.95	-2.62	2.50	1.62	0.09	0.29	1.07	1.34
Германија	3.19	1.84	0.02	-0.73	0.70	0.88	3.88	3.38	0.81	-5.57	3.95	3.72	0.61	0.41	1.58	1.51
Грција	3.97	3.74	3.16	6.64	4.95	0.89	5.82	3.54	-0.44	-4.40	-5.45	-8.86	-6.57	-3.90	0.77	-2.27
Естонија	10.57	6.33	6.08	7.42	6.30	9.37	10.27	7.75	-5.42	-14.72	2.46	7.58	5.18	1.57	2.91	1.98
Ирска	10.23	5.83	5.94	3.84	4.41	6.33	6.31	5.54	-2.16	-5.64	0.40	2.59	0.15	1.43	5.20	4.85
Италија	3.71	1.77	0.25	0.15	1.58	0.95	2.01	1.47	-1.05	-5.48	1.71	0.59	-2.77	-1.70	-0.43	0.80
Кипар	5.67	3.58	3.22	2.79	4.38	3.86	4.52	4.89	3.62	-2.04	1.39	0.26	-2.39	-5.36	-2.26	0.45
Летонија	5.35	7.15	7.19	8.63	8.92	10.17	11.62	9.79	-3.18	-14.19	-2.87	5.00	4.83	4.23	2.36	2.16
Луксембург	8.44	2.15	3.62	1.40	4.41	3.22	5.11	8.40	-0.84	-5.38	5.68	2.60	-0.72	4.43	5.59	4.39
Малта	n/a	0.76	2.74	2.42	0.56	3.91	1.95	3.85	3.26	-2.48	3.55	2.10	2.47	2.36	3.50	3.44
Португалија	3.79	1.94	0.77	-0.93	1.81	0.77	1.55	2.49	0.20	-2.98	1.90	-1.83	-4.03	-1.61	0.89	1.56
Словачка	1.21	3.32	4.71	5.41	5.24	6.54	8.26	10.68	5.45	-5.29	4.83	2.70	1.60	1.43	2.41	3.16
Словенија	4.16	2.95	3.84	2.84	4.35	4.00	5.66	6.94	3.30	-7.80	1.24	0.65	-2.72	-1.06	3.05	2.32
Финска	5.64	2.58	1.68	1.99	3.93	2.78	4.06	5.19	0.72	-8.27	2.99	2.57	-1.43	-1.12	-0.41	0.40
Франција	3.88	1.95	1.12	0.82	2.79	1.61	2.38	2.36	0.20	-2.94	1.97	2.08	0.18	0.66	0.18	1.16
Холандија	4.25	2.13	0.10	0.29	2.03	2.16	3.52	3.70	1.71	-3.77	1.40	1.66	-1.06	-0.49	1.01	1.80
Шпанија	4.25	2.13	0.10	0.29	2.03	2.16	3.52	3.70	1.71	-3.77	1.40	1.66	-1.06	-0.49	1.01	1.80
Евро зона	3.81	2.12	0.95	0.67	2.26	1.67	3.23	3.03	0.46	-4.57	2.05	1.64	-0.81	-0.28	0.87	1.48
Стандардна девијација	2.71	1.83	2.24	2.84	2.09	2.84	2.83	2.65	2.60	3.64	2.56	3.28	2.89	2.45	1.97	1.61

Извор: ММФ, базата на податоци на СЕП, октомври 2015

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx>

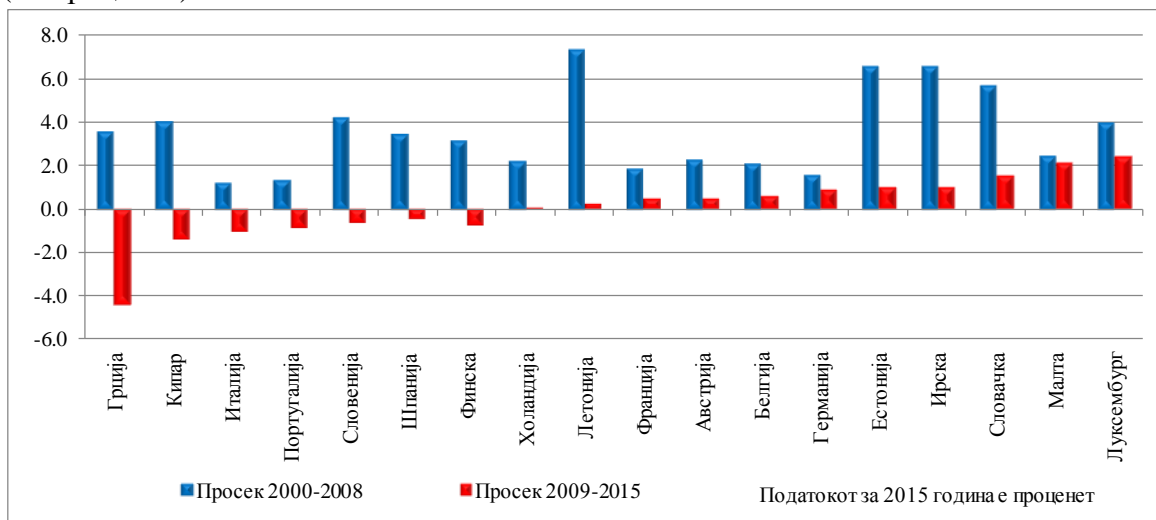
Проблемот на ниската синхронизираност на економските циклуси помеѓу земјите од еврозоната (Gayer 2007: 19) се согледува уште на почетокот, со нејзиното формирање, кога дури и земјите коишто го сочинуваа јадрото на еврозоната остваруваа забавен економски раст во однос на просекот во еврозоната. Од друга страна, како резултат на поволните монетарни услови, т.н. периферни земји на еврозоната остваруваа забрзан економски раст, што може да се согледа од графиконот 4. Со ескалацијата на финансиската криза, во која најпогодени сектори беа туризмот, градежништвото и финансиското посредување, како и заради високиот придонес на овие сектори во вкупната економска активност кај периферните земји членки, дојде до значително намалување на стапките на раст на БДП. Различното

економското темпо помеѓу земјите од „јадрото“ и од „периферијата“ упатува на фактот дека од аспект на синхронизираноста на економските циклуси, еврозоната сè повеќе наликува на група земји коишто се движат со две или повеќе брзини (Gogas, Kothroulas, 2009: 10).

Графикон 4

Просечно движење на стапката БДП кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2008 во однос на периодот од 2009 до 2015 година

(во проценти)



Извор: ММФ, СЕП, октомври 2015

(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx>)

За утврдување на синхронизираноста на економските циклуси и на степенот на интеграција на земјите во еврозоната се правени испитувања преку анализа на поврзаноста на економските шокови. Бајуми и Ајкенгрин (Bayoumi and Eichengreen, 1992: 34) го мереле влијанието на економските шокови на страната на понудата и побарувачката во одредени земји од Европа и во некои региони на САД. Во истражувањето коешто се однесува на периодот од 1960 до 1988 година, била испитувана големината и поврзаноста на шоките на страната понудата и побарувачката кај земјите на Европа и регионите во САД, во однос на одредени референтни региони. Како референтен регион за земјите од Европа била земена Германија, додека за САД, референтен регион е Средноатлантскиот Регион. Резултатите од истражувањето упатуваат дека шоките на страната на понудата, коишто доведуваат до ненадејни промени кај понудата на стоките и услугите и кај општото ниво на цените, се позначителни и помалку поврзани кај земјите од Европа отколку кај регионите во САД. Според авторите, пониската поврзаност помеѓу земјите од Европа може да претставува проблем за функционирањето на

монетарната унија, поради тоа што шоките, коишто се својствени за одредени земји членки (идиосинкратските шокови), ја зајакнуваат потребата за спроведување независна монетарна политика кај овие земји. Воедно, времетраењето на процесот за надминување на овие шокови е многу покусо во САД отколку во Европа, што се објаснува со поефикасното функционирање на останатите механизми на приспособување, меѓу кои особено значење има високиот степен на мобилност на работната сила и капиталот. Резултатите од истражувањето упатуваат на фактот дека на страната на понудата постои висока поврзаност на шоките помеѓу земјите од јадрото на еврозоната, Белгија, Данска, Франција и Холандија и Германија, како референтен регион.

Од друга страна, се издвојуваат т.н. периферни земји како Велика Британија, Ирска, Италија, Грција, Португалија и Шпанија, кај кои нарушувањата на страната на понудата се многу поголеми и својствени (идиосинкратски) за националните економии и значително отстапуваат во однос на движењата во Германија. Во трудот, авторите упатуваат дека на страната на понудата, земјите од „јадрото“ на еврозоната се подложни на економски шокови коишто имаат еднаква големина и синхронизираност како и анализираниите региони во САД, што упатува на можноста за формирање монетарна унија слична на монетарната унија во САД. Од друга страна, Бајуми и др. заклучуваат дека анализираниите региони во САД се многу поизложени на шокови на страната на побарувачката, во однос на земјите од Европа. Оваа состојба се објаснува со зголемувањето на степенот на специјализација на регионите во САД, што претставува уште еден потенцијален извор на економски шокови и за еврозоната доколку продолжи процесот на специјализација.

Слични се и испитувањата на Де Лусија (De Lucia, 2011: 5). Поаѓајќи од теоретските претпоставки на Мундел, во трудот се анализира ефектот од потенцијалните економски шокови кај одделни земји членки на еврозоната. Резултатите од анализата упатуваат дека поврзаноста на економските шокови кај Грција и Ирска е ниска во однос на останатите земји членки. Сепак, авторот потенцира дека постои повисока поврзаност на економските шокови кај Грција во однос на Италија и Франција, додека поврзаноста на ирската економија на страната на понудата е повисока со Финска. Шоките на страната на понудата кај Португалија и Шпанија имаат сигнификантно позитивна поврзаност со шест од единаесетте економии коишто се вклучени во анализата (Австрија, Белгија,

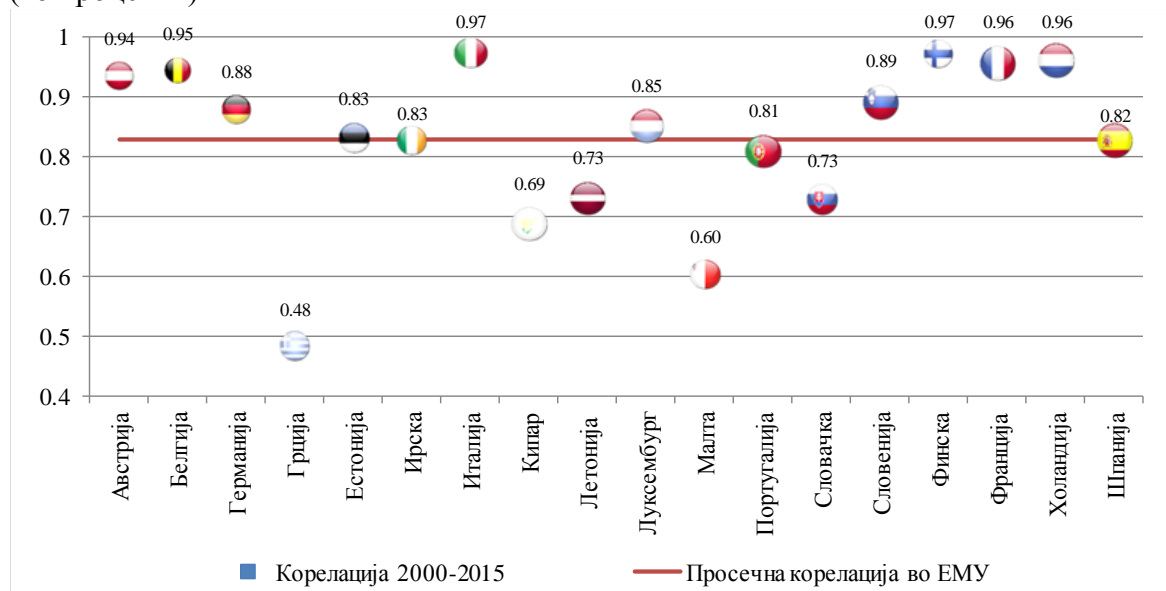
Шпанија, Финска, Франција, Грција, Ирска, Италија, Холандија, Португалија и Германија). Притоа, авторот на истражувањето заклучува дека т.н. периферни земји на еврозоната не го задоволуваат критериумот за синхронизираност на економските циклуси и усогласеност на економската структура, поради што имаат потреба од водење независна монетарна политика за надминување на индивидуалните економски шокови.

Доколку се анализира коефициентот на поврзаност на растот на БДП на земјите во еврозоната со просечниот раст на унијата, претставен на графиконот 5, може да се заклучи дека позначајни отстапувања има кај помалите економии (Грција, Малта, Кипар, Летонија, Словачка и Португалија). Нискиот степен на синхронизираност на економските циклуси кај овие економии во однос на земјите од јадрото на еврозоната, ги актуализира проблемите поврзани со нивната способност и капацитет да го следат економското темпо на големите економии, како и последиците коишто може да настанат заради неусогласените политики (Gogas and Kothroulas, 2009: 10).

Графикон 5

Поврзаност на растот на БДП кај земјите членки со просечниот раст во еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од ММФ, СЕП, октомври 2015 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx>)

Покрај истражувањата коишто се насочуваа кон испитување на степенот на поврзаност на економскиот раст, правени се и испитувања за утврдување на причините за нискиот степен на синхронизираност на економиите на еврозоната. Во

теоријата, Кенен го потенцира значењето на диверзификација на економиите на земјите членки на унијата и објаснува дека специјализацијата претставува значаен фактор којшто ги определува појавата, фреквентноста и големината на шоките кај одредени економии. Земјите членки коишто имаат подиверзифицирана економска структура, полесно ги надминуваат економските шокови во одредени сектори или гранки поради тоа што останатите сектори го надоместуваат влијанието на шокот.

Во табелата 2 е прикажан придонесот на одделните сектори на економиите на земјите членки во БДП според производниот метод. Податоците упатуваат дека кај една група земји преовладува индустријата, додека кај друга група земји значително е учеството на градежништвото, земјоделието или услугите.

Табела 2

Учеството на одделните сектори во БДП кај земјите од еврозоната во 2003, 2008 и 2015 година

(во проценти)

	Земјод, шумарство, лов и риболов			Индустија			Градежништво			Трговија, транспорт, комуникации			Деловни активности, финансии, осигурување, јавна администрација и		
	2003	2008	2014	2003	2008	2014	2003	2008	2014	2003	2008	2014	2003	2008	2014
Евро зона	2.1	1.7	1.6	20.9	20.1	19.4	5.8	6.2	5.0	24.3	23.8	23.4	46.9	48.1	50.6
Белгија	1.1	0.8	0.7	20.8	18.6	16.5	4.9	5.7	5.7	24.7	25.2	23.9	48.3	49.7	53.2
Германија	0.9	0.9	0.7	25.0	26.1	25.7	4.3	4.0	4.6	21.1	21.2	20.4	48.8	47.8	48.6
Естонија	4.0	2.7	3.4	22.7	19.9	21.6	6.6	9.6	6.5	30.2	27.1	28.0	36.5	40.7	40.5
Ирска	1.7	1.0	1.6	28.7	22.4	22.7	7.7	6.6	2.9	22.1	23.8	27.5	39.8	46.2	45.3
Грција	5.6	3.2	3.8	13.9	12.7	12.8	8.9	5.0	2.9	29.5	30.4	28.1	42.2	48.7	52.4
Шпанија	3.7	2.5	2.5	19.4	17.9	17.0	11.0	11.0	5.4	27.9	26.2	28.4	38.0	42.4	46.6
Франција	2.1	1.7	1.7	16.9	14.3	13.8	5.2	6.4	5.7	24.2	23.5	22.6	51.6	54.2	56.4
Италија	2.6	2.1	2.2	20.5	20.1	18.6	5.5	6.0	4.9	25.5	24.4	23.9	45.9	47.4	50.5
Кипар	3.1	2.2	2.3	10.9	8.5	8.0	9.2	11.9	2.8	33.0	31.0	33.0	43.8	46.5	54.0
Летонија	4.5	3.3	3.4	17.8	14.4	16.2	6.1	10.0	6.6	34.8	28.8	29.8	36.7	43.5	43.2
Луксембург	0.6	0.4	0.3	12.0	9.6	6.1	6.3	5.7	5.8	23.1	23.0	23.6	58.0	61.4	64.1
Малта	2.4	1.4	1.3	19.6	17.1	11.7	8.0	4.9	4.0	30.3	27.5	27.5	39.8	49.0	55.5
Холандија	2.2	1.8	1.8	18.0	18.3	16.7	5.5	5.8	4.5	25.5	24.7	24.9	48.8	49.3	52.0
Австрија	1.7	1.5	1.4	23.3	23.2	21.7	7.3	7.0	6.4	26.6	26.2	26.2	41.0	42.2	44.3
Португалија	3.0	2.2	2.3	18.7	16.7	17.1	7.2	6.7	4.5	26.2	25.9	28.1	44.9	48.3	48.0
Словенија	2.4	1.9	2.2	28.6	25.8	27.4	6.1	8.3	5.7	22.7	24.6	24.3	40.4	39.3	40.4
Словачка	4.4	4.1	4.4	28.9	28.5	25.3	6.3	9.5	8.4	25.8	26.0	26.5	34.5	31.8	35.5
Финска	2.9	2.5	2.8	28.1	26.8	20.3	5.8	6.9	6.2	22.5	21.3	21.7	40.7	42.5	48.9

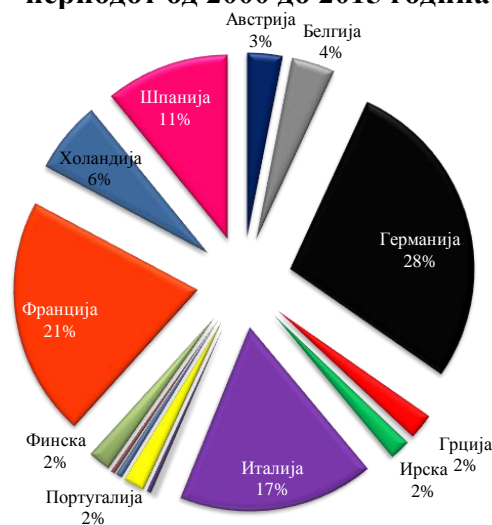
Извор: Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_nace10_c&lang=en), пристапено во февруари 2016 година

Покрај тоа што беа остварени позитивни движења во секторот „индустрија“ и беше намалена преголемата зависност од секторот „земјоделие“, во некои земји дојде до значителен подем и специјализација кај градежништвото и услугите, поради што беа поранливи и поизложени кон економски шокови коишто се карактеристични

за овие сектори. Доколку се испитува секторската усогласеност на земјите членки во однос на ЕМУ, може да се заклучи дека постои висока усогласеност помеѓу Италија, Белгија, Холандија, Португалија, Австрија, Шпанија, Франција и Германија, за разлика од Словачка, Кипар, Словенија, Луксембург, Ирска и Грција. Имајќи ги предвид различните економски структури, овие земји членки се поподложни на одредени шокови коишто се својствени само за нивните економии, па поради тоа економските политики коишто се водат во рамките на ЕМУ, може да имаат различни дури и дестабилизирачки ефекти за земјите членки.

Сите овие разлики налагаат спроведување одредени специфични мерки и политики за одредени земји од еврозоната, што ја доведува во прашање ефикасноста на единствената монетарната политика на ЕЦБ. Движењата во периодот по воспоставувањето на единствената валута и последната економска криза упатуваат на фактот дека монетарната политика на ЕЦБ не беше универзално решение за земјите членки коишто се наоѓаа во различни фази од економскиот циклус. ЕЦБ премногу се фокусира на економските циклуси коишто преовладуваа во најголемите економии (Германија, Франција, Италија и Шпанија), коишто согласно со податоците од графиконот 6, сочинуваат близу 80% од БДП на еврозоната. Ваквата политика беше некомпатибилна, дури и дестабилизирачка за помалите економии, чиишто економски циклуси не беа синхронизирани со оние коишто преовладуваа во еврозоната.

Графикон 6
Просечно учество на БДП на земјите членки во вкупниот БДП на еврозоната, по тековни цени, во периодот од 2000 до 2015 година



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>), пристапено април 2016

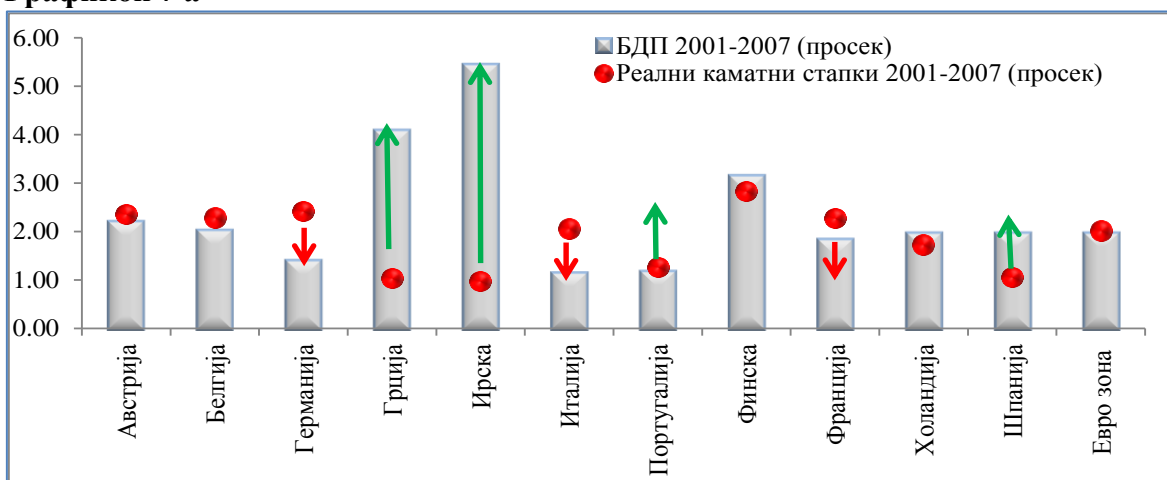
Во периодот по воспоставувањето на еврото, од 2001 до 2007 година, како резултат на намалувањето на реалните каматни стапки, дојде до забрзан економски раст и „прегревање“ на економиите на Ирска, Грција и Шпанија. Од графиконот 7а) може да се забележи дека просечниот раст на БДП во периодот од 2001 до 2007 година, во Ирска и Грција беше повисок за 3,5 и 2,12 процентни поени од просекот

во еврозоната, додека каматните стапки беа реално пониски за повеќе од еден процентен поен. Од друга страна, во истиот период, заради повисоките реални каматни стапки⁸, монетарната политика беше премногу рестриктивна за Германија, Франција и Италија чијашто економска активност беше забавена (The Economist, Feb 12th, 2010). Забавувањето на економскиот раст на Германија во тој период се објаснува и со периодот на справување со последиците од обединувањето на Источна и Западна Германија, додека италијанската економија беше погодена од постојано намалување на конкурентноста заради бавниот раст на продуктивноста. Во такви услови, монетарната политика дополнително придонесуваше за забавување на економската активност преку реално повисоките каматни стапки.

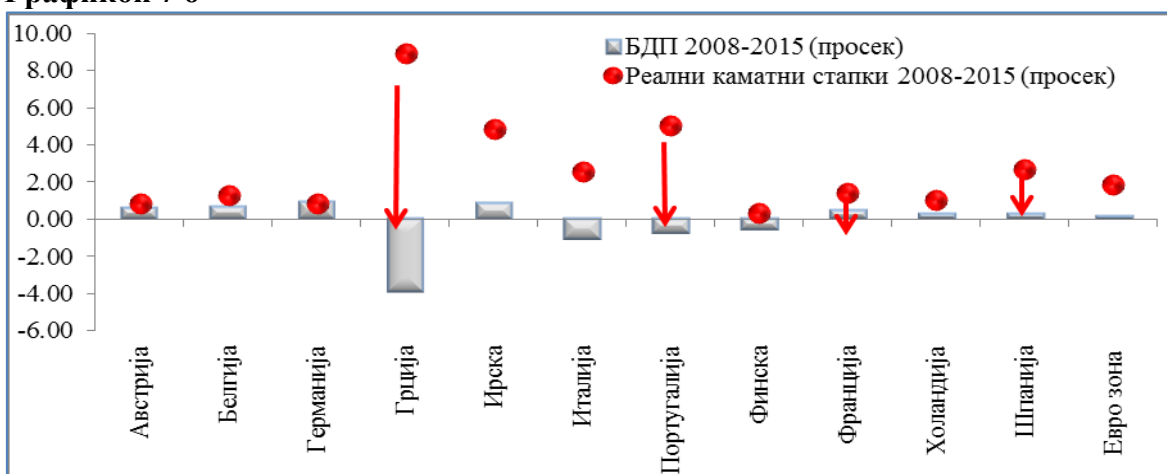
Движење на реалните каматни стапки и растот на БДП кај земјите членки на еврозоната во периодот пред и по кризата

(во проценти)

Графикон 7 а



Графикон 7 б



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат

http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a), пристапено во март 2016

⁸ Номинални каматни стапки прилагодени за стапката на инфлацијата.

Во периодот по ескалацијата на финансиската и должничка криза во еврозоната, во која најпогодени беа економиите на голем број периферни земји членки, дојде до значително намалување на БДП, како резултат на бројните рестриктивни мерки и мерките за штедење. Во овој период (2008-2015), дополнително дестимулативно влијание врз овие земји имаше и монетарната политика. Имено, од графиконот 7б може да се согледа дека овие земји забележаа ниска, дури и негативна стапка на инфлација, така што реалните каматни стапки беа значително повисоки во однос на другите земји членки од еврозоната. На пример, во Грција, БДП оствари пад од 3,9%, а реалната каматна стапка беше повисока за 7,1 процентен поен од просечната во еврозоната и изнесуваше 8,9%.

Зголемувањето на разликите во однос на синхронизираноста на економските циклуси помеѓу земјите членки упатува на потреба од преземање мерки коишто се специфични за економиите на одделните земји членки на еврозоната.

2. Работната сила како механизам за надминување на асиметричните шокови кај земјите членки во еврозоната

Зголемениот обем и зачестеност на асиметричните шокови кај економиите упатува на поголема потреба за водење независна монетарна политика и флексибилен девизен режим, како механизми за воспоставување внатрешна и надворешна рамнотежа во економијата. Сепак, теоријата за оптималните валутни зони упатува дека постои исклучок од ова правило, во услови на:

- Мобилност на работната сила. Миграцијата на работната сила може да претставува автоматски механизам на приспособување во услови на економски шокови кај земјите членки на унијата или во некои региони. Така, при појава на негативен економски шок на страната на побарувачката, заради намалувањето на економската активност во земјата, цените и платите, работната сила мигрира кон останатите земји или региони во монетарната унија коишто се во подем. На тој начин се воспоставува рамнотежа помеѓу понудата на работната сила и обемот на економската активност помеѓу одделните земји членки на унијата.

- Флексибилност на платите. Во теоријата за оптимални валутни зони, флексибилноста на цените и платите претставува механизам на приспособување, којшто во услови на негативен економски шок на страната на побарувачката, придонесува за намалување на побарувачката за работна сила, што се манифестира

преку зголемување на невработеноста и намалување на платите. На тој начин, се обезбедува рамнотежа помеѓу обемот на произведени стоки и услуги, во однос на побарувачката за нив, односно се приспособува агрегатната понуда.

Прашањето на респонзивноста на миграциите кон асиметричните шокови е особено значајно за еврозоната, имајќи ги предвид проблемите коишто ескалираа за време на последната економска и финансиска криза. Меѓутоа, токму во врска со овој механизам, постои генерален став дека мобилноста на работната сила во еврозоната е премногу ниска за да може да има улога на автоматски стабилизатор на дивергентните економски движења и дека не може да го надомести влијанието на независната монетарна политика и политиката на девизниот курс. Како поддршка на аргументите за ниската мобилност на работната сила се разликите кај стапките на невработеноста помеѓу земјите членки коишто се одржуваат на високо ниво подолг временски период и се прикажани во табелата 3. Имено, во целиот анализиран период, од 2000 до 2015 година, во Австрија, Луксембург и Холандија, просечната стапка на невработеност изнесува од 4,5 до 5,1% и е најниска во однос на останатите земји на еврозоната. Во истиот период, во Шпанија, Словачка и Грција, просечната стапка на невработеност изнесува 15,7%, 14,8% и 14,5%, соодветно.

Табела 3

Движење на стапките на невработеност кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Просек
Австрија	4	4	4	5	6	6	5	5	4	5	5	5	5	5	6	6	5
Белгија	7	7	8	8	8	9	8	8	7	8	8	7	8	8	9	8	8
Германија	8	8	9	10	10	11	10	9	7	8	7	6	5	5	5	5	8
Грција	11	11	10	10	11	10	9	8	8	10	13	18	25	28	27	25	14
Естонија	15	13	11	10	10	8	6	5	6	14	17	12	10	9	7	6	10
Ирска	4	4	5	5	5	4	5	5	6	12	14	15	15	13	11	9	8
Италија	10	9	9	8	8	8	7	6	7	8	8	8	11	12	13	12	9
Кипар	5	4	4	4	5	5	5	4	4	5	6	8	12	16	16	16	7
Летонија	14	14	13	12	12	10	7	6	8	18	20	16	15	12	11	10	12
Луксембург	2	2	3	4	5	5	5	4	5	5	5	5	5	6	6	6	4
Малта	7	8	7	8	7	7	7	7	6	7	7	6	6	6	6	5	7
Португалија	5	5	6	7	8	9	9	9	9	11	12	13	16	16	14	13	10

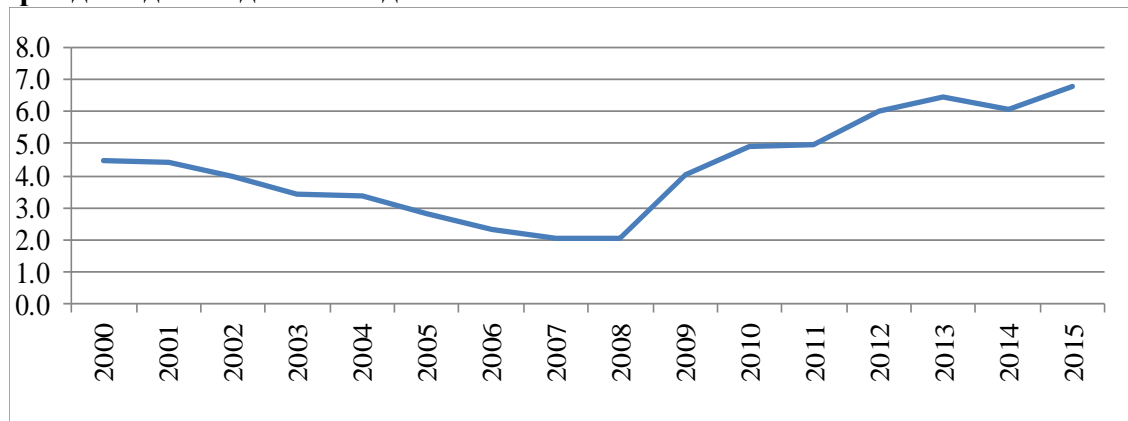
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Просек
Словачка	19	20	19	18	18	16	14	11	10	12	15	14	14	14	13	12	15
Словенија	7	6	6	7	6	7	6	5	4	6	7	8	9	10	10	9	7
Финска	10	9	9	9	9	8	8	7	6	8	8	8	8	8	9	9	8
Франција	9	8	8	9	9	9	9	8	7	9	9	9	10	10	10	10	9
Холандија	4	3	4	5	6	6	5	4	4	4	5	5	6	7	7	7	5
Шпанија	12	11	12	12	11	9	9	8	11	18	20	21	25	26	25	22	16
Еврозона	9	8	9	9	9	9	8	8	8	10	10	10	11	12	12	11	10

Извор: Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do>), пристапено во јануари 2016

Разликите кај стапките на невработеноста може да се согледаат и преку движењето на стандардната девијација. Од графиконот 8 може да се забележи дека за разлика од периодот по воспоставувањето на единствената валута, од 2009 година наваму, како резултат на асиметричното прелевање на ефектите од кризата, настанале дивергентни движења кај невработеноста помеѓу земјите членки на евро зоната. Оттаму, стандардната девијација на стапката на невработеноста значително се зголеми кај земјите од еврозоната.

Графикон 8

Стандардна девијација на стапката на невработеност во евро зоната за периодот од 2000 до 2015 година



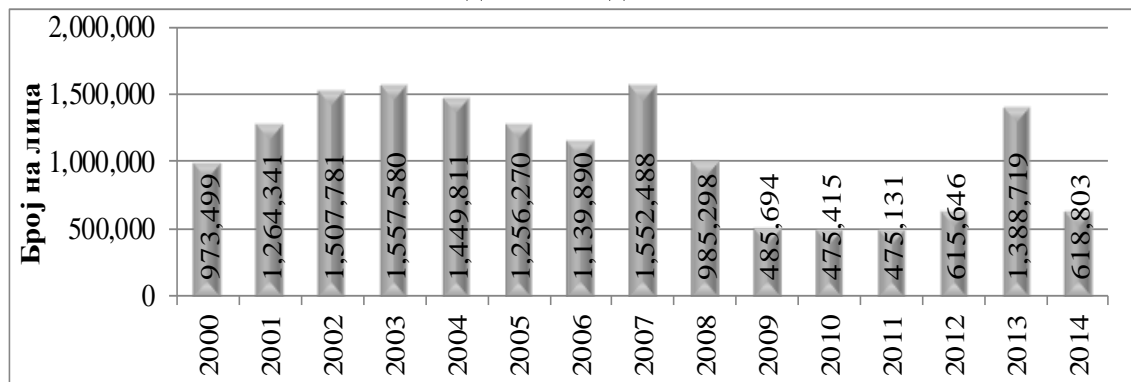
Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (www.eurostat.ec.europa.eu)

Високите разлики помеѓу стапките на невработеност кај земјите членки на еврозоната упатуваат на фактот дека мобилноста на работната сила е ниска и дека пазарот на труд не е доволно интегриран. За разлика од САД, каде што во текот на 2011 година, околу 2,7% од Американците го промениле местото на живеење и преминале во една од педесетте држави во САД, во истиот период, миграциите во Европа изнесуваат само 0,2% (The Economist, January 13th, 2014). Следејќи го

историското движење на нето-миграциите во еврозоната, може да се заклучи дека тие биле многу ниски и нееластични во однос на промените на невработеноста. Од графиконот 9 може да се забележи дека состојбата дополнително се влоши за време на кризата, кога миграциите во еврозоната се намалија повеќе од тројно, од 1,5 милиони во 2007 година, на 475 илјади жители во 2011 година.

Графикон 9

Движење на нето-миграциите кај земјите членки на ЕМУ во периодот од 2000 до 2015 година

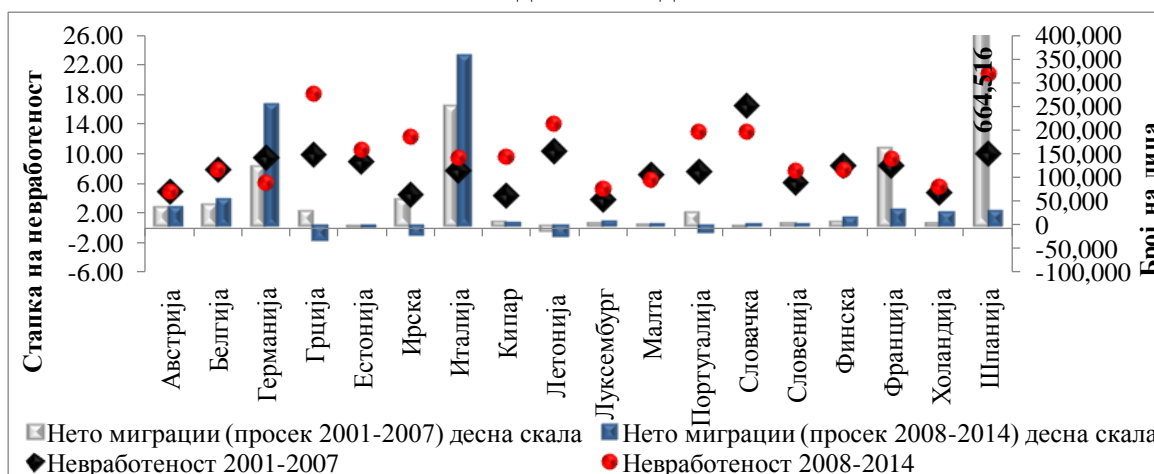


Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>), пристапено во јануари 2016 година

Меѓутоа, во текот на последните неколку години, како резултат на промените на макроекономските услови, настанаа одредени промени и во однос на обемот и насоката на миграциските текови кај земјите од еврозоната.

Графикон 10

Движење на нето-миграциите во однос на стапката на невработеност кај земјите членки на ЕМУ во периодот од 2001 до 2007 година и во периодот од 2008 до 2014 година



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>), пристапено во јануари 2016 година

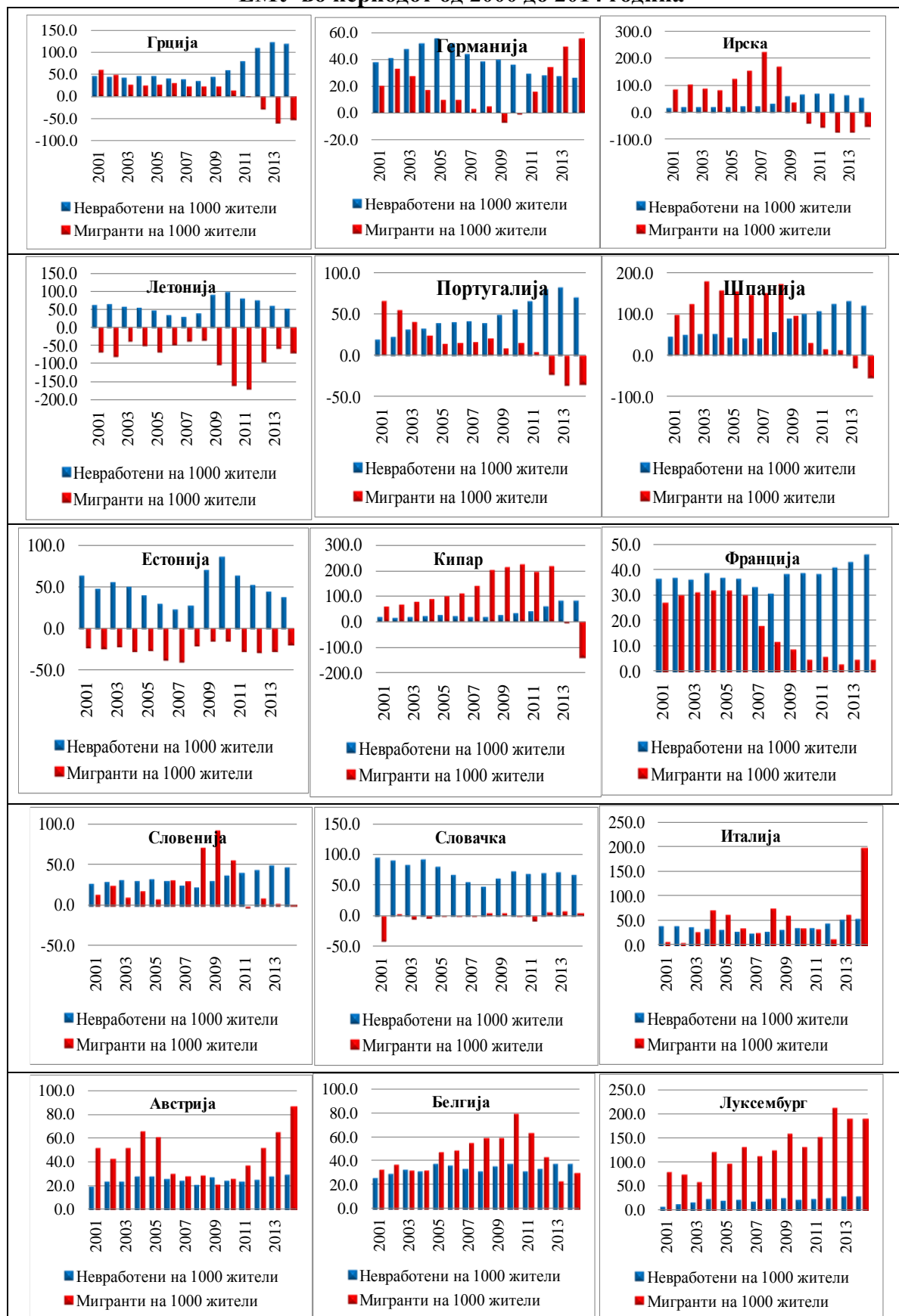
Од графиконот 10 може да се види дека поволните услови на пазарот на труд, односно ниската стапка на невработеноста од само 5% во 2014 година, придонесоа Германија да стане примарна дестинација за вишокот на работната сила од периферните земји. Од друга страна, како резултат на емиграциите на работната сила од Грција, Ирска, Португалија и Шпанија, се намали вишокот работна сила на пазарите на трудот. Доколку овие миграциски трендови не настанале, се проценува дека стапката на невработеност во Шпанија во 2013 година би изнесувала 34,3%, наместо остварената 26,1% (Bräuning, 2014).

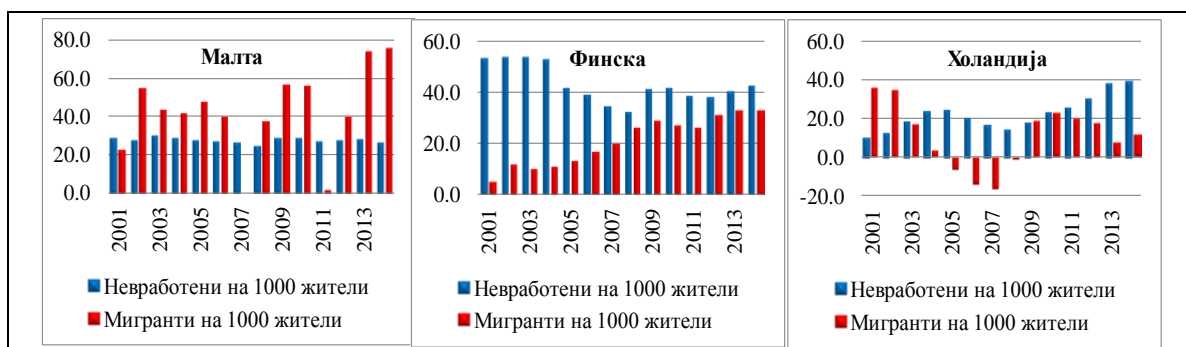
Резултатите од истражувањето на ОЕЦД (Jauer, Liebig, Martin, and Puhani, 2014), во кое се испитува улогата на миграциските движења како механизам за приспособување во услови на криза, покажуваат дека миграциските движења во Европа значително реагирале на промените на условите на пазарот на трудот. Воедно, истражувањето упатува дека постои голема веројатност за продолжување на овој миграциски тренд и во текот на наредниот период. Се очекува дека миграциските движења ќе бидат повисоки кај периферните економии, коишто заради високите одливи на работната сила, може да придонесат за намалување на јавните расходи во сферата на социјалните трансфери за невработените. Исто така, миграциските движења од периферните економии може да придонесат за намалување на нерамнотежата кај тековната сметка заради позначителното намалување на увозната побарувачка во однос на извозот од овие земји. Ефектите може да бидат уште поголеми доколку миграциските движења придонесат за зголемување на економскиот раст кај периферните земји под влијание на растот на увозната побарувачка кај земјите од јадрото од еврозоната.

Анализата на мобилноста на работната сила преку следење на нето-миграциите во еврозоната во однос на промените на бројот на невработените претставена на графиконот 11, упатува на фактот дека во периодот од 2008 до 2014 година настанаа значителни промени кај миграциските движења. Имено, како резултат на промените кај невработеноста, се согледува дека респонзивноста на пазарот на работната сила во Грција, Естонија, Ирска, Летонија, Португалија, Шпанија и Германија е зголемена. Од друга страна, во Австрија, Белгија, Луксембург, Малта, Финска и Холандија не се забележани такви движења.

Графикон 11

Движење на миграциите во однос на невработеноста кај земјите членки на ЕМУ во периодот од 2000 до 2014 година





Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/onewindowpersession.do>), пристапено во јануари 2016 година

Работната сила и нејзината улога за надминување на асиметричните економски шокови го продолжуваме со испитување на флексибилноста на платите во еврозоната. Имајќи го предвид значењето на платите како механизам за приспособување во услови на настанување асиметрични економски шокови, се насочуваме кон следење на збирното движење на индексот на номиналните плати, продуктивноста и трошоците по единица производ кај земјите членки на еврозоната.

Табела 4

Збирен раст на номиналните плати, продуктивноста и трошоците на трудот кај земјите од еврозоната во 2007 и во 2013 година

(индекс 2000=100)

	Просечни годишни номинални плати (2000 год., во евра)	Номинални плати		Продуктивност		Трошоци по единица труд	
		2007	2013	2007	2013	2007	2013
Австрија	36,813	119.4	145.1	113.7	118.3	105.7	122.9
Белгија	40,767	120.3	143.7	110.2	110.9	113.1	133.3
Германија	33,874	115.4	131.9	111.2	114.9	97.8	111.1
Грција	18,508	128.9	112.2	118.6	108.1	120.6	116.6
Естонија	7,523	231.1	302.8	150.6	164.0	159.5	190.0
Ирска	38,922	143.7	153.3	119.0	134.4	133.2	125.4
Италија	28,478	122.7	145.8	100.5	101.0	119.8	135.7
Кипар		140.3	152.9	111.2	114.4	123.9	124.6
Летонија		266.7	359.9	166.6	175.7	186.4	201.0
Луксембург	51,127	128.5	156.0	106.5	101.1	117.5	157.5
Малта		131.9	164.4	113.6	120.9	122.8	143.9
Португалија	16,579	121.7	126.1	109.2	117.1	118.9	122.5
Словачка	8,496	163.3	198.2	144.6	161.3	131.4	151.2
Словенија	17,477	184.4	223.1	130.6	128.8	121.2	133.8
Финска	34,602	135.3	164.4	117.5	114.6	108.5	135.2
Франција	31,028	124.1	141.7	110.5	114.0	114.6	129.3
Холандија	40,954	126.2	141.3	109.9	110.4	115.2	131.6
Шпанија	26,032	131.6	151.6	103.0	114.4	124.3	123.6

Извор: ОЕЦД

(http://stats.oecd.org/OECDStat_Metadata/ShowMetadata.ashx?Dataset=AV_AN_WAGE&ShowOnWeb=true&Lang=en), Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=lc_lci_r2_a&lang=en), сопствени пресметки, пристапено во ноември 2015 година

Историски гледано, од табелата 4 може да се заклучи дека во периодот од 2000 до 2007 година, постои општа тенденција на забрзан раст на номиналните плати кај помалите економии коишто подоцна се приклучиле во еврозоната. Ваквата тенденција е сосема очекувана, имајќи го предвид процесот на конвергенција на платите и цените помеѓу земјите членки на унијата. Сепак, мора да се има предвид дека порастот на номиналните плати треба да е усогласен со растот на продуктивноста. Во спротивно, економијата може да забележи намалување на конкурентноста, зголемување на надворешнотрговските нерамнотежи и пораст на инфлацијата.

Во периодот од 2000 година, па сè до кризата којашто започна во 2007 година, порастот на номиналните плати во Германија е низок и усогласен со растот на продуктивноста, поради што трошоците по единица производ беа речиси непроменети. Од друга страна, како резултат на превисокиот раст на номиналните плати, голем дел од периферните економии се соочија со значително намалување на конкурентноста, и покрај високиот раст на продуктивноста. Во Шпанија, брзиот раст на платите, проследен со инертен раст на продуктивноста, предизвика значителен пораст на трошоците по единица труд. Ваквите движења упатуваат на фактот дека флексибилноста на платите во еврозоната е ниска и не може да претставува механизам за одржување на конкурентските позиции на земјите членки, а со тоа и за надминување на платнобилансните нерамнотежи.

Со ескалацијата на економската и финансиската криза, голем број од земјите членки на еврозоната се соочија со проблеми, не само заради губењето на независната монетарна политика и политиката на девизниот курс, туку и заради отсуството на останатите механизми и инструменти за приспособување. Во периодот од воведувањето на еврото до финансиската криза, како резултат на брзиот раст на градежништвото и туризмот, вработеноста се зголемуваше, а платите растеа, но само во оние земји од еврозоната во кои придонесот на овие сектори беше поголем. По кризата, движењата во овие сектори се променија во спротивна насока, што доведе до значително намалување на платите, коешто сепак не беше доволно за да ги надомести високите трошоци на трудот и да придонесе за подобрување на конкурентноста на земјата. Меѓутоа, искуството на погодените економии со кризата покажа дека промената на релативните цени и плати може многу полесно да се спроведе преку депрецијација на националната валута отколку преку

приспособување (намалување) на номиналните плати. Така на пример, економијата на Исланд, којашто не е земја членка на еврозоната, во рамки на мерките за надминување на последиците од негативниот економски шок, преку депрецијација на девизниот курс на круната, успеа во многу кус период да ги намали платите за 25 проценти во однос на земјите од јадрото на еврозоната и на тој начин да ја зголеми конкурентноста на економијата. Потребата од такво приспособување е очигледна кај голем број периферни земји од еврозоната, но при неможност за користење на девизниот курс, процесот на надолно приспособување на платите е долготраен и најчесто е проследен со значително зголемување на стапката на невработеност.

3. Движење на капиталот и неговата поврзаност со останатите компоненти од платниот биланс

Испитувањата на капиталните движења и состојбата на тековната сметка од платниот биланс упатуваат на заклучокот дека долготрајните надворешнотрговски нерамнотежи претставуваат значителен ризик за економиите. Имено, земјите коишто подолг временски рок бележат дефицит на тековната сметка се изложени на ризик од ненадејно запирање на приливите на капитал, што негативно влијае врз финансиската стабилност на земјата. Во такви услови, макроекономското приспособување се одвива бавно и најчесто е проследено со намалување на економската активност и рецесија (Darvas, Hüttl, Merler, De Sousa, Walsh, 2013: 17).

Одржувањето висок дефицит или суфицит на тековната сметка може да доведе и до нарушување на распределбата на ресурсите и да предизвика значителни поместувања кај економската активност на секторите во економијата. Имено, во услови на одржување дефицит на тековната сметка, којшто се финансира преку финансиската сметка, секторот на неразменливи стоки и услуги остварува раст, додека секторот на разменливи стоки и услуги заостанува. При промена на капиталните текови, потребата за воспоставување на екстерната рамнотежа на економијата налага пад кај секторот на неразменливи стоки и услуги, додека секторот на разменливи стоки и услуги треба да оствари висок раст, што е возможно само доколку се развијат капацитетите за производство на разменливи стоки и услуги.

Освен ризиците за земјите коишто подолг временски период бележат дефицит, постојаниот суфицит на тековната сметка, исто така, претставува ризик за

економијата. Имено, како резултат на растот на нето девизните средства, земјата се изложува на ризици од ценовни и валутни промени коишто може да предизвикаат значителни трошоци и загуби за економијата. Воедно, постојаниот висок суфицит на тековната сметка, исто така, налага симетрично макроекономско приспособување на економијата и прераспределба на ресурсите од секторите ориентирани кон извоз, кон секторите коишто придонесуваат за раст на домашната побарувачка.

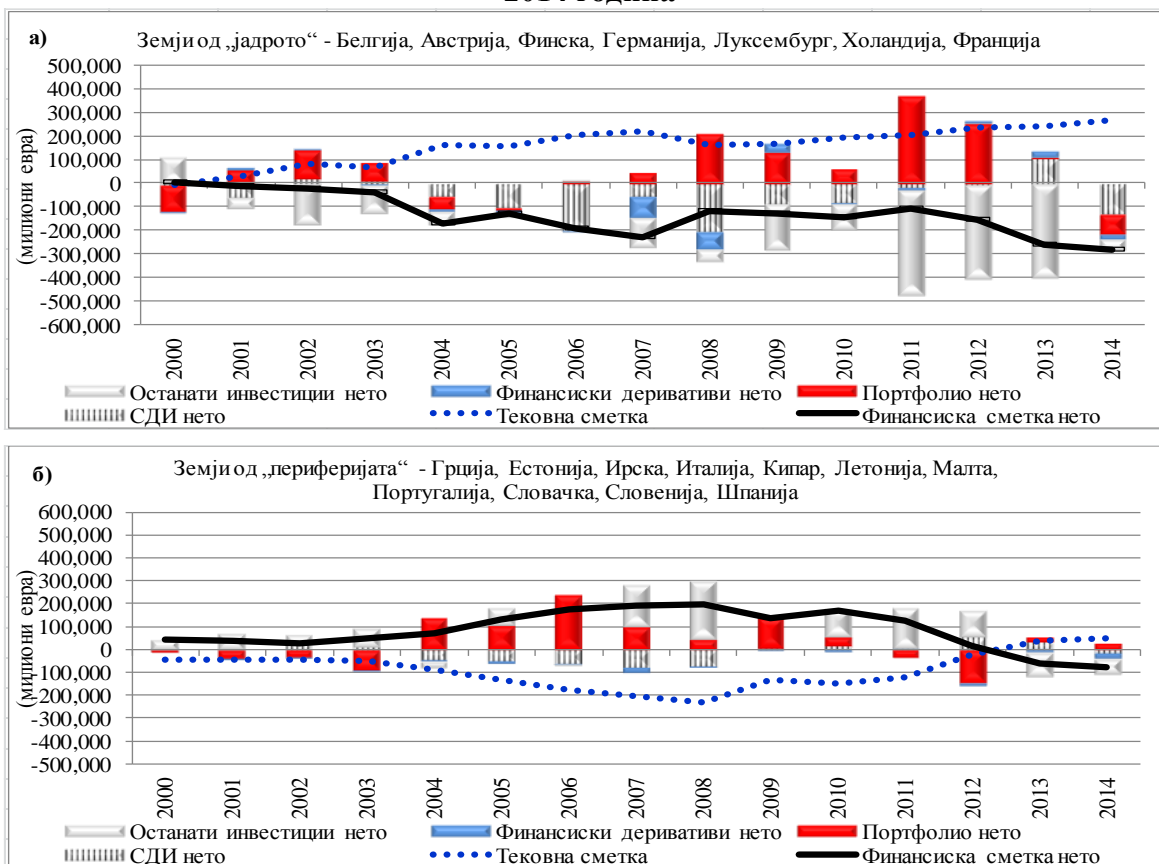
Со воспоставувањето на ЕМУ и укинувањето на валутниот ризик настанаа значителни поместувања во однос на капиталните текови помеѓу земјите членки. Иако агрегатната состојба на тековната и финансиската сметка на еврозоната не се промени и беше избалансирана во текот на целиот анализиран период, остварувањата на земјите членки укажуваат на подолготрајно одржување дивергентни позиции на финансиската и тековната сметка. Ваквите движења беа занемарувани поради ставот дека во валутната унија не е можно настанување на криза предизвикана од нерамнотежите во платниот биланс. Имено, плаќањата помеѓу земјите членки на еврозоната имаа еднаков третман како плаќањата помеѓу регионите во една земја, што произлегуваше од сфаќањето дека екстерните нерамнотежи меѓу земјите членки на краток рок може да се финансираат преку финансиските пазари, без интервенции на монетарната власт (Darvas, Hüttl, Merler, De Sousa, Walsh, 2013: 41). Оттука, во Извештајот на Европската комисија, се нагласува дека главна придобивка на ЕМУ претставува укинувањето на ограничувањата при надворешнотрговската размена помеѓу земјите членки коишто може да произлезат од нерамнотежите во платниот биланс, додека финансиските пазари треба да ја преземат улогата за прераспределбата на средствата за надминување на разликите помеѓу штедењето и инвестициите кај одделните национални економии (Commission of the European communities, October 1990: 24). Оттаму, потребата за одржување урамнотежен платен биланс кај земјите членки беше занемарена и не беше вклучена во групата критериуми за влез во ЕМУ.

Во текот на првите години по воспоставувањето на валутната унија, капиталните текови помеѓу земјите членки на еврозоната се засилија. Движењата на тековната сметка и на компонентите на финансиската сметка се претставени на графиконот 12а, за земјите од „јадрот“ и на графиконот 12б, за земјите од „периферијата“.

Следејќи ја состојбата на тековната сметка (сината испрекината линија), може да се заклучи дека постојат сосема спротивни движења помеѓу земјите членки. Како резултат на позитивните остварувања во размената со странство, земјите од јадрото на еврозоната постојано одржуваа висок суфицит на тековната сметка. Финансиската сметка, пак, како пандан на тековната сметка, кај земјите од јадрото на еврозоната постојано беше во дефицит, за разлика од земјите на периферијата коишто обезбедуваа финансирање на дефицитот на тековната сметка преку финансиската сметка. Во рамките на финансиската сметка, најзначајните текови се остваруваа преку портфолио-инструментите, особено преку должничките инструменти, додека странските директни инвестиции (СДИ) имаа многу помало учество.

Графикон 12

Движење на тековната сметка и компонентите на финансиската сметка кај земјите од „јадрото“ и „периферијата“ на еврозоната во периодот од 2000 до 2014 година



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_ext_intpos&lang=en), пристапено во февруари 2016 година

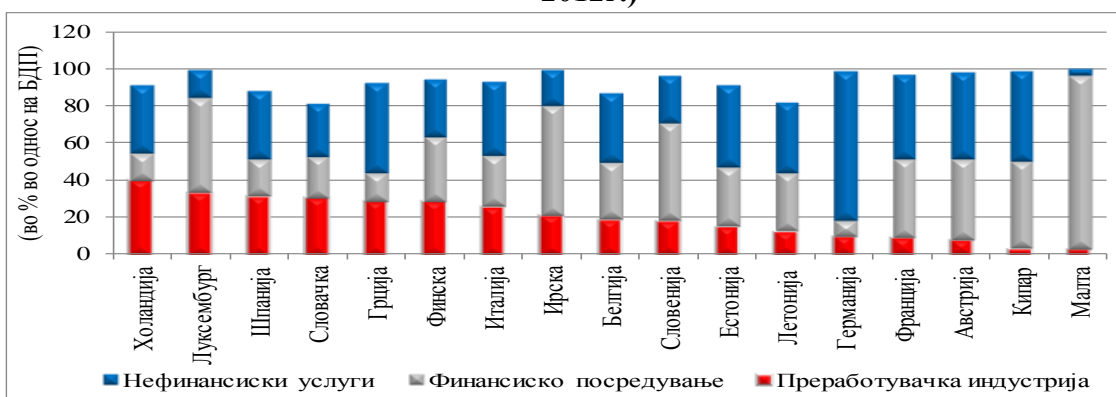
Податоците за движењето на СДИ помеѓу земјите членки на ЕМУ, преземени од Еуростат, упатуваат на заклучокот дека постои значителна географска

концентрација на СДИ помеѓу некои земји еврозоната дури и по воспоставувањето на ЕМУ. Најголемиот дел од инвестициите во еврозоната се насочени од и кон најразвиените економии: Белгија, Германија, Шпанија, Франција, Италија и Луксембург, што во голем дел е резултат на традиционално високата меѓусебна соработка помеѓу овие економии. Во истиот период, приливот на СДИ кон останатите земји членки практично целосно изостана. Главна причина за пониските инвестиции во овие земји се: слабата инфраструктура, обемената државна администрација, неразвиените производни услуги и квалификации на вработените, коишто ја намалуваат стапката на поврат на инвестициите, а со тоа и интересот на инвеститорите.

До слични сознанија се доаѓа и доколку се анализираат состојбите на СДИ по земји. Со воведувањето на еврото како единствена валута, обемот на СДИ во ЕУ се зголеми за повеќе од трипати, но согласно со податоците од Унктадстат⁹, во просек, 75 проценти од СДИ беа насочени кон Белгија, Германија, Франција, Холандија и Шпанија. Паралелно на ова, истите земји беа главните извозници на капитал, со просечно учество од околу 81 процент од СДИ.

Од аспект на структурата, СДИ може да се разделат на три основни групи: преработувачка индустрија, финансиско посредување и останати нефинансиски услуги¹⁰.

Графикон 13
Секторска распределба на СДИ по земји членки на еврозоната (просек од 2008-2012г.)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_fdi_pos_r2&lang=en), пристапено ноември 2015 година

⁹ Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock, annual, 1970-2015, <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740>

¹⁰ Нефинансиските услуги се утврдени како разлика помеѓу вкупните услуги и финансиското посредување.

Секторската анализа на СДИ помеѓу земјите во ЕУ за периодот од 2008 до 2012 година¹¹, претставена на графиконот 13, упатува на фактот дека интересот за инвестирање во преработувачката индустрија е релативно мал, за разлика од инвестициите во нефинансиските услуги, коишто во изминатите неколку години остварија висок раст кај некои земји членки на еврозоната. Сепак, дури и во рамките на оваа генерална поделба, може да се утврдат големи разлики. Имено, според податоците од Еуростат, во периодот од 2008 до 2012 година, најголемиот дел од приливот на капитал во Холандија (над 30 проценти од БДП) беше насочен кон преработувачката индустрија, додека најголеми приливи во секторот на финансиското посредување остварија Малта, Ирска, Словенија, Луксембург и Кипар (над 45 проценти од БДП). Во истиот период, во секторот на нефинансиските услуги Германија има остварено најмногу приливи на капитал од над 80 проценти од БДП.

Различната секторска застапеност и високата непостојаност на капиталните текови, особено на СДИ, придонесе за зголемување на ранливоста на економиите на земјите членки. Со ескалацијата на финансиската криза во 2008 година, приливите врз основа на портфолио-инвестициите кај периферните земји членки ненадејно се намалија, а во 2011 и 2012 година забележаа негативни движења, што е прикажано на графиконот 12б. Ваквиот развој доведе до засилување на кризата во еврозоната, при што странските инвеститори го изгубија интересот за инвестирање во должничките инструменти издадени од земјите од периферијата. Во рамките на финансиската помош и инструментите за обезбедување ликвидност на ЕЦБ беа преземени голем број мерки и беа активирани повеќе инструменти со кои делумно беа неутрализирани високите одливи на средства од периферните земји.

Во таа смисла, од аспект на исполнувањето на критериумите за оптималните валутни зони, може да се заклучи дека движењето на капиталот и состојбата на екстерната сметка на земјите членки во еврозоната не обезбедуваат можност за целосно и извесно надминување на негативните економски шокови.

4. Трговска размена – отвореност на економијата

Теоријата на оптималните валутни зони упатува на фактот дека земјите коишто остваруваат висок обем на меѓусебна размена имаат поголема предност од

¹¹ Последни расположливи податоци.

прифаќањето единствена заедничка валута, поради тоа што, според Меккинон, во услови на висока отвореност на економијата, девизниот курс станува сè понеефикасен инструмент на монетарната политика. Имено, кај поотворените економии, флукуациите на девизниот курс истовремено предизвикуваат промени кај цените на увезените стоки и услуги, што неповолно влијае врз стабилноста на цените во земјата. Покрај одржувањето на стабилноста на цените, единствената валута придонесува и за зголемување на обемот на трговијата, забрзување на процесот на ценовната конвергенција и воопшто, за засилување на економските врски помеѓу земјите членки на унијата.

Следејќи го показателот за отвореноста на економијата, односно вкупната вредност на увозот и извозот во однос на БДП на земјата (Bayomi, Eichengreen, 1997:763), претставен во табелата 5, може да се заклучи дека економиите од еврозоната имаат различен степен на отвореност, така што како многу отворени економии се диференцираат: Луксембург, Малта, Ирска, Словенија, Естонија, додека во групата позатворени економии спаѓаат: Франција, Италија, Шпанија и Германија.

По правило, помалите економии се поотворени од поголемите економии, поради ограниченоста на локалните пазари и на националните ресурси. Оттаму, заради високото релативно учество на надворешнотрговската размена и можноста за намалување на флукуациите на цените, придобивките од влегувањето во монетарната унија се поголеми кај помалите економи, што воедно овозможува и намалување на трошоците при трансакциите со трговските партнери.

Табела 5

Отвореност на земјите од еврозоната, пресметана како вкупна вредност на увозот и извозот во однос на БДП на земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2013 година

(по тековни цени, во евра)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Белгија	153	152	148	142	147	153	158	161	168	145	158	169	171	170
Германија	66	68	67	68	72	77	85	87	90	80	90	96	98	95
Естонија	173	162	149	146	153	162	156	143	146	122	149	172	181	175
Ирска	182	184	170	151	152	151	149	152	158	164	181	184	191	
Грција	63	61	56	52	55	56	58	62	63	50	54	58	59	61
Шпанија	61	60	57	55	56	57	59	61	59	50	57	63	65	66
Франција	57	56	53	51	52	53	55	55	56	49	53	57	57	56
Италија	53	52	50	48	50	52	56	58	58	48	55	59	59	58
Кипар	111	111	104	96	99	100	100	103	103	87	90	91	90	89
Летонија	91	94	92	97	104	111	112	105	100	89	108	122	127	121
Луксембург	279	276	262	250	281	286	309	320	334	293	311	326	325	319
Малта	185	159	159	154	155	153	182	186	185	166	182	191	200	182
Холандија	135	129	122	120	125	131	138	140	144	130	149	159	168	167

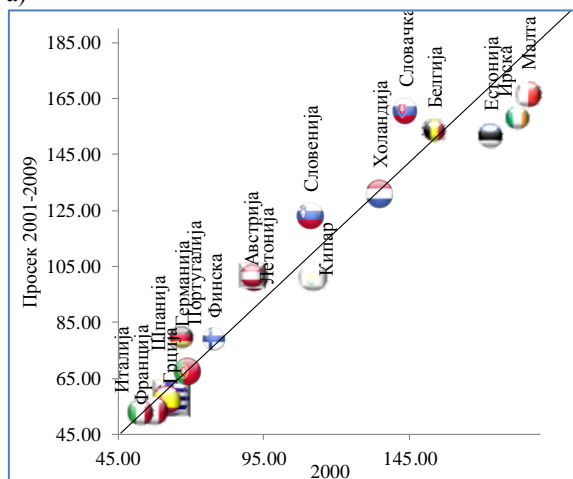
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Австрија	91	94	93	93	99	104	108	112	113	96	104	112	111	110
Португалија	69	66	64	62	64	65	70	72	75	63	70	76	78	80
Словенија	111	111	109	108	117	125	134	141	138	117	132	144	147	150
Словачка	143	154	150	154	152	157	173	175	169	142	161	178	188	189
Финска	78	74	72	71	73	79	86	87	90	73	79	83	82	80

Извор: Собствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>), пристапено во декември 2015 година

На графиконот 14а се прикажани промените кај показателот на отвореноста кај земјите членки на еврозоната, во периодот непосредно по воведувањето на еврото, сè до 2009 година, кога дојде до значителен пад на надворешнотрговската размена. Притоа, вредностите на кои се позиционирани на линијата којашто го прави аголот од 45°, укажуваат дека степенот на отвореноста на економиите не се променил до 2009 година. Вредностите коишто се под или над линијата упатуваат на намалување, односно на зголемување на показателот на отвореноста. Визуелниот впечаток од графиконот 14а, упатува на фактот дека постојат значителни разлики помеѓу земјите членки во однос на показателот на отвореноста, со оглед на тоа што тој варира од 48% во Италија, до 166% во Малта. Воедно, во периодот од 2001 до 2009 година, просечното учеството во надворешнотрговската размена на помалите економии е намалено или, пак, непроменето, додека мал број економии оствариле речиси незначителни подобрувања. Во групата земји коишто оствариле зголемување на отвореноста влегуваат: Германија, Австрија, Словенија и Словачка. Од друга страна, во овој период може да се забележи намалување на отвореноста на: Естонија, Ирска, Кипар, Италија, Франција, Шпанија и Грција.

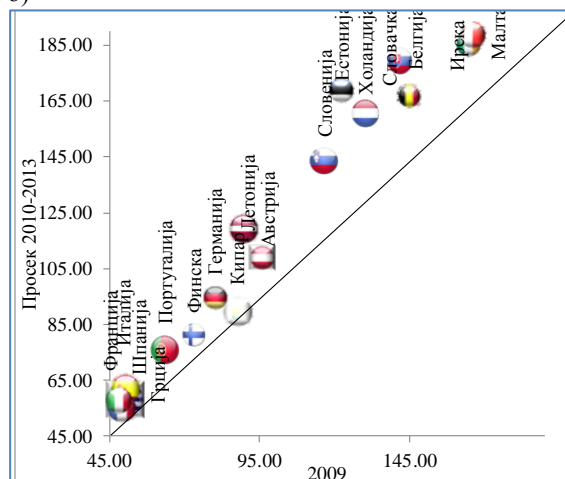
Промени кај показателот за отвореноста кај земјите членки на еврозоната во периодот пред и по финансиската криза

Графикон 14
а)



Собствени пресметки врз основа

Графикон 14
б)



на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>), пристапено во декември 2015 година

Забележаното намалување на отвореноста кај некои земји членки на еврозоната се објаснува со разликите кај продуктивноста и конкурентноста, коишто беа истакнати погоре, како и на различните ефекти од макроекономските политики врз поодделните економии, коишто доведоа до зголемување на нерамнотежата помеѓу земјите членки на унијата. Оттаму, во текот на анализираниот период, голем дел од овие економии се соочуваа со постојани и растечки екстерни нерамнотежи коишто, заради неможноста за спроведување на депрецијација на сопствената валута или за преземање на автономни монетарни мерки за подобрување на сопствената конкурентност, забележаа значително зголемување на увозот во однос на извозот, особено кај Грција, Кипар, Португалија и Шпанија.

Табела 6

Трговски биланс како процент од БДП кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2013 година

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Белгија	2.9	3.6	5.7	5.4	4.9	3.9	3.8	3.8	0.9	2.7	2.1	0.8	1.1	1.7
Германија	0.3	2.0	4.5	3.9	5.0	5.2	5.6	7.0	6.3	4.9	5.6	5.2	5.9	6.1
Естонија	-3.6	-2.5	-7.4	-7.5	-7.0	-6.5	-10.2	-9.2	-4.0	5.5	6.5	2.1	-0.7	0.8
Ирска	13.4	15.5	17.2	16.0	14.9	11.7	9.6	9.0	9.0	16.0	18.6	21.6	24.2	23.4
Грција	-13.5	-13.2	-13.5	-12.3	-10.1	-9.3	-11.4	-14.1	-14.5	-11.5	-9.3	-8.1	-4.8	-2.6
Шпанија	-3.1	-2.5	-2.1	-2.4	-4.0	-5.3	-6.4	-6.7	-5.8	-1.9	-2.2	-1.1	0.7	2.4
Франција	1.0	1.1	1.5	0.9	0.4	-0.6	-1.0	-1.5	-2.1	-1.8	-2.3	-3.0	-2.2	-2.0
Италија	1.0	1.4	0.9	0.5	0.7	-0.1	-0.8	-0.3	-0.8	-0.5	-1.9	-1.4	1.1	2.5
Кипар	0.9	2.1	-1.5	-1.2	-2.4	-2.5	-3.7	-6.2	-11.1	-5.7	-6.2	-4.4	-3.2	1.5
Летонија	-7.1	-9.6	-9.8	-12.6	-15.6	-14.5	-21.6	-20.1	-13.7	-1.5	-1.4	-4.8	-3.9	-1.9
Луксембург	21.0	17.6	19.6	23.8	24.2	25.5	30.8	32.3	30.0	31.0	30.8	30.4	29.1	32.7
Малта	-7.8	-2.2	3.7	0.2	-2.3	-3.1	-4.8	-1.2	-1.8	-2.3	-0.6	2.9	4.5	5.0
Холандија	5.5	5.8	6.5	6.3	7.4	8.5	7.7	8.2	8.3	7.0	8.1	8.6	8.4	10.2
Австрија	1.7	2.2	4.8	3.5	3.8	4.0	5.1	5.7	5.8	4.5	4.4	3.0	3.2	4.7
Португалија	-11.0	-10.2	-8.3	-6.8	-8.3	-9.4	-8.7	-8.0	-10.1	-7.4	-7.7	-4.4	-0.6	1.0
Словенија	-3.5	-0.8	1.2	-0.2	-1.3	-0.4	-0.5	-1.7	-2.5	2.2	1.5	1.5	4.8	6.7
Словачка	-2.6	-8.1	-7.3	-1.9	-2.8	-4.7	-4.0	-1.1	-2.4	-0.5	-0.2	0.5	5.2	6.3
Финска	9.1	9.4	9.2	6.8	6.5	4.1	4.7	5.1	3.8	1.6	1.3	-0.7	-1.0	-0.1
Еврозона	0.6	1.4	2.4	1.9	2.0	1.4	1.1	1.4	0.9	1.3	1.3	1.4	2.6	3.4

Извор: Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_ex1_c&lang=en), пристапено февруари 2016 година

Различните остварувања на земјите членки од аспект на надворешнотрговската размена кај земјите членки, одржувањето високи дефицити,

односно суфицити кај трговскиот биланс и кај тековната сметка на билансите на плаќање, прикажани во табелата 6 и во табелата 7, долго време беа занемарувани или се сметаа за неважни заради можноста за обезбедување финансиски средства и кредити преку пазарите, по ниски и достапни цени. Оваа состојба наеднаш се промени како резултат на финансиската криза, што доведе до зголемување на согледувањата за ризик на пазарите, а земјите од еврозоната коишто имаа високи дефицити и долгови се соочија со „ненадејно запирање“ на капиталните приливи, па дури и со капитални одливи.

Табела 7

Тековна сметка на платниот биланс како процент од БДП кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2014 година

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Белгија	4	3	4	3	3	2	2	1	-1	-1	2	-1	-2	0	1
Германија	-2	0	2	2	5	5	6	7	6	6	6	6	7	6	8
Естонија	-5	-5	-11	-11	-11	-10	-15	-16	-9	3	2	0	-2	-1	0
Ирска	0	-1	-1	0	-1	-3	-3	-5	-6	-2	1	1	4	6	6
Грција	-7	-7	-6	-6	-6	-7	-11	-14	-14	-11	-10	-10	-2	1	1
Шпанија	-4	-4	-3	-3	-5	-7	-9	-10	-9	-5	-4	-4	-1	1	1
Франција	1	2	1	1	1	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-1
Италија	-1	0	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-3	-2	-3	-3	0	1	2
Кипар	-5	-3	-3	-2	-5	-5	-6	-8	-14	-10	-9	-3	-6	-3	-5
Летонија	-4	-6	-5	-7	-12	-12	-21	-21	-13	9	3	-2	-2	-2	-3
Луксембург	12	8	10	8	12	11	10	10	8	7	7	6	6	5	5
Малта	-12	-4	2	-3	-6	-8	-9	-4	-1	-7	-5	-2	1	3	3
Холандија	2	2	2	5	7	6	8	6	4	6	7	9	11	11	11
Австрија	-1	-1	3	2	2	2	3	4	5	3	3	2	2	1	1
Португалија	-10	-10	-8	-6	-8	-10	-11	-10	-12	-10	-10	-6	-2	1	1
Словенија	-3	0	1	-1	-3	-2	-2	-4	-5	-1	0	0	3	6	6
Словачка	-3	-8	-8	-1	-8	-8	-7	-5	-6	-4	-4	-2	2	1	0
Финска	8	9	9	5	6	4	5	5	3	3	2	-1	-1	-1	-1
Еврозона	-1	0	1	0	1	0	0	0	-1	0	1	1	2	3	3

Извор: Еуростат (www.eurostat.europa.eu), пристапено февруари 2016 година

Со цел да се надминат негативните последици од кризата и да се решат проблемите поврзани со функционирањето на монетарната унија, ЕУ презеде бројни мерки за финансиска поддршка на земјите коишто беа придружени со притисоци за нивно фискално приспособување, потоа мерки за реформи на пазарите на работната

сила и зголемување на конкурентноста, додека ЕЦБ обезбеди дополнителни средства за поддршка на банките. Преземените мерки имаа одредено позитивно влијание за заживување на надворешнотрговската размена, што може да се согледа и преку графиконот 14б, на којшто е прикажан генералниот тренд за зголемување на отвореноста на економиите на земјите членки на еврозоната во периодот од 2010 до 2013 година.

Сепак, од аспект на исполнувањето на теоретските претпоставки за влез во оптимална валутна зона, може да се заклучи дека постојат големи структурни разлики кај земјите членки на еврозоната коишто доведуваат до различен степен на отвореност на економиите и неможност за користење на предностите од влезот во валутната унија. Како и кај претходните критериуми, согледувањата се дека периферните економии со соочуваат со проблеми и трошоци коишто ги надминуваат предностите од елиминацијата на трансакциските трошоци, што се согледува преку бавен раст на обемот на трговијата и на економските врски помеѓу земјите членки на унијата.

5. Стабилност на цените

Примарното значење на ценовната стабилност како основна цел на монетарната политика произлегува од широко прифатениот консензус дека одржувањето ниска и стабилна стапка на инфлација придонесува за поттикнување на инвестициите и економскиот раст и позитивно влијае врз распределбата на ресурсите и зголемувањето на продуктивниот потенцијал на целата економија.

Влијанието на стапката на инфлацијата врз економскиот раст на земјите е испитувано од страна на повеќе автори. Баро (Barro, 1997: 69), професор на универзитетот во Харвард, ја испитувал врската помеѓу инфлацијата и економскиот раст користејќи статистички податоци за 100 земји во периодот од 1960 до 1990 година. Резултатите од студијата упатуваат дека зголемувањето на стапката на инфлацијата за 10 процентни поени предизвикува намалување на реалниот раст на БДП за 0,2 до 0,3 процентни поени годишно, додека инвестициите се намалуваат за 0,4 до 0,6 процентни поени во однос на БДП. Според студијата, одржувањето на стапката на инфлацијата на ниво од околу 10 проценти на годишни ниво, придонесува за намалување на нивото на реалниот БДП за 4 до 7 процентни поени за период од 30 години. До слични сознанија дошле и неколку други автори. Имено,

Андрес и Хернесто (Andres, Hernendo, 1995, сп. Bukovski, 2006: 11) го анализирале влијанието на инфлацијата врз економскиот раст кај земјите членки на ОЕЦД и дошле до заклучок дека со намалувањето на стапката на инфлацијата за еден процентен поен, може да се постигне зголемување на БДП за 0,5 до 2,5%. Гош и Филипс (Gosh, Philips, 1998, сп. Bukovski, 2006: 11) спровеле истражувања коишто се однесувале на движењето на реалниот БДП по жител и просечната стапка на инфлацијата кај 145 земји за период од 1960 до 1996 година. Резултатите од нивните испитувања упатуваат на заклучокот дека инфлацијата од 2,5 проценти претставува праг чиешто пречекорување предизвикува негативна поврзаност помеѓу стапката на инфлацијата и економскиот раст. Стенли Фишер (Fisher, 1993, сп. Bukovski, 2006: 11) го испитувал влијанието на индексот на потрошувачките цени кај 93 земји, при што го потврдил негативното влијание на инфлацијата врз економскиот раст, инвестициите и продуктивноста.

Имајќи ги предвид бројните емпириски истражувања, сосема разбирлива е основната цел на ЕЦБ за одржување на ценовната стабилност на среден рок. Според Договорот за функционирањето на ЕУ, ЕЦБ ја поддржува општата економска политика на унијата и придонесува за остварување на целите на унијата, без да го загрози остварувањето на основната цел за одржување на ценовната стабилност. Експлицитноста на вака утврдената цел многу јасно е претставена преку зборовите на претседателот на ЕЦБ, Жан-Клод Трише, кој вели: „Ние имаме само една насока на компасот, а тоа е ценовната стабилност“. Ценовната стабилност се дефинира како годишна промена на хармонизираниот индекс на потрошувачки цени којашто не треба да надмине 2 процента на среден рок.

Исто така, значајна претпоставка за функционирањето на ЕМУ претставува и усогласеноста на стапките на инфлацијата кај земјите членки, поради тоа што разликите помеѓу стапките на инфлацијата претставуваат значителен ризик за економиите, особено ако произлегуваат од структурни разлики или ако се предизвикани од различни макроекономски политики, на што упатуваа Флеминг и Мањифико. Од тие причини, усогласеноста на стапката на инфлацијата претставува и еден од критериумите за влез во ЕМУ. Имено, согласно со Договорот од Мастрихт, критериумот за одржување на стабилноста на цените се пресметува како аритметичка средина од просечните стапки на инфлацијата на трите држави со најдобри показатели за инфлацијата, зголемена за 1,5 процентни поени. Државата

којашто има стапка на инфлација повисока од вака утврдената референтна вредност, не го исполнува овој номинален критериум за конвергенција.

Анализата на индексот на потрошувачките цени во периодот од 2000 до 2014 година упатува на фактот дека сè до 2008 година, инфлацијата во рамки на еврозоната флукутирала блиску до посакуваното ниво коешто поранешниот претседател на ЕЦБ, Жан-Клод Трише¹², го опишува со зборовите: „...остварувањата искажани како цифри звучат погласно од зборови. Дозволете ми да споменам еден број – 2,01 процент, просечна стапка на инфлација во еврозоната од 1999 година до денес, во период од речиси 13 години, период во кој цената на нафтата значително се зголеми“. Меѓутоа, во наредните години, по ескалацијата на финансиската криза, движењето на стапката на инфлацијата значително флукутира и отстапуваше од утврдената граница од 2 процента. Имено, како резултат на стагнацијата во еврозоната, во 2015 година индексот на потрошувачките цени забележа надолни движења коишто посочуваат на засилени дефлациски движења. По долгата рецесија, производниот јаз и натаму беше висок, а очекувањата за наредниот среднорочен период упатуваат дека економската активност ќе се движи под потенцијалот. Истовремено, на крајот на 2015 година, стапката на невработеност сосема благо се намали во однос на историски највисокото ниво во 2013 година и изнесува 10,9 проценти, што упатува на продолжување на трендот на пад на личната потрошувачка. Воедно, мерките на европските лидери за справување со кризата во еврозоната дополнително придонесоа за зголемување на дефлациските притисоци. Заради потребата за спроведување интерна девалвација кај периферните земји членки, овие мерки во најголем дел беа насочени кон зголемување на флексибилноста на пазарот на работната сила и намалување на платите и цените. Во прилог на очекувањата за одржување на дефлациските притисоци во еврозоната се и движењата на кредитниот и депозитниот пазар. Како резултат на финансиското раздолжување и процесот на докапитализација на банките, финансиските услови во еврозоната се влошија, што неповолно влијаеше врз растот на кредитите и депозитите.

Сите овие фактори придонесоа за отстапување на стапката на инфлацијата во еврозоната во однос на утврденото ниво од 2 процента, како и во однос на

¹² Жан-Клод Трише, воведна изјава на состанокот на Комитетот за економски и монетарни прашања на Европскиот парламент во Брисел, октомври 2011 година. Достапно на: www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111004.en.html

критериумот од Мастрихт којшто предвидува усогласено движење на стапката на инфлацијата кај земјите членки, во максимален распон од 1,5 процентни поени од просекот на земјите членки со најниска инфлација.

Доколку се анализира состојбата по земји, од табелата 8 може да се заклучи дека остварувањата на инфлацијата, изразени преку годишни промени на индексот на потрошувачки цени значително се разликуваат.

Табела 8

Движење на годишната промена на индексот на потрошувачки цени кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година
(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Австрија	2.0	2.3	1.7	1.3	2.0	2.1	1.7	2.2	3.2	0.4	1.7	3.6	2.6	2.1	1.5	0.8
Белгија	2.7	2.4	1.6	1.5	1.9	2.5	2.3	1.8	4.5	0.0	2.3	3.4	2.6	1.2	0.5	0.6
Германија	1.4	1.9	1.4	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.8	0.2	1.2	2.5	2.1	1.6	0.8	0.1
Грција	2.9	3.7	3.9	3.4	3.0	3.5	3.3	3.0	4.2	1.3	4.7	3.1	1.0	-0.9	-1.4	-1.1
Естонија	3.9	5.6	3.6	1.4	3.0	4.1	4.4	6.7	10.6	0.2	2.7	5.1	4.2	3.2	0.5	0.1
Ирска	5.3	4.0	4.7	4.0	2.3	2.2	2.7	2.9	3.1	-1.7	-1.6	1.2	1.9	0.5	0.3	0.0
Италија	2.6	2.3	2.6	2.8	2.3	2.2	2.2	2.0	3.5	0.8	1.6	2.9	3.3	1.3	0.2	0.1
Кипар	4.9	2.0	2.8	4.0	1.9	2.0	2.2	2.2	4.4	0.2	2.6	3.5	3.1	0.4	-0.3	-1.5
Летонија	2.6	2.5	2.0	2.9	6.2	6.9	6.6	10.1	15.3	3.3	-1.2	4.2	2.3	0.0	0.7	0.2
Луксемб.	3.8	2.4	2.1	2.5	3.2	3.8	3.0	2.7	4.1	0.0	2.8	3.7	2.9	1.7	0.7	0.1
Малта	3.0	2.5	2.6	1.9	2.7	2.5	2.6	0.7	4.7	1.8	2.0	2.5	3.2	1.0	0.8	1.2
Португал.	2.8	4.4	3.7	3.3	2.5	2.1	3.0	2.4	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.8	0.4	-0.2	0.5
Словачка	12.2	7.2	3.5	8.4	7.5	2.8	4.3	1.9	3.9	0.9	0.7	4.1	3.7	1.5	-0.1	-0.3
Словенија	8.9	8.6	7.5	5.7	3.7	2.5	2.5	3.8	5.5	0.9	2.1	2.1	2.8	1.9	0.4	-0.8
Финска	2.9	2.7	2.0	1.3	0.1	0.8	1.3	1.6	3.9	1.6	1.7	3.3	3.2	2.2	1.2	-0.2
Франција	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	1.9	1.9	1.6	3.2	0.1	1.7	2.3	2.2	1.0	0.6	0.1
Холандија	2.3	5.1	3.9	2.2	1.4	1.5	1.7	1.6	2.2	1.0	0.9	2.5	2.8	2.6	0.3	0.2
Шпанија	3.5	2.8	3.6	3.1	3.1	3.4	3.6	2.8	4.1	-0.2	2.0	3.1	2.4	1.5	-0.2	-0.6
Еврозона	2.2	2.4	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	3.3	0.3	1.6	2.7	2.5	1.3	0.4	0.0
Граница на стапката на инфлација	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Рефер. вр. критериум од Мастрихт	3.3	3.1	2.6	2.7	2.2	2.5	2.9	2.8	4.1	1.5	2.4	3.1	3.1	1.8	1.3	0.6

Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>), пристапено во март 2016 година

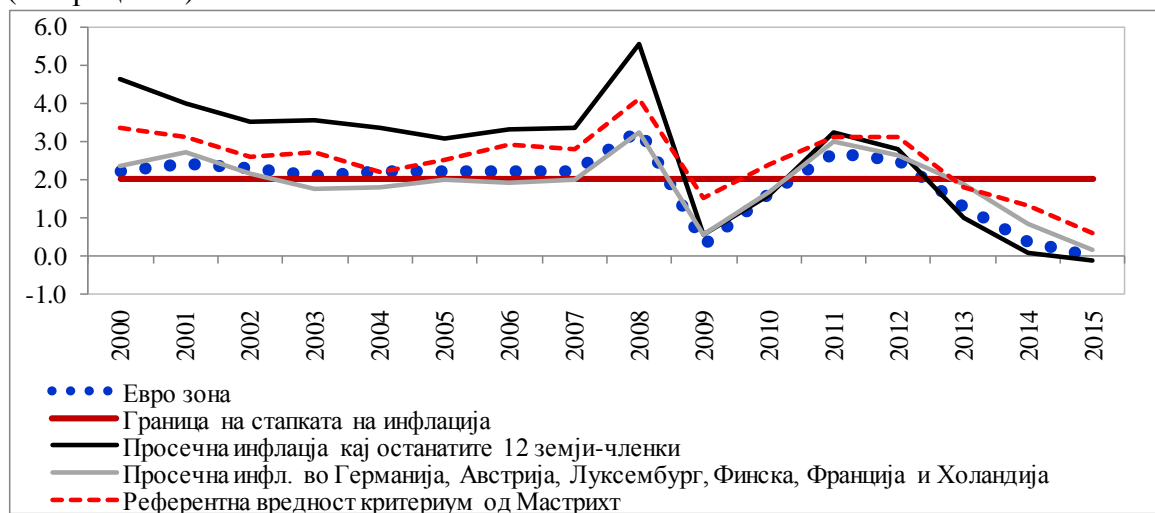
Потемнетите полиња во табелата посочуваат дека еден дел од земјите членки постојано одржуваа повисоки стапки на инфлацијата во однос на утврдената

референтна вредност со критериумот од Мастрихт. Исто така, со ескалацијата на финансиската криза отстапувањата кај стапките на инфлацијата значително се зголемија, како резултат на структурните разлики помеѓу земјите членки, но и заради различните ефекти од преземените макроекономски мерки. На графиконот 15 е прикажана разликата на просечната стапка на инфлацијата на Австрија, Германија, Луксембург, Финска, Франција и Холандија, во однос на остварувањата на останатите 12 земји членки.

Графикон 15

Годишната промена на индексот на потрошувачки цени во однос на утврдената горна граница кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>)

Од графиконот може да се забележи дека во периодот од 2000 до 2008 година, оваа разлика е значителна и изнесува околу 100 базични поени, во просек. Основните причини за високите отстапувања кај стапките на инфлацијата произлегуваат од фактот што земјите членки на еврозоната се наоѓаа во различни фази од економските циклуси. Во тој период, германската економија се соочуваше со проблемот на пад на конкурентноста како последица на процесот на обединувањето на Источна и Западна Германија и со потребата за спроведување воздржани политики на платите и цените. Во периферните земји, стапката на инфлацијата се одржуваше на нивото од 3 проценти, во просек и беше значително повисока од инфлацијата во Германија, којашто просечно изнесуваше 2,09 проценти за целиот период. Оваа разлика имаше позитивни ефекти за натамошно зголемување на конкурентноста на економијата на Германија.

Од друга страна, во периодот пред ескалацијата на светската финансиска и економска криза, како резултат на високиот кредитен раст и пониските реални каматни стапки, во периферните земји членки дојде до забрзан раст на потрошувачката и инвестициите. Како последица на овие движења, цените на недвижнините и рентите се зголемуваа, инфлацијата растеше, а реалните каматни стапки постојано се намалуваа.

Во периодот по ескалацијата на кризата во 2008 година, состојбата се промени. Периферните земји членки се соочија со проблемот на конкурентноста и со потребата за одржување на инфлацијата блиску до нулата, во услови кога инфлацијата во Австрија, Германија, Луксембург, Финска, Франција и Холандија се одржуваше околу 1,3 проценти (2009–2015). Во периодот на справување со должничката криза, инфлацијата кај периферните земји членки краткотрајно се зголеми под влијание на зголемувањето на даноците, што беше предвидено во рамките на пакетот мерки за справување со фискалните дефицити. Со исцрпувањето на ефектите од зголемувањето на даноците, повторно беше забележано намалување на стапката на инфлацијата којашто во 2015 година кај периферните земји изнесува - 0,1 проценти, во просек.

Различните остварувања кај стапките на инфлацијата го отворија прашањето за адекватноста на единствената монетарна политика (англ. one-size-fits-all) за сите земји членки. Имено, ЕЦБ номинално ја утврдува каматната стапка којашто важи за сите земји на еврозоната, при што кај земјите со повисока инфлација, ваквата политика подразбира пониски, во одредени случаи дури и негативни реални каматни стапки, а за земјите со ниска инфлација, обезбедува повисоки и позитивни реални каматни стапки. Колку е пониска домашната реална каматна стапка (единствената заедничка каматна стапка намалена за домашната инфлација), толку е повисока мотивацијата за зголемување на економската активност, но и за раст на домашната инфлација.

Остварувањата кај инфлацијата на ниво на еврозоната и поодделно од страна на земјите членки, упатуваат на одредени проблеми коишто го попречуваат исполнувањето на уште еден критериум за оптималните валутни зони. Од тие причини, со цел да се обезбеди одржување на инфлацијата во еврозоната блиску до таргетираното ниво, покрај мерките на монетарната политика, беа преземени и поголем број макропрudentни мерки, насочени кон стабилизирање на кредитниот

раст, обезбедување оптимална распределба на ресурсите и поттикнување на економскиот раст.

6. Фискална стабилност

Искуствата на земјите членки за време на последната финансиска криза упатуваат на фактот дека економската структура на ЕМУ е хетерогена и значително чувствителна на асиметрични економски шокови. Покрај аргументите на Френкел и Роуз дека со создавањето на еврозоната ќе се поттикне надворешнотрговската размена помеѓу земјите членки и како резултат на тоа, ќе се постигне поголема синхронизираност на економските циклуси, специфичните економски шокови, ниската мобилност на факторите на производството, ригидноста на платите и цените и релативно слабите економски остварувања на периферните земји членки на еврозоната, претставуваат значајни аргументи коишто упатуваат на фактот дека таа сè уште не претставува оптимална валутна зона. Ваквата состојба ја наложи потребата за воспоставување механизми или институции коишто треба да обезбедат одржлив и синхронизиран раст во рамките на унијата. Имајќи ја предвид централизираната поставеност на монетарната политика, ЕЦБ беше соочена со тежок предизвик: да спроведува единствена монетарна политика којашто ќе биде соодветна за сите земји членки, во услови кога тие се наоѓаа во сосема различни фази од економските циклуси.

За разлика од поставеноста на монетарната политика којашто е централизирана, фискалните политики на земјите членки се децентрализирани и несинхронизирани. Спротивно на поголемиот број федерални држави во кои управувањето со фискалната политика е централизирано со прецизно поставени буџетски ограничувања за федералните единици, во ЕУ владите на земјите членки суверено одлучуваат за своите фискални политики, со единствена обврска да ги почитуваат воспоставените ограничувања во поглед на висината на буџетскиот дефицит и вкупниот јавен долг на земјата, согласно со Договорот од Мастрихт и Пактот за стабилност и раст. Референтната вредност за буџетскиот дефицит е 3 проценти од БДП, додека висината на јавниот долг не треба да надмине 60 проценти од БДП. Покрај тоа, Пактот за стабилност и раст предвидува земјите членки да остваруваат и да одржуваат фискални позиции коишто се блиску до рамнотежните или на среден рок да остваруваат буџетски суфицит. Поставените ограничувања

произлегуваат од неповолните остварувања на дел од земјите коишто пред приклучувањето кон ЕМУ, се соочуваа со структурни проблеми и буџетски дефицити што создаваше ризик како за самите земји членки, така и за монетарната унија, воопшто. Високиот буџетски дефицит и јавен долг води кон истиснување на приватната потрошувачка и инвестициите, со што се ограничуваат можностите за раст на економијата. Преголемата задолженост на јавните финансии најчесто е причина за воведување повисоки даночни оптоварувања за населението и претпријатијата, што има негативен ефект врз ефективноста и меѓународната конкурентност на економијата. Во таа смисла, основна цел на поставените ограничувања е да се спречи порастот на каматните стапки којшто вообичаено настанува како резултат на зголемувањето на буџетскиот дефицит и јавниот долг, што може да има негативно влијание врз трошоците на задолжувањето на земјите членки коишто спроведуваат воздржани фискални политики, но и врз монетарната унија во целина.

Меѓутоа, и покрај поставените критериуми согласно со Договорот од Мастрихт и Пактот за стабилност и раст, по воспоставувањето на ЕМУ, од табелата 9 може да се забележи дека постојат значителни отстапувања во однос на фискалните остварувања помеѓу земјите членки на еврозоната. Анализата на остварувањата на земјите членки упатува дека поголем дел од нив, дури и пред кризата, остваруваа дефицит повисок од утврдената горна граница. Во анализираниот период од 2000 до 2015 година, само Естонија и Луксембург не го прекршиле правилото за буџетскиот дефицит од најмногу 3 проценти од БДП и остварувале просечен буџетски суфицит од 0,5 и 1,6 проценти, соодветно. Во целиот период од петнаесет години, дури и Германија во текот на седум години остварувала поголем буџетски дефицит, додека Грција никогаш не остварила понизок дефицит од предвидениот лимит.

Покрај ова, треба да се има предвид дека фискалните правила на ЕУ предвидуваат не само остварување на буџетски дефицит на ниво пониско од 3 проценти од БДП, туку на среден рок налагаат остварување урамнотежено буџетско салдо или суфицит. Во периодот од 2000 до 2014 година, просечниот буџетски дефицит во рамките на еврозоната изнесува 2,9%, што е далеку од зададената среднорочна цел.

Табела 9

Движење на буџетскиот дефицит/суфицит како процент од БДП кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Австрија	-2.0	-0.6	-1.3	-1.8	-4.8	-2.5	-2.5	-1.3	-1.4	-5.3	-4.4	-2.6	-2.2	-1.3	-2.7	-1.2
Белгија	-0.1	0.2	0.0	-1.8	-0.2	-2.6	0.3	0.1	-1.1	-5.4	-4.0	-4.1	-4.1	-2.9	-3.1	-2.6
Германија	0.9	-3.1	-3.9	-4.2	-3.7	-3.4	-1.7	0.2	-0.2	-3.2	-4.2	-1.0	-0.1	-0.1	0.3	0.7
Грција	-4.1	-5.5	-6.0	-7.8	-8.8	-6.2	-5.9	-6.7	-10	-15	-11	-10	-8.8	12.4	-3.6	-7.2
Естонија	-0.1	0.2	0.4	1.8	2.4	1.1	2.9	2.7	-2.7	-2.2	0.2	1.2	-0.3	-0.1	0.7	0.4
Ирска	4.9	1.0	-0.3	0.7	1.4	1.3	2.8	0.3	-7.0	-14	-32	-13	-8.0	-5.7	-3.9	-2.3
Италија	-1.3	-3.4	-3.1	-3.4	-3.6	-4.2	-3.6	-1.5	-2.7	-5.3	-4.2	-3.5	-3.0	-2.9	-3.0	-2.6
Кипар	-2.2	-2.1	-4.1	-5.9	-3.7	-2.2	-1.0	3.2	0.9	-5.5	-4.8	-5.7	-5.8	-4.9	-8.9	-1.0
Летонија	-2.7	-2.0	-2.2	-1.6	-1.0	-0.4	-0.6	-0.7	-4.1	-9.1	-8.5	-3.4	-0.8	-0.9	-1.5	-1.3
Луксембург	5.7	6.0	2.3	0.5	-1.1	0.2	1.4	4.2	3.3	-0.5	-0.5	0.5	0.2	0.7	1.4	1.2
Малта	-5.5	-6.1	-5.4	-9.1	-4.4	-2.7	-2.6	-2.3	-4.2	-3.3	-3.2	-2.6	-3.6	-2.6	-2.1	-1.5
Португалија	-3.2	-4.8	-3.3	-4.4	-6.2	-6.2	-4.3	-3.0	-3.8	-9.8	-11	-7.4	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Словачка	-12	-6.4	-8.1	-2.7	-2.3	-2.9	-3.6	-1.9	-2.3	-7.9	-7.5	-4.1	-4.2	-2.6	-2.8	-3.0
Словенија	-3.6	-3.9	-2.4	-2.6	-2.0	-1.3	-1.2	-0.1	-1.4	-5.9	-5.6	-6.6	-4.1	-15	-5.0	-2.9
Финска	6.9	5.0	4.1	2.4	2.2	2.6	3.9	5.1	4.2	-2.5	-2.6	-1.0	-2.1	-2.5	-3.3	-2.7
Франција	-1.3	-1.4	-3.1	-3.9	-3.5	-3.2	-2.3	-2.5	-3.2	-7.2	-6.8	-5.1	-4.8	-4.1	-3.9	-3.5
Холандија	1.9	-0.3	-2.1	-3.0	-1.7	-0.3	0.2	0.2	0.2	-5.4	-5.0	-4.3	-3.9	-2.4	-2.4	-1.8
Шпанија	-1.0	-0.5	-0.4	-0.4	0.0	1.2	2.2	2.0	-4.4	-11	-9.4	-9.5	-10	-6.9	-5.9	-5.1
Еврозона	-0.3	-2.0	-2.7	-3.2	-3.0	-2.6	-1.5	-0.6	-2.2	-6.3	-6.2	-4.1	-3.7	-3.0	-2.6	-2.1
Максимално ниво на дефицит	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0

Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en), пристапено во јануари 2016 година

Ескалацијата на финансиската криза ги нагласи основните слабости на фискалните правила. Имено, иако кај голем дел од земјите членки, буџетскиот дефицит се доближуваше или беше значително над утврдениот лимит од 3 проценти, фискалните правила не беа во можност да го спречат неговото натамошно влошување. Високиот раст на дефицитот, прикажан во табелата 9, се објаснува со фактот што состојбата на буџетот на одредени земји членки беше лоша и пред кризата, особено кај Грција и Португалија. Исто така, како резултат на ослабената конкурентност и растечкиот дефицит на тековната сметка, економиите кај овие земји остварија повисоки загуби од просечните во еврозоната, што доведе до значително намалување на јавните приходи со истовремено зголемување на расходите. Во некои од периферните земји членки, јавните приходи значително зависеа од остварувањата во економијата, особено на секторите како што се туризмот, недвижнините и финансиите, коишто беа особено погодени од кризата. Во Ирска, зголемените

расходи за државна помош на финансискиот сектор, коишто изнесуваа 20% од БДП, доведоа до значително зголемување на буџетскиот дефицит во 2010 година.

Високиот буџетски дефицит доведе до зголемување на јавниот долг кај земјите членки и воопшто во рамките на еврозоната. Следејќи го движењето на јавниот долг во однос на БДП, од табелата 10 може да се утврди дека во периодот од 2000 до 2015 година, поголем број од земјите членки имаат неповолни остварувања (исклучок се Естонија, Летонија Луксембург, Словачка и Финска), што придонесе за постојано одржување на јавниот долг во еврозоната над утврдената граница од 60 проценти од БДП и тој изнесуваше 75,4 проценти во просек. Состојбата значително се влоши по финансиската криза, така што за периодот од 2009 до 2014 година, јавниот долг просечно изнесуваше 86,95 проценти од БДП.

Табела 10

Движење на јавниот долг како процент од БДП кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Австрија	65.9	66.5	66.3	65.5	64.8	68.3	67.0	64.8	68.5	79.7	82.4	82.2	81.6	80.8	84.2	90.8
Белгија	108.8	107.6	104.7	101.1	96.5	94.6	90.9	86.9	92.4	99.5	99.6	102.2	104.1	105.1	106.7	106.0
Германија	58.9	57.7	59.3	63.0	64.7	66.9	66.4	63.6	65.0	72.5	81.0	78.4	79.7	77.4	74.9	71.2
Грција	104.4	106.8	104.6	101.2	102.7	107.3	103.5	103.1	109.4	126.7	146.2	172.0	159.4	177.0	178.6	176.9
Естонија	5.1	4.8	5.7	5.6	5.1	4.5	4.4	3.7	4.5	7.0	6.6	5.9	9.5	9.9	10.4	9.7
Ирска	36.1	33.2	30.6	29.9	28.2	26.1	23.6	23.9	42.4	61.8	86.8	109.3	120.2	120.0	107.5	93.8
Италија	105.1	104.7	101.9	100.4	100.0	101.9	102.5	99.7	102.3	112.5	115.3	116.4	123.2	128.8	132.3	132.7
Кипар	55.1	56.9	60.1	63.5	64.5	63.2	59.1	53.9	45.1	53.9	56.3	65.8	79.3	102.5	108.2	108.9
Летонија	12.1	13.9	13.2	13.9	14.3	11.8	9.9	8.4	18.7	36.6	47.5	42.8	41.4	39.1	40.6	36.4
Луксембург	6.1	6.6	6.5	6.4	6.5	6.3	7.0	7.2	14.4	15.5	19.6	19.2	22.1	23.4	23.0	21.4
Малта	60.9	65.5	63.2	69.1	72.0	70.1	64.6	62.4	62.7	67.8	67.6	69.8	67.6	69.6	68.3	63.9
Португалија	50.3	53.4	56.2	58.7	62.0	67.4	69.2	68.4	71.7	83.6	96.2	111.4	126.2	129.0	130.2	129.0
Словачка	49.6	48.3	42.9	41.6	40.6	33.9	30.8	29.9	28.2	36.0	40.8	43.3	51.9	54.6	53.5	52.9
Словенија	25.9	26.1	27.3	26.7	26.8	26.3	26.0	22.7	21.6	34.5	38.2	46.4	53.7	70.8	80.8	83.2
Финска	42.5	41.0	40.2	42.8	42.7	40.0	38.2	34.0	32.7	41.7	47.1	48.5	52.9	55.6	59.3	63.1
Франција	58.7	58.2	60.1	64.2	65.7	67.2	64.4	64.4	68.1	79.0	81.7	85.2	89.6	92.3	95.6	95.8
Холандија	51.4	48.7	48.2	49.3	49.6	48.9	44.5	42.4	54.5	56.5	59.0	61.7	66.4	67.9	68.2	65.1
Шпанија	58.0	54.2	51.3	47.6	45.3	42.3	38.9	35.5	39.4	52.7	60.1	69.5	85.4	93.7	99.3	99.2
Еврозона	68.1	67.1	66.9	68.2	68.5	69.3	67.4	65.1	68.7	78.5	84.0	86.1	89.5	91.3	92.3	90.8

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Граница на јавен долг	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0

Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en), пристапено во јануари 2016 година

Финансиските проблеми со кои се соочува еврозоната, растечките екстерни нерамнотежи и разлики помеѓу конкурентноста на земјите од јадрото и периферијата сè повеќе го актуализираа прашањето за улогата на фискалните политики на земјите членки на унијата. За разлика од федералните системи, каде што инструментите на фискалната политика примарно се насочени кон остварување на две основни цели (Vetter, 2013: 5) – редистрибуција на приходите во економијата и обезбедување стабилност во услови на појава на одредени асиметрични шокови, еврозоната не располагаше со инструменти коишто може да обезбедат заштита и полесно надминување на евентуалните шокови кај одделните економии или региони во рамките на унијата. Кенен (Kenen, 1969) упатува на можноста за користење на фискалните трансфери, односно пренасочување на фискалните средства кон економиите коишто се погодени од економски шок. Покрај тоа, одредено компензирачко влијание имаат и автоматските стабилизатори, коишто овозможуваат намалување на обврските врз основа на даноци заради лошите економски остварувања на погодениот сектор, регион или економија, при истовремено зголемување на приливите врз основа на придонеси за невработени, социјално загрозувани лица, здравствено осигурување и слично.

Оттаму, покрај влијанието на автоматските стабилизатори, значајна улога за надминување на ефектите од асиметричните шокови имаат и фискалните трансфери. Според Кругман (Krugman: 2012), основната причина за проблемите во еврозоната произлегува од отсуството на соодветни фискални трансфери преку кои централната фискална власт може да придонесе за полесно надминување на нерамнотежите помеѓу економиите на земјите членки. Исто така, заради пониската мобилност на работната сила во еврозоната, Кругман препорачува зголемување на износот на фискалните трансфери на ниво коешто е повисоко во однос на САД. Споредувајќи ја Шпанија во еврозоната со Флорида во САД, тој истакнува дека годишниот износ на фискалните трансфери кон оваа федерална држава во рамки на монетарната унија на САД е многу повисок. Така, во периодот на ескалацијата на кризата, од 2007 до 2010 година, приливите врз основа на даноци од Флорида кон федералниот буџет

забележаа намалување за 33 милијарди САД-долари. Истовремено, се зголемија придонесите за невработените и социјално загрозените лица, за здравствено осигурување и останатите трансфери за невработени, за околу 7 милијарди долари. На тој начин, вкупниот износ на фискалната поддршка кон Флорида изнесуваше околу 40 милијарди САД-долари или околу 5 проценти од БДП на Флорида, што е навистина значителен износ на средства. За разлика од САД, стабилизационата политика во еврозоната се спроведуваше на децентрализирана основа, на национално ниво и отсуство на институционална рамка за обезбедување координација на стабилизационите политики. Ескалацијата на финансиската криза предизвика значително влошување на јавните финансии кај дел од земјите членки, така што нивните капацитети за спроведување контрациклични мерки беа драматично намалени, а домашните фискални политики беа „заробени“ со високите долгови и буџетски дефицити. Потребата за пренасочување високи износи фискални средства помеѓу земјите од еврозоната го наметна прашањето за начинот на обезбедување на тие средства, имајќи предвид дека даночните оптоварувања кај земјите членки веќе беа високи, а во даночниот систем на ЕУ не постоеше простор за собирање на потребниот дополнителен износ на средства за фискални трансфери.

Проблемите со кои се соочи ЕУ за време на кризата ги поттикнаа реформите во системот на управување и одлучување. Во март 2012 година, беше донесен новиот Фискален договор, односно Договорот за стабилност, координација и управување на ЕМУ¹³, којшто всушност беше дополнување на Пактот за стабилност и раст. Со Фискалниот договор се пропишуваат механизми коишто треба да обезбедат автоматско коригирање на буџетските дефицити, а се воведоа и нови правила за контрола и следење на висината на јавниот долг на земјите членки. Основна цел на Договорот е да обезбеди избалансирани буџетски остварувања или суфицит кај земјите членки и да овозможи надминување на утврдените слабости кај Пактот за стабилност и раст преку зајакнување на превентивните и корективните мерки и правила. Покрај обврската за исполнување на фискалните критериуми од Мастрихт, се воведуваат и мерки за следење на усогласеноста и исполнувањето на среднорочните буџетски таргети коишто се утврдуваат и се ревидираат на секои три години за секоја земја членка, поодделно. Фискалниот договор предвидува ограничување на структурниот дефицит на земјите членки на ниво од 0,5 проценти

¹³ Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (т.н. ‘fiscal compact’), http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=URISERV:1403_3&from=EN.

од БДП, односно на ниво од еден процент за земјите кај коишто јавниот долг е понизок од 60 проценти од БДП. Земјите коишто нема да ги исполнат утврдените фискални правила имаат обврска да ја започнат процедурата за справување со прекумерниот дефицит којашто подразбира и одредени казнени мерки за земјата членка во висина до 0,5 проценти од БДП. За исполнување на вака поставените цели, Договорот предвидува следење на буџетите на земјите членки во процесот на нивното планирање и донесување, како и зајакнување на контролите кон земјите членки коишто користат финансиска помош од ЕУ.

Реформите на регулативата на ЕУ претставуваат одговор на утврдените слабости на Пактот за стабилност и раст коишто се однесуваат на отсуството на конкретни правила за одржување фискална дисциплина и претпазливо управување со државните буџетски кај земјите членки. На тој начин се создаваат услови за подобрување на состојбата кај јавните финансии кај земјите членки, а со тоа и намалување на нивната ранливост при настанување на економски шок, подобрување на солвентноста на долг рок и создавање доволно фискален простор за спроведување контрациклични политики во периодите на економска рецесија.

Меѓутоа, иако се очекува дека новите фискални правила ќе придонесат за зголемување на ефикасноста и претпазливоста при управувањето со јавните финансии на земјите членки, треба да се има предвид улогата на останатите макроекономски политики. Типичен пример за потребата од усогласеност и координација на макроекономските политики и постоење дополнителни механизми за решавање на негативните ефекти од асиметричните економски шокови се искуствата на Шпанија и Ирска за време на последната економска и финансиска криза. Двете земји членки целосно ги исполнуваа правилата на Пактот за стабилност и раст, така што во целиот анализиран период забележаа ниски дефицити или речиси избалансирани буџетски салда, додека висината на јавниот долг беше далеку пониска од предвиденото ограничување од 60 проценти од БДП (табела 9 и табела 10). Сепак, пукањето на ценовните меури во секторот на недвижнините предизвика негативни економски шокови, потреба за обезбедување ликвидносна поддршка на банките, ненадејно зголемување на буџетските дефицити и влошување на условите за рефинасирање на јавниот долг на овие земји. Последиците ќе беа многу помали доколку беа воспоставени инструментите за надминување на ефектите од кризата, меѓу кои спаѓаат европскиот механизам за стабилност, банкарската унија и

европската банкарска супервизија, коишто започнаа да функционираат по ескалацијата на финансиската криза.

7. Движење на долгорочните каматни стапки и стабилност на девизните курсеви

Фискалната стабилност и ниската инфлација се клучните претпоставки за релативната стабилност на каматните стапки и девизните курсеви. Буковски (Bukovski, 2006: 12) упатува на фактот дека долгорочните каматни стапки претставуваат важен критериум за влез во ЕМУ со оглед на тоа што одржувањето ниски и стабилни каматни стапки на долг рок е предуслов за макроекономската стабилност и економскиот раст на земјата. Исто така, економиите коишто се кандидатки за влез во монетарната унија треба да постигнат стабилност на девизните курсеви што произлегува од силниот процес на структурни и институционални реформи, како и релативното исполнување на останатите критериуми за конвергенција: стабилност на цените, фискална стабилност и усогласеност на долгорочните каматни стапки.

Стабилноста на девизниот курс на валутата на земјата којашто е во рамките на механизмот на девизни курсеви (ЕРМ - II) подразбира минимални флукуации во однос на централниот девизен курс, и покрај целосната либерализација на девизните трансакции. Ниската и стабилна инфлација, како и стабилноста на девизниот курс претставуваат основни претпоставки за успешно прифаќање на фиксниот девизен курс во однос на еврото. Во таа смисла, основна цел на централните банки на земјите коишто се кандидатки за влез во монетарната унија, е одржувањето стабилна стапка на инфлацијата, во согласност со движењето на стапката на инфлацијата на најзначајните земји трговски партнери. Воедно, заради надминување на притисоците врз домашната валута на девизниот пазар, централната банка треба да ги одржува каматните стапки на стабилно ниво, а евентуалните флукуации треба да произлезат од движењето на каматните стапки на земјите членки на монетарната унија.

Следејќи го движењето на долгорочните каматни стапки на земјите членки на еврозоната, во табелата 11, може да се заклучи дека по воведувањето на еврото, каматните стапки на земјите членки целосно се усогласиле. Високиот кредибилитет на ЕЦБ и позитивните согледувања за нејзиниот капацитет за одржување ниска и стабилна стапка на инфлација, придонесоа за значителна надолна корекција на

долгорочните каматни стапки кај периферните земји членки. На тој начин, приносите на долгорочните хартии од вредност целосно се доближија и забележаа идентична траекторија на движење, и покрај тоа што макроекономските остварувања на земјите членки, издавачи на хартии од вредност, беа многу хетерогени.

Табела 11

Движење на долгорочните каматни стапки на годишно ниво кај земјите членки на еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Австрија	5.6	5.1	5.0	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3	4.4	3.9	3.2	3.3	2.4	2.0	1.5	0.8
Белгија	5.6	5.1	5.0	4.2	4.2	3.4	3.8	4.3	4.4	3.9	3.5	4.2	3.0	2.4	1.7	0.8
Германија	5.3	4.8	4.8	4.1	4.0	3.4	3.8	4.2	4.0	3.2	2.7	2.6	1.5	1.6	1.2	0.5
Грција	6.1	5.3	5.1	4.3	4.3	3.6	4.1	4.5	4.8	5.2	9.1	16	23	10	6.9	9.7
Естонија																
Ирска	5.5	5.0	5.0	4.1	4.1	3.3	3.8	4.3	4.5	5.2	5.7	9.6	6.2	3.8	2.4	1.2
Италија	5.6	5.2	5.0	4.3	4.3	3.6	4.1	4.5	4.7	4.3	4.0	5.4	5.5	4.3	2.9	1.7
Кипар		7.6	5.7	4.7	5.8	5.2	4.1	4.5	4.6	4.6	4.6	5.8	7.0	6.5	6.0	4.5
Летонија		7.6	5.4	4.9	4.9	3.9	4.1	5.3	6.4	12	10	5.9	4.6	3.3	2.5	1.0
Луксембург	5.5	4.9	4.7	3.3	2.8	2.4	3.3	4.5	4.6	4.2	3.2	2.9	1.8	1.9	1.3	0.4
Малта		6.2	5.8	5.0	4.7	4.6	4.3	4.7	4.8	4.5	4.2	4.5	4.1	3.4	2.6	1.5
Португалија	5.6	5.2	5.0	4.2	4.1	3.4	3.9	4.4	4.5	4.2	5.4	10	11	6.3	3.8	2.4
Словачка		8.0	6.9	5.0	5.0	3.5	4.4	4.5	4.7	4.7	3.9	4.5	4.6	3.2	2.1	0.9
Словенија			8.7	6.4	4.7	3.8	3.9	4.5	4.6	4.4	3.8	5.0	5.8	5.8	3.3	1.7
Финска	5.5	5.0	5.0	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3	4.3	3.7	3.0	3.0	1.9	1.9	1.5	0.7
Франција	5.4	4.9	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3	4.2	3.7	3.1	3.3	2.5	2.2	1.7	0.8
Холандија	5.4	5.0	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3	4.2	3.7	3.0	3.0	1.9	2.0	1.5	0.7
Шпанија	5.5	5.1	5.0	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3	4.4	4.0	4.3	5.4	5.9	4.6	2.7	1.7
Еврозона	5.4	5.0	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3	4.3	3.8	3.6	4.3	3.9	3.0	2.0	1.2
Граница на долг. каматни стапки	7.4	6.9	6.7	6.1	6.3	5.4	6.2	6.4	6.2	5.9	6.0	5.3	5.1	6.4	3.8	3.8

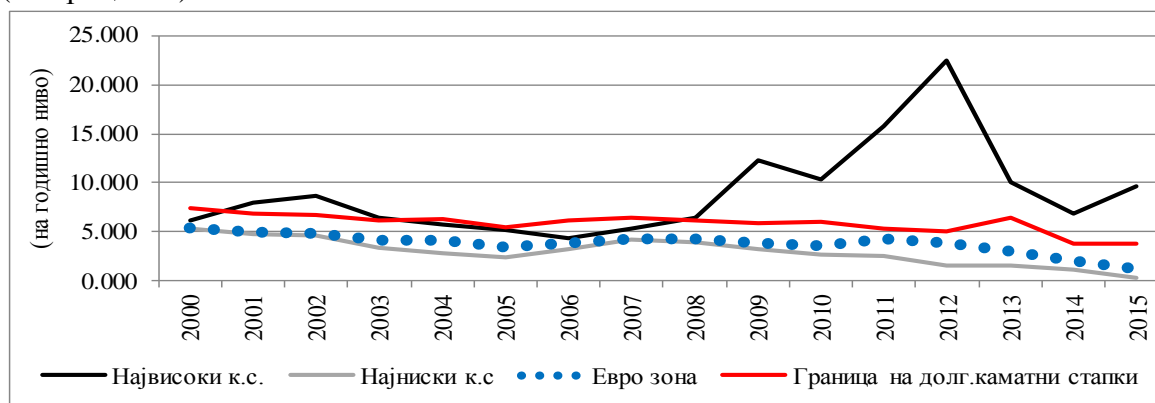
Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a), пристапено во јануари 2016 година

Всушност, како резултат на отстранувањето на валутниот ризик, со самото влегување во ЕМУ, беше отстранета и премијата за ликвидносен и кредитен ризик, а пазарот на долгорочни хартии од вредност наликуваше на совршено интегриран пазар. Од графиконот 16 може да се забележи дека долгорочните каматни стапки на земјите членки се усогласени со критериумот од Мастрихт, со ретки и мали отстапувања во однос на горната граница, утврдена врз основа на просекот на

каматните стапки на трите земји членки коишто остваруваат најниска инфлација, зголемена за 2 процентни поена. Воедно, следејќи ги највисоките и најниските долгорочни каматни стапки коишто ги оствариле одделните земјите членки, може да се заклучи дека постои тесна разлика помеѓу нив во анализираниот период.

Графикон 16

Движење на највисоките и најниските долгорочни каматни стапки на земјите членки во однос на утврдената горна граница и просекот во еврозоната (во проценти)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a), пристапено во јануари 2016 година

Со ескалација на кризата, согледувањата за фискалните капацитети и за состојбата на јавните финансии кај земјите членки, коишто воедно беа и издавачи на значителен износ на јавен долг, наеднаш се промени. Истовремено, се променија и очекувањата за капацитетот на овие земји за испорачување сигурен и стабилен економски раст, што предизвика значително зголемување на приносите на хартиите од вредност на презадолжените периферни земји членки во однос на приносите на земјите членки од јадрото на еврозоната. Со тоа беше доведена во прашање способноста за долгорочно финансирање на расходите, односно беше доведена во прашање солвентноста на периферните земји членки. Во текот на целиот овој период по ескалацијата на кризата, единствената монетарна политика на ЕЦБ не можеше да придонесе за поттикнување на инвестициите и потрошувачката. Инвестициите и потрошувачката, а со тоа и економскиот раст, зависеа од реалните приноси на долгорочните хартии од вредност, коишто за време на кризата станаа премногу хетерогени. Различните национални фискални фундаменти, во комбинација со променетите пазарни согледувања, го нарушија амбиентот за водење на монетарната политика, така што единствените монетарни импулси на ЕЦБ, имаа различно влијание врз одделните национални економии. Одржливоста и оптималноста на

единствената монетарна политика и нејзиното различно влијание врз економиите на земјите членки, го поттикнува прашањето за преземање итни мерки за обновување на конвергенцијата на долгорочните каматни стапки во еврозоната.

8. Предизвици на земјите членки за обезбедување одржлив економски раст во рамките на еврозоната

Покрај тврдењата на еврооптимистите, коишто се темелеа врз ендегената хипотеза дека монетарната интеграција автоматски ќе придонесе за забрзување на процесот на конвергенцијата на земјите членки, искуствата на земјите членки на еврозоната од последната економска криза покажаа дека интеграцијата во ЕМУ бара исполнување, барем во одреден степен, на претходно наведените критериуми. На ова се надоврзуваат и размислувањата дека причините за послабите остварувања на некои земји членки од ЕМУ, всушност, произлегуваат од делумното или целосното неисполнување на критериумите за оптимални валутни зони (Jager, Hafner, 2013: 315-322).

Врз основа на анализата на степенот на синхронизираност на економските циклуси, секторската усогласеност, мобилноста на работната сила, флексибилноста на платите, движењето на капиталот, отвореноста на економијата, стапката на инфлацијата, буџетскиот дефицит, нивото на јавниот долг и движењето на долгорочните каматни стапки, се утврдени основните слабости со кои се соочуваат земјите членки коишто всушност ги трасираат насоките на макроекономските политики при спроведувањето на структурните реформи за непречено функционирање на еврозоната како оптимална валутна зона. За поедноставно следење и споредба на остварувањата, извршено е рангирање на исполнувањето на одделните критериуми врз основа на следниве методи:

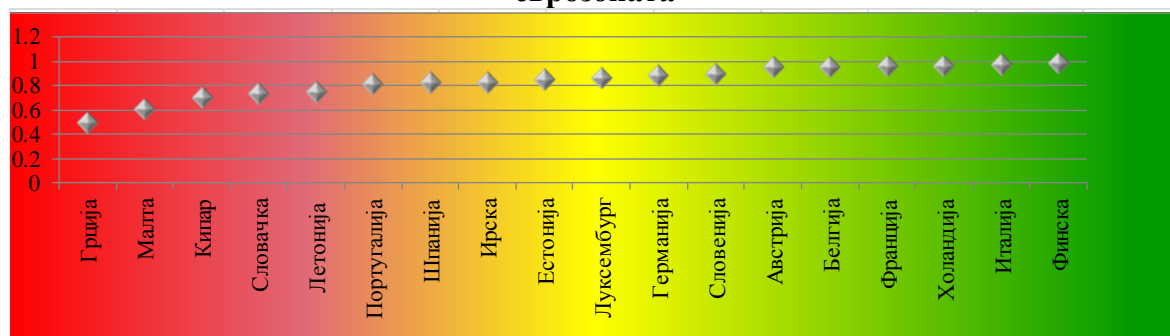
Критериум	Метод за оцена
<ul style="list-style-type: none"> Синхронизираност на економските циклуси 	<ul style="list-style-type: none"> Поврзаност на стапката на раст на БДП на земјата членка со просечната стапка на раст на БДП во еврозоната
<ul style="list-style-type: none"> Усогласеност на економската структура 	<ul style="list-style-type: none"> Поврзаност на секторската структура на земјата членка со просечната секторска структура во еврозоната
<ul style="list-style-type: none"> Мобилност на работната сила 	<ul style="list-style-type: none"> Висина на стапката на невработеност
<ul style="list-style-type: none"> Флексибилност на платите 	<ul style="list-style-type: none"> Поврзаност помеѓу движењето на номиналните плати и продуктивноста кај земјата членка
<ul style="list-style-type: none"> Движење на капиталот 	<ul style="list-style-type: none"> Учество на СДИ во земјата членка во вкупните СДИ во ЕУ

Критериум	Метод за оцена
<ul style="list-style-type: none"> Отвореност на економиите на земјите членки 	<ul style="list-style-type: none"> Големина на увозот и извозот во однос на БДП
<ul style="list-style-type: none"> Стабилност на цените 	<ul style="list-style-type: none"> Стандардна девијација на остварениот индекс на потрошувачките цени на земјата членка во однос на критериумот од Мастрихт
<ul style="list-style-type: none"> Фискален критериум: големина на буџетскиот дефицит 	<ul style="list-style-type: none"> Големина на отстапувањето од утврденото максимално ниво на буџетски дефицит во однос на БДП
<ul style="list-style-type: none"> Фискален критериум: големина на јавниот долг 	<ul style="list-style-type: none"> Големина на отстапувањето од утврденото максимално ниво на јавен долг во однос на БДП
<ul style="list-style-type: none"> Движење на долгорочните каматни стапки 	<ul style="list-style-type: none"> Разлика на просечните долгорочни каматни стапки во однос на референтната вредност

Остварувањата на земјите членки во однос на секој од наведените критериуми се оценети од 1 до 18, така што земјата членка со најдобро остварување е оценета со 18, додека земјата со најслаби остварувања, е оценета со 1 поен. Во продолжение се сумирани резултатите до кои е дојдено со досегашните истражувања.

Следејќи ги остварувањата од аспект на синхронизираноста на растот на БДП, утврдени се големи отстапувања помеѓу земјите членки. Коефициентот на поврзаност на растот на БДП во однос на просечниот раст во еврозоната е многу низок кај Грција, Малта, Кипар, Словачка, Летонија и Португалија. Од друга страна, високата поврзаност на растот на БДП во Финска, Италија, Холандија, Франција, Белгија, Австрија и Германија во однос на растот во еврозоната упатува на значителна синхронизираност на економските циклуси кај овие економии. Во зависност од степенот на синхронизираност на економиите, на графиконот 17 е направено рангирање на земјите членки.

Графикон 17
Оцена на синхронизираноста на растот на БДП кај земјите членки на еврозоната



Не исполнува

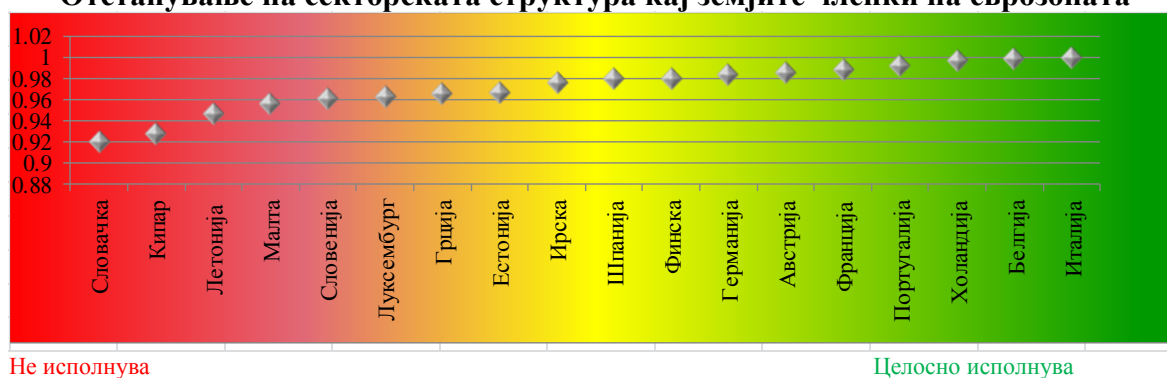
Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Остварувањата на земјите членки го поддржуваат стојалиштето за поларизација на еврозоната на земји коишто го сочинуваат јадрото и на земји од периферијата, коишто воедно се движат со две или повеќе брзини и минуваат низ различни фази од економските циклуси. Различните фази од економските циклуси кај земјите членки налагаат спроведување специфични мерки и политики коишто се разликуваат од единствената монетарна политика на ЕЦБ.

Анализата на учеството на одделните сектори во БДП кај земјите членки, упатува дека кај една група земји преовладува индустријата, додека кај друга група се најзастапени градежништвото, земјоделието или услугите. Како резултат на отстапувањето на секторската структура на одредена земја членка во однос на структурата којашто преовладува во еврозоната, таа станува поизложена кон асиметрични економски шокови коишто налагаат примена на одредени мерки и политики коишто може да се разликуваат од мерките коишто главно се спроведуваат во ЕМУ. Испитувањето на степенот на поврзаноста на секторската усогласеност на земјите членки во однос на ЕМУ упатува на фактот дека постои висока усогласеност на економиите на Италија, Белгија, Холандија, Португалија, Франција, Австрија и Германија, за разлика од Словачка, Кипар, Летонија, Малта, Словенија и Луксембург коишто на графиконот 18 се оценети со ниско, односно нецелосно исполнување на овој критериум за конвергенција.

Графикон 18
Отстапување на секторската структура кај земјите членки на еврозоната



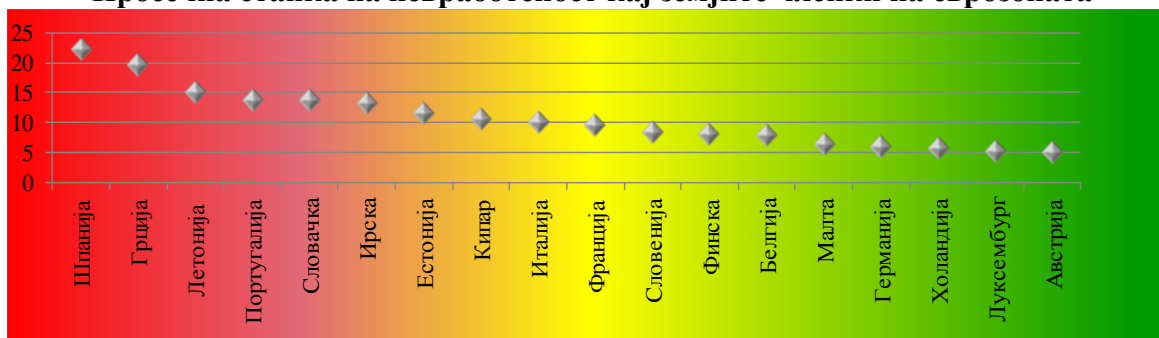
Извор: сопствени пресметки

Ризикот од настанување на асиметрични шокови како резултат на ниската синхронизираност на економските циклуси и различната секторска структура, според теоријата за оптималните валутни зони, може да се надмине преку мобилноста на работната сила. Анализата на мобилноста на работната сила преку следењето на стапката на невработеноста упатува на фактот дека по ескалацијата на

економската криза во 2008 година, реакцијата на работната сила кон овие промени се зголеми, особено во Грција, Ирска, Португалија и Шпанија, за разлика од Малта, Словачка, Естонија, Австрија, Словенија и Финска. Меѓутоа, и покрај овие движења, компаративните истражувања на стапката на невработеност кај земјите членки, упатуваат на фактот дека мобилноста на работната сила е премногу ниска за да може да ја преземе улогата на автоматски стабилизатор на дивергентните економски движења во еврозоната. Оттаму, следејќи ја просечната стапка на невработеност во изминатите десетина години, може да се заклучи дека Шпанија, Грција, Летонија, Португалија и Словачка имаат значително послаби остварувања во однос на другите земји членки.

Графикон 19

Просечна стапка на невработеност кај земјите членки на еврозоната



Не исполнува

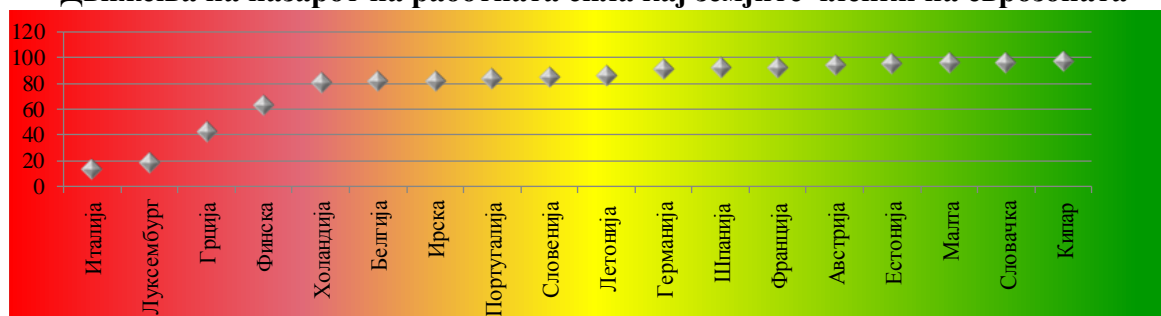
Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Од друга страна, истражувањата на движењата на пазарот на работната сила упатуваат дека кај голем број земји членки постојат значителни отстапувања во однос на движењето на номиналните плати и продуктивноста на трудот. Брзиот раст на номиналните плати во споредба со растот на продуктивноста на трудот доведе до зголемување на трошоците по единица производ и намалување на конкурентноста кај голем дел од економиите на периферните земји членки. Поврзаноста помеѓу номиналните плати и продуктивноста на трудот, претставена на графиконот 20, е најниска во Италија, Луксембург и Грција. Истовремено, во целиот анализиран период, во Кипар, Словачка, Малта, Естонија, Австрија и Франција, беше забележана симетрична реакција на политиката на платите во однос на движењето на продуктивноста на трудот, така што оцената на нивните остварувања во однос на овој критериум е повисока.

Графикон 20

Движења на пазарот на работната сила кај земјите членки на еврозоната



Не исполнува

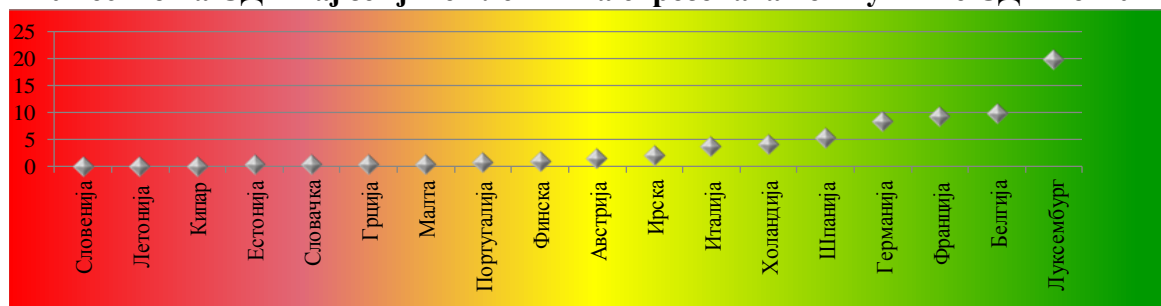
Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Теоретските претпоставки за оптималните валутни зони го нагласуваат значењето на капиталните текови како алтернативен механизам за надминување на асиметричните шокови помеѓу економиите, имајќи предвид дека во отсуство на валутен ризик, тие може да придонесат за надминување на платнобилансните проблеми кај економиите. Меѓутоа, следејќи ја структурата на капиталните текови, особено учеството на СДИ во вкупните СДИ во еврозоната, може да се заклучи дека постои значителна географска концентрација.

Графикон 21

Учество на СДИ кај земјите членки на еврозоната во вкупните СДИ во ЕУ



Не исполнува

Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

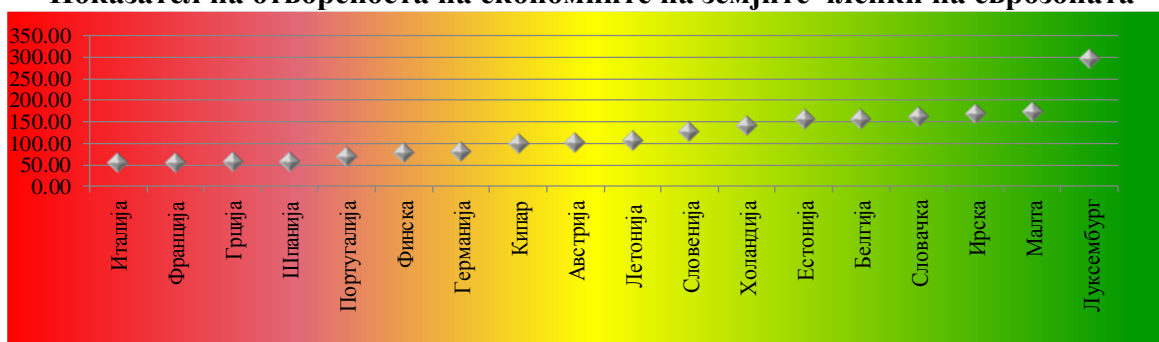
Во таа смисла, од графиконот 21 може да се забележи дека високи стапки на СДИ се забележани кај Луксембург, Белгија, Франција, Германија, Шпанија, Холандија и Италија, за разлика од Словенија, Летонија, Кипар, Естонија, Словачка и Грција кај кои постои многу помал интерес за влез на СДИ.

Покрај очекувањата за значително зголемување на трговската размена помеѓу економиите на земјите членки, анализата на показателот на отвореноста на економиите, односно вкупната вредност на увозот и извозот во однос на БДП, упатува на фактот дека ефектот од влезот во ЕМУ бил различен за економиите на земјите членки. И покрај тоа што по правило помалите економии се карактеризираат

со поголема отвореност заради ограниченоста на локалните пазари и национални ресурси, сепак со влегувањето во монетарната унија може да се заклучи дека обемот на надворешнотрговската размена кај одредени земји членки се намалува или стагнира. Оттаму, освен поголемите економии, коишто се позатворени, со послаби остварувања во однос на овој критериум се оценуваат и помалите периферни економии, особено Грција, Шпанија и Португалија, што е пред сè резултат на влошените макроекономски остварувања и постојаното намалување на конкурентноста на нивните економии.

Графикон 22

Показател на отвореноста на економиите на земјите членки на еврозоната



Не исполнува

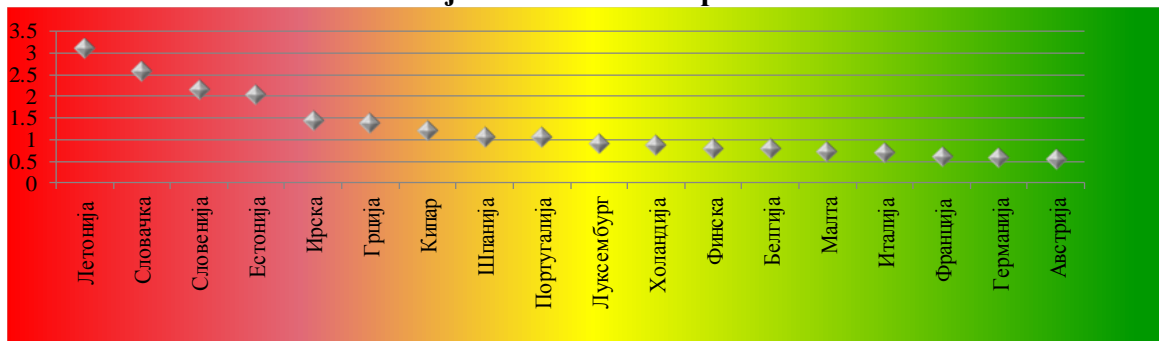
Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Од аспект на остварувањата на номиналните критериуми, доколку се следи стандардната девијација на просечната стапка на инфлација кај земјите членки во однос на критериумот од Мастрихт, може да се заклучи дека постојат високи негативни отстапувања, особено кај Летонија, Словачка и Словенија. За разлика од нив, највисоки остварувања во однос на ценовната стабилност се забележани во Австрија, Германија и Франција.

Графикон 23

Исполнување на критериумот за одржување на ценовната стабилност од страна на земјите членки на еврозоната



Не исполнува

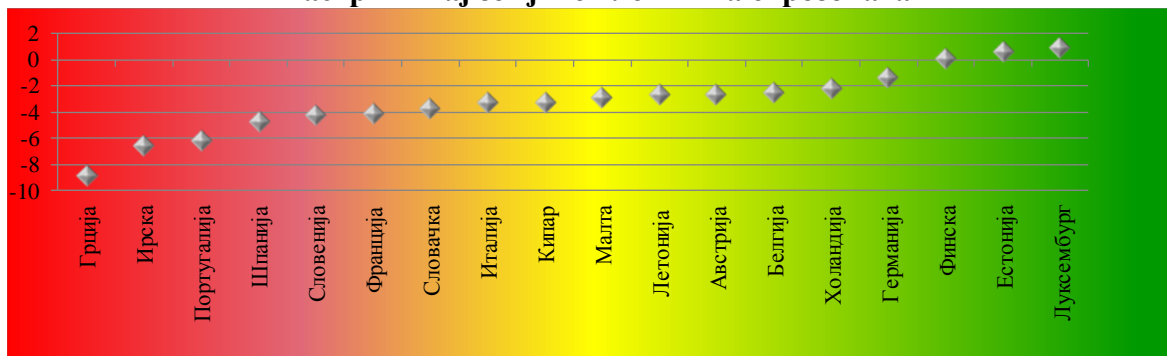
Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Покрај тврдењата дека фискалната политика може значително да придонесе за ублажување на последиците од асиметричните економски шокови, ескалацијата на економската криза во 2008 година покажа дека постојат големи слабости кај фискалните правила во ЕМУ. Имено, податоците презентирани во делот за фискалната стабилност, упатуваат дека голем број од земјите членки не ги почитуваат утврдените ограничувања во однос на нивото на буџетскиот дефицит и нивото на јавниот долг и постојано бележеа негативни остварувања што ги намали нивните капацитети за справување со настанатите економски шокови. На графиконот 24 и графиконот 25 се претставени остварувањата на земјите членки во однос на буџетскиот дефицит и во однос на јавниот долг. Имајќи ги предвид отстапувањата во однос на критериумот од Мастрихт, голем дел од периферните економии имаат значителни потфрлувања поради што се претставени во зоната на висок ризик.

Графикон 24

Движење на просечниот буџетски дефицит во однос на критериумот од Мастрихт кај земјите членки на еврозоната



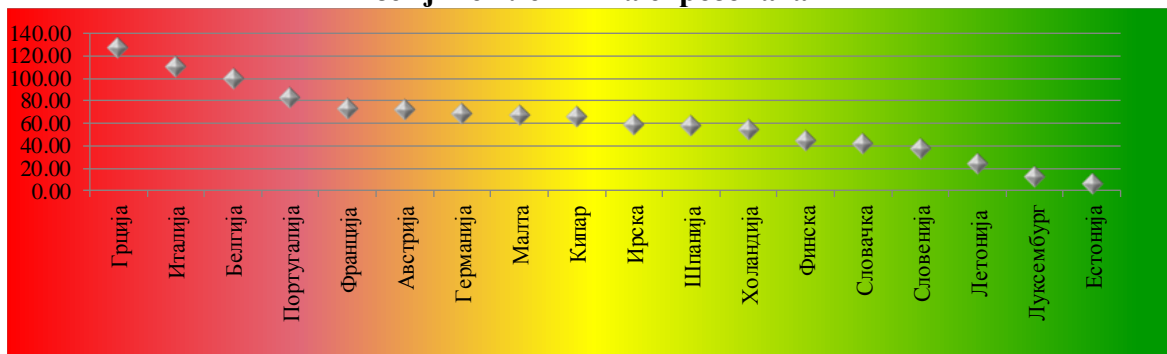
Не исполнува

Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Графикон 25

Движење на просечниот јавен долг во однос на критериумот од Мастрихт кај земјите членки на еврозоната



Не исполнува

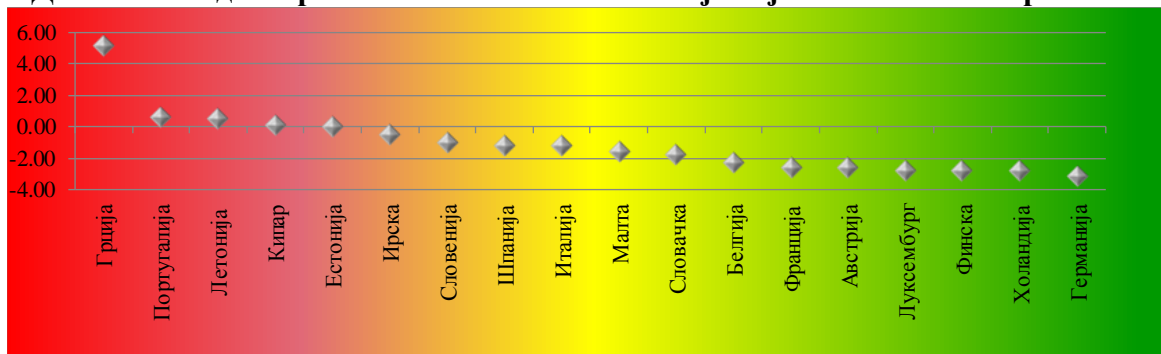
Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Од аспект на движењето на долгорочните каматни стапки, коишто се последица на макроекономските остварувања кај земјите членки, пред сè на остварувањата во однос на ценовната стабилност и ниската фискална задолженост, може да се заклучи дека голем број земји членки не го исполнуваат овој критериум. Имајќи ја предвид горната граница на движењето на каматните стапки, утврдена врз основа на каматните стапки на трите земји членки со најниска инфлација, од графиконот 26 може да се заклучи дека постои значително отстапување кај Грција, Португалија и Летонија.

Графикон 26

Движење на долгорочните каматни стапки кај земјите членки на еврозоната



Не исполнува

Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Врз основа на истражувањата погоре, збирните резултати се претставени во графиконот 27, при што може да се дадат следниве констатации.

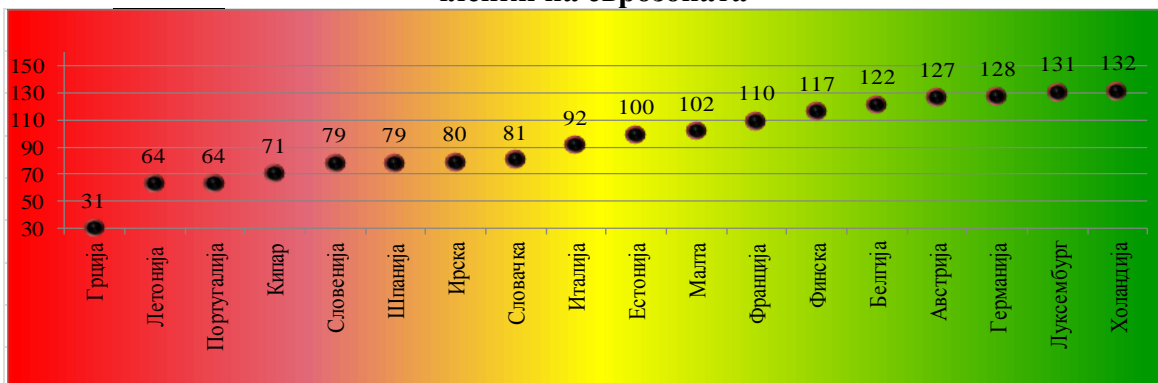
Грција не ги исполнува критериумите за влез во валутната унија со оглед на тоа што има многу слаби остварувања речиси кај сите критериуми.

Иако постојат одредени позитивни остварувања во поглед на мал број од анализирани критериуми, оцената на остварувањата на Португалија, Летонија, Кипар, Естонија, Ирска и Словенија е исто така ниска. Основната слабост на овие економии е неусогласеноста на економските циклуси, високата секторска зависност, неповолната структура на капиталните текови, високите стапки на инфлацијата и преголемите фискални оптоварувања, поради што тие се исклучително чувствителни на економски шокови. Анализата упатува дека најпозитивни остварувања во однос на критериумите за оптимални валутни зони се забележани во Холандија, Луксембург, Германија, Австрија, Белгија, Финска и Франција. Овие земји, се одликуваат со висока синхронизираност на економските циклуси, структурна усогласеност, мобилност на работната сила и капиталот, а воедно имаат и релативно

стабилни макроекономски и фискални остварувања Германија може да се смета за земја „сидро“, или како што често се нарекува, „локомотива” на еврозоната.

Графикон 27

Збирна оцена на исполнувањето на сите критериуми од страна на земјите членки на еврозоната



Не исполнува

Целосно исполнува

Извор: сопствени пресметки

Имено, Германија остварува високо учество во БДП на унијата, кое е прикажано на графиконот 6, обезбедува висока стабилност на цените и претставува еден од најзначајните трговски партнери на земјите од еврозоната. Интензивните трговски врски со останатите економии, особено со Австрија, Холандија, Франција и Италија, обезбедуваат синхронизација на нивните бизнис-циклуси со најголемата економија во еврозоната.

Од почетокот на економската криза, голем број земји членки на еврозоната усвоија остри мерки за економско приспособување коишто би требало да придонесат за намалување на разликите и нерамнотежите помеѓу нив. Меѓутоа, имајќи ги предвид дивергентните услови, водењето единствена монетарна политика од страна на ЕЦБ е отежнато. Од тие причини, голем дел од мерките се насочени кон надминување на високите фискални дефицити, контрола над јавните финансии и подобрување на конкурентноста, особено кај економиите на периферните земји членки на еврозоната.

9. Ескалацијата на економската и финансиската криза во државна должничка криза во ЕМУ

Како резултат на регулативата којашто го поттикнуваше растот на кредитите во САД, дојде до појава на ценовни меури и финансиски нерамнотежи, коишто во 2007 година ескалираа во хипотекарна криза. На почетокот се чинеше дека

позициите на ЕУ, особено на земјите членки од еврозоната, изгледаат сосема стабилни, со исклучок на Ирска и Грција, коишто уште во 2008 година ги почувствуваа првите знаци на макроекономските нерамнотежи. Сепак, преку различни преносни механизми, кризата набргу се прошири во глобални рамки, предизвикувајќи значителни макроекономски и социјални последици, особено кај земјите членки на еврозоната коишто подолг временски период забележаа неповолни фискални остварувања, намалување на конкурентноста и продлабочување на надворешнотрговските нерамнотежи.

Покрај егзогеното потекло на кризата, значаен придонес за проширувањето на кризата во еврозоната имаа домашните ендогени фактори поврзани со структурните разлики помеѓу земји од јадрото и периферијата, како и отсуството на алтернативните механизми за надминување на економските шокови. Од воведувањето на еврото, па сè до ескалацијата на кризата, разликите и нерамнотежите беа занемарувани благодарение на високите капитални текови од земјите од јадрото кон периферијата на еврозоната. Притоа, најголем дел од капиталните текови беше насочен кон нетрговскиот сектор, кон домувањето, јавните услуги и кон личната потрошувачка, со што се поттикнуваше растот на платите и трошоците. Оттаму, и покрај високите капитални приливи, периферните земји членки се соочуваа со пад на конкурентноста, забавување на извозот, зголемување на обврските кон странство и раст на дефицитот на тековната сметка од платниот биланс.

Под влијание на глобалната криза, капиталните приливи наеднаш пресушија, а нараснатите ценовни меури се излеаја во силен надолен ценовен шок. При обидите за спас на економиите, јавниот долг кај голем дел од периферните економии значително порасна, што негативно влијаеше врз можностите за негово рефинансирање, особено кај земјите членки кај кои најголемите доверители беа странските инвеститори. Согледувајќи ги ефектите и можните последици од кризата, меѓународните кредитни агенции воведоа попретпазливи правила и построги критериуми за оцена на финансиската и економската моќ на издавачите на јавен и приватен долг, што доведе до влошување на кредитните оценки на презадолжените земји членки на еврозоната. За забрзано губење на довербата на инвеститорите кон земјите членки коишто имаа високи дефицити придонесе и отсуството на можноста за обезбедување кредити од ЕЦБ во крајна инстанца. ЕЦБ имаше експлицитна

забрана за одобрување кредити во крајна инстанца, со што беше запрен класичниот механизам за надминување на проблемот на отплаќање на долгот од страна на државите на земјите членки преку емисија на пари. Тоа уште повеќе придонесе за запирање на тековите на екстерното финансирање, што доведе до државната должничка криза.

Дополнителен фактор којшто го поттикна развојот на кризата во еврозоната беа и банкарските системи и нивното големо учество во финансирањето на економијата. Иако големината на билансите на овие банки имаше значително учество во БДП на земјите, голем дел од нив се соочуваа со проблемот на ниска капитализираност. Со падот на економската активност и ескалацијата на кризата, пресуши приливот на средствата, а падот на цените на берзите го отвори маѓепсаниот круг: намалување на кредитната активност – намалување на цените на средствата – зголемување на загубите кај банките – испарување на капиталот. Заради големината и влијанието коешто го остваруваа во националните економии, потребата за санација на банките беше ургентна. Ваквата состојба предизвика двоен негативен ефект (ефект на „двојно давење“), особено во Ирска, каде што обидите за спас на банкарскиот систем од страна на државата, ескалираа во државна должничка криза (Baldwin and Giavazzi, 2015: 20).

Неизвесноста во врска со солвентноста на државите на земјите членки создаваше стравувања во врска со солвентноста на нивните банкарски системи, што ја поткопуваше економската активност и ги намалуваше изгледите за одржливоста на економијата, воопшто. Со зголемувањето на премиите за ризик и влошувањето на буџетскиот дефицит, неколку земји членки се најдоа на работ на банкрот, односно неможност за плаќање на достасаните обврски. Една од главните причини за ваквиот развој на настаните беше преголемата изложеност на банките кон долгот на нивните држави.

Различните согледувања на инвеститорите за финансиската моќ и кредибилитет на периферните земји членки, високите капитални одливи и различните макроекономски окружувања доведоа до трансформација на симетричниот финансиски шок од 2008 година, во повеќе асиметрични сценарија, односно брзо закрепнување кај земјите членки од јадрото, наспроти продлабочената рецесија кај периферните земји членки. Во 2008 година, итна финансиска помош беше потребна за Летонија, потоа за Грција и Ирска во 2010 година, за Португалија и

Кипар во 2011 година и за Шпанија во 2012 година. Голем дел од овие земји беа мали по големина, но истовремено силно зависеа од меѓународното финансирање коешто беше неопходно за покривање на високите екстерни нерамнотежи и решавање на проблемите коишто произлегуваа од ниската продуктивност и конкурентност, намалувањето на економскиот раст, растот на невработеноста и зголемувањето на јазот помеѓу јавните приходи и расходи. Под притисок на меѓународните финансиски пазари, владите на земјите членки, Европската комисија, ЕЦБ и ММФ, презедоа голем број мерки коишто беа насочени пред сè кон решавање на финансиските проблеми, занемарувајќи ги ефектите и можните негативни последици од нивната примена врз реалната економија. Координацијата на макроекономските политики изостана, така што во услови на отсуство на останатите механизми за приспособување, главниот товар за справување со асиметричните економски шокови го поднесоа најранливите периферни земји членки на унијата. И покрај обидите за „парцијално“ решавање на проблемите кај периферните земји членки преку приспособување на реалниот девизен курс по пат на корекција на домашните цени и плати, односно преку спроведување интерна девалвација, практиката покажа дека во постојното макроекономско окружување постојат ограничени можности за остварување на тие сценарија. Последните искуства укажаа на потребата од спроведување реформи во еврозоната во целина, коишто всушност значат враќање кон поставените критериуми за формирање оптимални валутни униии. Истражувањата на исполнувањето на критериумите за оптималните валутни зони од страна на земјите членки упатуваат на фактот дека токму фундаменталните макроекономски потфрлувања кај периферните земји членки придонесоа за зголемување на нивната ранливост, којашто имаше катастрофални последици со ескалацијата на финансиската криза.

ЕЦБ мораше да се соочи асиметричните економски шокови, коишто претставуваат најголем проблем за монетарните униии заради тоа што во такви услови, сосема е извесно дека заедничката монетарна политика може да има субоптимално влијание во одредени делови на унијата. Обидувајќи се да обезбеди економски стимул и заживување на расот, монетарната политика на еврозоната набргу ја достигна долната граница на каматните стапки, така што беше принудена да применува повеќе видови нестандартни мерки. Во продолжение на трудот ќе

бидат разработени поставеноста и инструментите на монетарната политика на ЕЦБ и нејзината улога во процесот на надминување на негативните последици од кризата.

ГЛАВА 3 - МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ЕЦБ

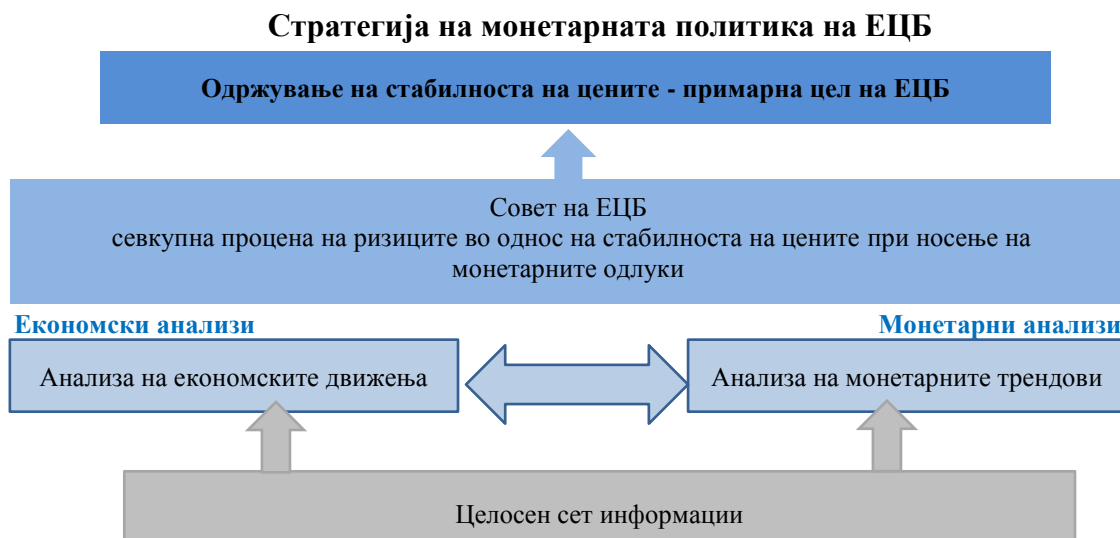
Согласно со членот 127 од Договорот за функционирањето на ЕУ, одржувањето на стабилноста на цените претставува примарна цел на ЕЦБ. Имајќи ја предвид основната цел, Советот на ЕЦБ ја дефинира стабилноста на цените како годишна промена на хармонизирианиот индекс на потрошувачки цени во еврозоната којашто не треба да надмине 2 процента на среден рок. По ревизијата на стратегијата на монетарната политика во 2003 година, Советот на ЕЦБ направи допрецизирање на дефиницијата за стабилноста на цените, дека стапката на инфлацијата треба да се одржува под, но блиску до 2% на среден рок. Со вака утврдената експлицитна цел, ЕЦБ јасно ја покажува својата посветеност за одржување соодветно ниво на инфлацијата на среден рок, што воедно подразбира и контрола на ризикот од дефлација, проблем со кој во последниве неколку години се соочуваат некои од земјите членки. Имено, во публикацијата за поставеноста на монетарната политика, ЕЦБ¹⁴ своевременно упатуваше дека дефлацијата може да претставува многу поголем проблем отколку инфлацијата, со оглед на тоа што ефикасноста на алтернативните политики за борба против дефлацијата не е сосема извесна, иако ЕЦБ располага со голем број мерки коишто може да бидат преземени, дури и во услови кога каматните стапки се нула.

За постигнување и одржување на вака поставената цел, монетарната политика на ЕЦБ се потпира на опсежни анализи на монетарните фактори, како и на други економски анализи за испитување на ризиците коишто може да влијаат врз остварувањето на ценовната стабилност на краток и на среден рок. Економските анализи се однесуваат на следење и процена на тековните економски и финансиски услови, како и на ризиците во однос на одржувањето на стабилноста на цените на краток и на среден рок. Во рамките на економските и финансиските варијабли коишто се предмет на следење спаѓаат и анализите на вкупната економска активност, агрегатната побарувачка и нејзините компоненти, фискалната политика, условите на пазарите на капитал и работна сила, испитувањето голем број ценовни показатели, движењето на девизниот курс, глобалната економија, платниот биланс, финансиските пазари, како и позициите на билансите на одделните сектори во рамките на еврозоната. Следењето на сите овие фактори овозможува анализа на

¹⁴ ECB, „The Monetary Policy of the ECB”, 2004, (стр. 53)

реалната економска активност во еврозоната, што воедно придонесува за навремена процена на идните движења на цените.

Слика 1



Извор: ЕЦБ (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>)

Во рамки на монетарните анализи, водечки показател за утврдувањето на карактеристиките и насоката на идната инфлација претставува годишната промена на поширокиот монетарен агрегат М3. Согласно со дефиницијата на ЕЦБ, монетарниот агрегат М3 ги опфаќа готовите пари во оптек, депозитите преку ноќ, депозитите со договорна рочност до две години, ограничени депозити, репо-договорите, уделите на пазарите на пари и должнички хартии од вредност со рок на достасување до две години. Изборот на овој монетарен агрегат произлегува од неговите поволни емпириски својства и од оцените за постоење релативно стабилна врска со побарувачката за пари. Референтната вредност за растот на монетарниот агрегат М3 е изведена на тој начин што овозможува следење на движењето на ценовната стабилност на среден рок врз основа на проекциите за движењето на стапката на раст на реалниот БДП и трендот на брзината на движењето на паричната маса М3. Во нормални услови, доколку движењето на паричната маса М3 подолг временски период значително отстапува од утврдената референтна вредност, може да се заклучи дека постои ризик во однос на остварувањето на ценовната стабилност. Меѓутоа, треба да се има предвид дека при носењето на монетарните одлуки, освен движењето на М3, ЕЦБ прави опсежни анализи на ликвидносната состојба во вкупниот банкарски систем и го испитува движењето на компонентите и

придонесите на одделните сектори во растот на монетарниот агрегат М3, како и многу други истражувања.

За одржувањето на ценовната стабилност, стандардниот сет монетарни инструменти на ЕЦБ се состои од расположливи кредити и депозити, операции на отворениот пазар и задолжителна резерва.

1. Расположливи кредити и депозити

Расположливите кредити и депозити овозможуваат обезбедување ликвидни средства или пласирање на краткорочниот ликвидносен вишок кај ЕЦБ од страна на банките во еврозоната. Расположливите кредити и депозити се активираат на иницијатива на банките и имаат рок на достасување преку ноќ.

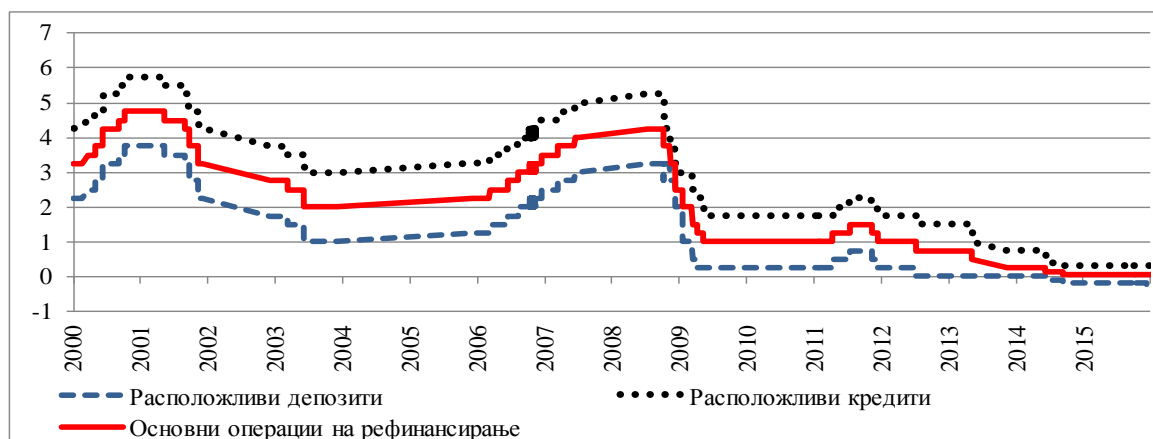
Користењето на расположливите кредити придонесува за зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем и по правило, се остварува по каматна стапка којашто е повисока од пазарните каматни стапки. Основната идеја на инструментот е да овозможи обезбедување ликвидност на банките, во услови кога се исцрпени можностите на пазарот на пари. Од тие причини, користењето ликвидни средства од централната банка е поскапо во однос на другите извори на финансирање. Од друга страна, можноста за пласирање на вишокот ликвидни средства од страна на банките кај ЕЦБ во форма на расположливи депозити, придонесува за намалување на ликвидноста во банкарскиот систем. Со цел да се овозможи задоволување на побарувачката за ликвидни средства кај учесниците на пазарите на пари коишто имаат недостиг, депозитите кај централната банка носат помалку привлечна каматна стапка во однос на пласманите на пазарите на пари. Оттаму, имајќи ја предвид висината на каматната стапка на расположливите кредити и депозити, којашто е релативно повисока за обезбедување краткорочни ликвидни средства или премногу ниска за пласирање на краткорочните ликвидносни вишоци кај ЕЦБ, овој инструмент се користи само во исклучителни околности, во отсуство на други алтернативни решенија при управувањето со ликвидноста.

Истовремено, со оглед на тоа што не постојат ограничувања за користење на расположливите кредити и депозити (освен потребата за располагање со соодветно обезбедување при користењето кредити од ЕЦБ), каматните стапки за овие кредити и депозити всушност ја определуваат горната, односно долната граница на

движењето на каматните стапки на меѓубанкарскиот пазар на пари со рок на достасување преку ноќ.

Графикон 28

Движење на основните каматни стапки на ЕЦБ во периодот од 2000 до 2015 година



Извор: ЕЦБ (<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn131>)

На графиконот 28 е претставено движењето на каматните стапки на расположливите кредити и депозити во однос на каматната стапка на основните операции за рефинансирање на ЕЦБ. Ескалацијата на кризата во 2008 година придонесе за значително зголемување на каматните стапки во услови кога побарувачката за ликвидни средства се зголеми, додека вредноста на обезбедувањето значително опадна. Со оглед на пролонгираното времетраење на кризата, економската активност забави, се зголеми неизвесноста и недовербата на инвеститорите, што придонесе за намалување на кредитната активност. Со цел да се спречи натамошното забавување на економската активност, ЕЦБ ги намали каматните стапки, така што на крајот на 2015 година, каматната стапка на расположливите кредити изнесуваше 0,3%, додека каматната стапка на расположливите депозити влезе во негативната зона и изнесуваше -0,3%. Применувајќи негативни каматни стапки за расположливите депозити, ЕЦБ имаше за цел да го дестимулира пласирањето на ликвидните средства на банките кај централната банка, а воедно и да ја поттикне кредитната активност преку обезбедување ликвидност по ниски каматни стапки.

2. Операции на отворен пазар

Преку операциите на отворен пазар ЕЦБ остварува купување или продажба на финансиски средства од банките и на тој начин влијае врз ликвидносната состојба во банкарскиот систем и врз краткорочните каматни стапки на пазарите на пари. Во рамките на операциите на отворен пазар на ЕЦБ, најзначајна улога имаат основните операции на рефинансирање¹⁵ и долгорочните операции на рефинансирање¹⁶. Преку овие инструменти ЕЦБ обезбедува ликвидност во банкарскиот систем, при што преку техниката на обратни репо-трансакции, купува финансиски средства од банките или одобрува краткорочни кредити врз основа на утврдено обезбедување. Вообичаено, основните операции на рефинансирање се спроведуваат еднаш неделно, со рок на достасување од седум дена. Долгорочните операции за рефинансирање се спроведуваат еднаш месечно и може да бидат со рок на достасување од три до дванаесет месеци. По ескалацијата на кризата во 2008 година, долгорочните операции за рефинансирање добија поголемо значење и улога заради можноста за обезбедување ликвидност на банките на подолг рок.

3. Задолжителна резерва

Задолжителната резерва претставува обврска за банките да издвојуваат одреден износ на ликвидни средства кај ЕЦБ. Износот на задолжителната резерва зависи од големината и структурата на обврските во билансите на банките и од висината на стапката за издвојување на задолжителната резерва којашто ја утврдува ЕЦБ. Во основата за пресметка на задолжителната резерва влегуваат депозитите по видување, депозитите со договорна рочност до две години и должничките хартии од вредност со рок на достасување до две години, во кои влегуваат и инструментите на пазарите на пари. Депозитите коишто имаат договорна рочност над две години, репо-трансакциите, како и должничките инструменти со рок на достасување над две години, не влегуваат во основата за пресметка на задолжителната резерва. Големината на обврската за издвојување на задолжителната резерва зависи од пресметаната основа и од стапката на издвојување, којашто до јануари 2012 година изнесуваше 2%, а потоа заради потребата за обезбедување дополнителна ликвидност во банкарскиот систем, беше намалена на 1%. Со цел да се намали товарот од

¹⁵ Main refinancing operations (MROs)

¹⁶ Longer term refinancing operations (LTROs)

издвојувањето задолжителна резерва, којшто може негативно да се одрази врз процесот на финансиското посредување и распределбата на средствата кај банките, ЕЦБ плаќа надомест на издвоените средства во задолжителната резерва. Стапката на надомест ја следи стапката на основните операции на рефинансирање и каматната стапка на пазарите на пари и на крајот на декември 2015 година изнесуваше 0,05%.

Основна цел на задолжителната резерва е да овозможи создавање структурен недостиг на ликвидност во банкарскиот систем, односно намалување на средствата на сметките на банките кај централната банка и соодветно, зголемување на побарувачката за ликвидни средства. Во услови на структурен недостиг на ликвидност, преку операциите на отворен пазар за обезбедување ликвидност на банките, ЕЦБ остварува поголемо влијание врз нивото на пазарните каматни стапки. Исто така, задолжителната резерва овозможува намалување на осцилациите кај движењето на каматните стапки на пазарите на пари со оглед на тоа што постои можност за нејзино исполнување на просечното ниво. Тоа значи дека привременiot недостиг на ликвидни средства во банкарскиот систем и пониското исполнување на задолжителната резерва, автоматски, не предизвикува зголемување на побарувачката на пазарите на пари и пораст на каматните стапки, со оглед на тоа што во рамките на истиот период на одржување, недостигот на ликвидните средства може да се надополни со средства во деновите кога банката има вишок ликвидни средства.

Од рамката на стандардните инструменти на монетарната политика може да се заклучи дека до ескалацијата на глобалната економска и финансиска криза, поставеноста на монетарната политика на ЕЦБ беше насочена пред сè кон сигнализирање на нивото на краткорочните каматни стапки, коешто се остваруваше преку експлицитното утврдување на коридорот на каматните стапки и на висината на каматната стапка на основните операции на рефинансирање.

4. Нестандардни мерки на ЕЦБ

Со ескалацијата на кризата, ЕЦБ, како и голем број централни банки во светот започна со примена на т.н. нестандартни мерки, од групата на квантитативните и квалитативните олеснувања, коишто доведоа до промени на големината и структурата на билансот на централната банка. Примената на мерките од групата на квантитативните олеснувања предизвикува експанзија на билансот, но

не влијае врз структурата на средствата и обврските на централната банка. Од друга страна, мерките и инструментите од групата на квалитативните олеснувања придонесуваат за промена на структурата на средствата и обврските во билансот на централната банка.

Анализирано динамички, по ескалацијата на кризата, во рамките на стандардните операции, ЕЦБ постепено ги намалуваше каматните стапки коишто го достигнаа историски најниското ниво. Следејќи ги движењата, прикажани на графиконот 28, може да се согледа дека во релативно кус период, од октомври 2008 година, каматната стапка на основните операции за рефинансирање беше намалена за 325 базични поени, при што до мај 2009 година, таа го достигна нивото од 1%. Меѓутоа, во наредниот период, економските изгледи и натаму се влошуваа, а проекциите упатуваа на ризици за подолгорочно забавување на економската активност во еврозоната. Од тие причини, ЕЦБ и натаму ги намалуваше каматните стапки, така што на крајот на 2015 година, каматната стапка на основните операции за рефинансирање изнесуваше 0,05%, каматната стапка на расположливите кредити се сведе на 0,3%, додека каматната стапка на расположливите депозити влезе во негативната зона и изнесуваше -0,3%.

Намалувањето на каматните стапки придонесе за намалување на потенцијалот и ефикасноста на стандардните мерки на монетарната политика. По пропаѓањето на инвестициската банка „Леман брадерс“, ЕЦБ беше принудена да започне со примена на голем број нестандартни мерки коишто подразбираа силна ликвидносна поддршка на банките. Во услови на зголемување на неизвесноста, пазарите на пари речиси замреа, а побарувачката за ликвидни средства растеше. Од тие причини, ЕЦБ започна да применува операции на отворен пазар со фиксна каматна стапка и неограничен износ.

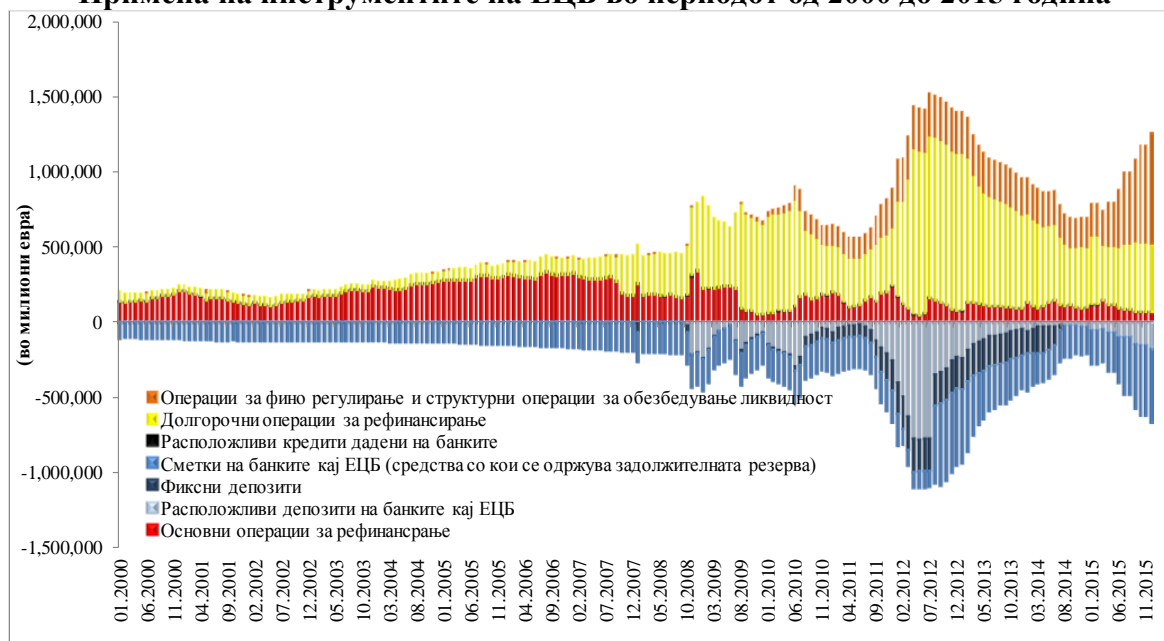
На графиконот 29 е прикажан билансот на ЕЦБ, при што може да се согледа дека со развојот на економската и финансиската кризата, тој оствари значителна експанзија, во услови на примена на голем број мерки коишто претставуваат комбинација на квалитативното и квантитативното олеснување.

Истовремено, со цел да се намали неизвесноста и да се зајакне кредитирањето, ЕЦБ го зголеми рокот на достасување на долгорочните операции за рефинансирање, најпрвин од три на шест месеци, а потоа на дванаесет месеци и три

години. По првите симптоми на кризата на крајот на октомври 2007 година, кога износот на долгорочните операции изнесуваше 262 милијарди евра, по пропаѓањето на инвестициската банка „Леман брадерс“, тој порасна на 300 милијарди евра. Во периодот којшто следеше, ЕЦБ постојано го зголемуваше износот на емитирани ликвидни средства на подолг рок и во април 2012 година тој достигна највисока вредност од 1.093 милијарди евра.

Графикон 29

Примена на инструментите на ЕЦБ во периодот од 2000 до 2015 година



Извор: ЕЦБ

(<https://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=SEARCHRESULTS&FREQ=M&q=Liquidity+Management+&type>), пристапено во 2016 година

Постојано зголемувајќи го износот на ликвидни средства преку овој инструмент, ЕЦБ ја вовеле и можноста за предвременно враќање на користените средства од страна на банките. Исто така, во услови на висока неизвесност и недоверба на пазарите на пари, голем дел од вишокот ликвидни средства банките го пласираа кај ЕЦБ во форма на расположливи депозити. Во април 2012 година, износот на расположливите депозити кај ЕЦБ достигна 771 милијарда евра.

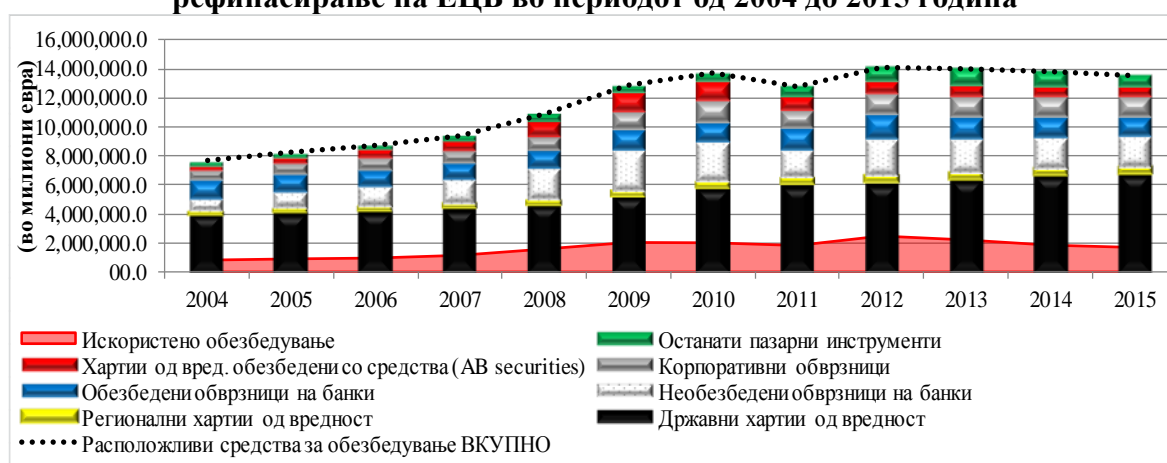
Исто така, при спроведувањето на кредитните операции, ЕЦБ ја прошири листата на средствата за обезбедување со вклучување значителен износ на средства од приватниот сектор. Имено, од графиконот 30, може да се види дека освен зголемувањето на обезбедувањето во форма на државни хартии од вредност за 60%, двојно беше зголемен износот на обезбедувањето во форма на регионални хартии од

вредност, потоа необезбедени обврзници издадени од банките, како и корпоративни обврзници.

Заради заживување на пазарот на обезбедени (колатерализирани) обврзници, којшто воедно претставува значаен извор на финансирање на банките, ЕЦБ во два наврати, изврши откуп на обврзници обезбедени со средства. Првата програма за откуп на обезбедени обврзници беше спроведена во периодот од средината на јули 2009 година до крајот на јуни 2010 година, при што беа откупени обврзници во износ од 60 милијарди евра. Од ноември 2011 до октомври 2012 година, беше спроведена втората програма за откуп на обврзници преку којшто беа откупени обврзници во вредност од 16 милијарди евра. Согласно со одлуката на ЕЦБ, се предвидува откупените средства да останат во билансот на ЕЦБ до нивното достасување.

Графикон 30

Износ расположливо обезбедување при спроведувањето на операциите за рефинасирање на ЕЦБ во периодот од 2004 до 2015 година



Извор: ЕЦБ (<http://sdw.ecb.europa.eu>)

Со проширувањето на кризата и нејзината ескалација во државна должничка криза, како и заради појавата на неизвесност и недоверба за солвентноста на некои земји членки од еврозоната, од мај 2010 година, ЕЦБ започна со програмата за интервенции во одредени пазарни сегменти по пат на дефинитивен откуп на хартии од вредност. Програмата за откуп на хартии од вредност¹⁷ имаше за цел да ги намали ризиците поврзани со ценовната стабилност за кои се очекуваше дека може да се остварат во услови на значителни нарушувања на одредени пазарни сегменти. Со воведувањето на директните монетарни трансакции, во септември 2012 година,

¹⁷ Securities Market Programme (SMP)

програмата за откуп на хартиите од вредност беше прекината, при што беше одлучено портфолиото на овие хартии од вредност да остане во билансот на ЕЦБ сè до нивното достасување.

Воведувањето на директните монетарни трансакции¹⁸ на пазарите на државни хартии од вредност во септември 2012 година беше проследено со добро познатата изјава на претседателот на ЕЦБ, Марио Драги дека „ќе се преземе сè што е потребно“ за спас на еврото и е последица на потребата за справување со „асиметричните“ проблеми кај одредени периферни земји. Исто така, оваа програма имаше за цел да обезбеди адекватност на монетарната политика на ЕЦБ во целиот регион на еврозоната преку овозможување откуп на државни хартии од вредност во неограничен износ, коишто се издадени од државите на земјите членки со кои е договорена програма за санација и коишто ги почитуваат зададените барања за санација согласно со Европскиот механизам за стабилност. Директните монетарни трансакции се спроведуваат со рок на достасување од една и до три години и имаат за цел да влијаат врз краткорочниот дел на кривата на приноси. Иако однапред не беа зададени одредени ограничувања во врска со обемот на овие интервенции, ЕЦБ даде јасен сигнал дека целосно ќе го стерилизира износот на емитираните средства преку овој инструмент.

5. Модел за следење на поставеноста на монетарната политика

Одговорот на ЕЦБ на кризата предизвика значителна модификација на постоечката рамка на инструменти на монетарната политика. Примената на квантитативните и квалитативните олеснувања придонесе за експанзија и промена на структурата на билансот на ЕЦБ.

Врз основа на големината и структурата на билансот на централните банки, Патипелохи (Pattipelohy, 2016: 9) изработил модел за следење на поставеноста, односно степенот на агресивноста на мерките на монетарната политика. Со примената на стилизираниот биланс на централната банка, претставен во табелата 12, се изведуваат неколку билансни показатели коишто ја карактеризираат стратегијата на монетарната политика во даден период. Показателите се изведени од билансните позиции, коишто на страната на средствата се групирани во следниве

¹⁸ Outright Monetary Transactions (OMT)

категории: девизни резерви (FX), побарувања од домашниот приватен сектор (L) и побарувања од државата (G). На страната на обврските, билансните ставки се категоризираат како: готови пари во оптек (Bn), обврски кон банките (Rs) и обврски кон државата (Rg).

Табела 12

Стилизиран биланс на централната банка

Средства	Обврски
Девизни резерви (FX)	Готови пари во оптек (Bn)
Побарувања од домашниот приватен сектор (L)	Обврски кон банките (Rs)
Побарувања од државата (G)	Обврски кон државата (Rg)

Во рамките на овие категории се вклучени следниве билансни ставки:

На страната на средствата:

- Побарувања од нерезидентите (FX)
- Побарувања од домашниот приватен сектор (L)
- Побарувања од финансиските институции (L)
- Побарувања од други депозитни институции (L)
- Побарувања од останатите сектори (L)
- Побарувања од централната влада (G)
- Побарувања од државата и локалната власт (G)
- Побарувања од јавните нефинансиски институции (G).

На страната на обврските:

- Готови пари во оптек (Bn)
- Обврски кон останатите депозитни институции (Rs)
- Обврски кон останатите сектори (Rs)
- Обврски кон другите депозитни институции кои не се вклучени во монетарната база (Rs)
- Депозити и хартии од вредност, освен акциите коишто не се вклучени во монетарната база (Rs)
- Обврски кон централната влада (Rg).

Во зависност од структурата и промените на страната на средствата, моделот овозможува оценување на поставеноста на монетарната политика во даден период, односно дали централната банка е претежно насочена кон зголемување на девизните средства, кредитирање на државата, или, пак, кон кредитирање на приватниот

сектор. Од друга страна, врз основа на показателите за структурата и големината на ставките на страната на обврските, прикажани во табелата 13, централната банка може да е ориентирана кон емисија на готови пари во оптек, да има улога на банка на државата или, пак, банка на банките (Pattipelohy, 2016: 9).

Табела 13

Таксономијата на билансите на централните банки

Средства		
Категорија	Начин на класификација	Објаснување
Девизна ориентираност	$FX > (G+L)$	Повеќе од половината од средствата на централната банка се девизни резерви
Кредитор на државата	$(G+L) > FX$ и $G > L$	Повеќе од половината од средствата на централната банка се домашни средства, од кои повеќе од половината се состојат од побарувања од државата врз основа на кредити или ДХВ.
Кредитор на приватниот сектор	$(G+L) > FX$ и $L > G$	Повеќе од половината од средствата на централната банка се домашни средства, од кои повеќе од половината состојат од побарувања од приватниот сектор врз основа на кредити или ДХВ
Обврски		
Емисија на готови пари во оптек	$Bn > 10(Rg+Rs)$	Вкупните депозити во централната банка изнесуваат помалку од 10% од готовите пари во оптек
Банка на државата	$Bn < 10(Rg+Rs)$ and $Rg > Rs$	Вкупните депозити во централната банка се повеќе од 10% од готовите пари во оптек. Од вкупните депозити, повеќе од половината се состојат од депозити на државата.
Банка на банките	$Bn < 10(Rg+Rs)$ and $Rs > Rg$	Вкупните депозити во централната банка се повеќе од 10% од готовите пари во оптек. Од вкупните депозити, повеќе од половината се состојат од депозити на приватниот сектор.

Моделот е применет врз повеќе централни банки на земји членки на ОЕЦД¹⁹, а како период за споредба на поставеноста на монетарната политика е земен периодот од 2006 година наваму.

¹⁹ Во анализата се вклучени централните банки на: Австралија, САД, Јапонија, Турција, Велика Британија, Канада, Норвешка, Јужна Кореја, Швајцарија и ЕЦБ, дел од земјите во развој, Алжир, Аргентина, Бразил, Чиле, Кина, Колумбија, Русија, Јужна Африка и Турција, како и новите земји членки на ЕУ, меѓу кои, Бугарија, Хрватска, Чешка, Полска, Романија и Унгарија.

Врз основа на анализата по централни банки, Патипелохи дошол до заклучокот дека и покрај разликите коишто постоеле пред кризата, во периодот по кризата се забележува тренд на конвергирање на централните банки кон остварување порамномерен сооднос помеѓу домашниот јавен долг и долгот на домашниот приватен сектор во нивните биланси ($L = G$). Тоа произлегува од потребата за решавање на проблемот на глобалната банкарска криза со која се соочија голем број централни банки и потребата за обезбедување засилена кредитна поддршка на банките. Како резултат на тоа, структурата на билансите се промени, особено кај централните банки на САД, Јапонија, Турција, коишто ја спроведуваа монетарната политика преку откуп на државните хартии од вредност. Од друга страна, развојот на кризата во некои земји наложи примена на експанзивна фискална политика и значително зголемување на нивото на јавниот долг, што честопати доведе до нагорни притисоци врз каматните стапки. Како одговор на овие движења, централните банки развија посебни програми за откуп на државниот долг, што придонесе за промена на структурата на нивните биланси (ЕЦБ, Банката на Англија и Банката на Австралија).

Од друга страна, анализата покажува дека речиси во сите земји, износот на ликвидните средства на банките кај централните банки значително се зголемил во однос на готовите пари во оптек, што е резултат на одлуката на централните банки за одржување на вишокот ликвидни средства во банкарскиот систем, којшто беше создаден како резултат на новите програми за засилена кредитна поддршка и откуп на државниот долг. Во анализата, САД и Швајцарија се посочени како земји во кои дојде до значително зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем.

Од аспект на нето девизната актива, повеќето централни банки пред кризата одржувале рамномерна позиција помеѓу домашната актива и девизните резерви. Како исклучок од ова правило се: Банката на Канада, Банката на Јапонија и Федералните резерви, коишто во своите биланси одржуваат домашна актива, за разлика од Банката на Норвешка кај којашто е најзастапена нето девизната актива. Меѓутоа, анализата покажува дека во периодот од 2006 до 2011 година, како резултат на потребата за стабилизирање на девизниот курс на националната валута, позначително зголемување на нето девизната актива е забележано во Швајцарија и Јужна Кореја. Во истиот период, Банката на Англија повеќе се насочила кон домашната актива, зголемувајќи го учеството на домашниот државен долг во својот

биланс. Кај останатите централни банки, односот меѓу домашната актива и девизните резерви не се променил.

Сумирајќи ги резултатите од анализата, авторот заклучува дека Банката на Англија, Федералните резерви и Банката на Швајцарија се најагресивни во поглед на промената на структурата на билансот, што значи дека интервенциите за време на кризата значително ја промениле редовната оперативна рамка на монетарната политика. Од анализата на билансот на ЕЦБ, произлегува дека од аспект на поставеноста на монетарната политика настанале сосема умерени промени. Најзначаен фактор, којшто во периодот од 2006 до 2015 година остварил влијание врз структурата на билансот на ЕЦБ, претставуваат интервенциите за зголемување на ликвидноста на банките и посредничката улога на ЕЦБ на заживување на меѓубанкарскиот пазар на пари по пропаѓањето на инвестициската банка „Леман брадерс“ во 2008 година. Меѓутоа, имајќи ја предвид високата ликвидносна позиција на банките пред кризата, промената на структурата на билансот на ЕЦБ е значително поумерена во однос на промената на билансот на Федералните резерви. Исто така, авторот укажува дека најзначајно влијание врз зголемувањето на ликвидноста во еврозоната оствариле стандардните механизми на ЕЦБ, односно кредитната поддршка на банките, додека износот на државни хартии од вредност во билансот на ЕЦБ сосема умерено се зголемил, така што билансот на ЕЦБ бележи благи промени во однос на другите централни банки.

6. Оцена на поставеноста и најновите мерки на монетарната политика на ЕЦБ

Врз основа на моделот за следење на поставеноста на монетарната политика, којшто го објаснивме во претходниот дел, во продолжение е направено испитување на ефектите од најновите мерки на монетарната политика на ЕЦБ. Преку анализата на консолидираниот биланс на ЕЦБ, билансните ставки се групирани во основните категории коишто се потребни за изработка на стилизираниот биланс на ЕЦБ. Во табелата 14 се претставени податоците од билансите во неколку карактеристични периоди: во периодот пред кризата, односно на крајот на 2006 година, потоа крајот на кризата 2011 година и крајот на 2015 година.

Табела 14

Стилизиран биланс на ЕЦБ

(во милијарди евра)

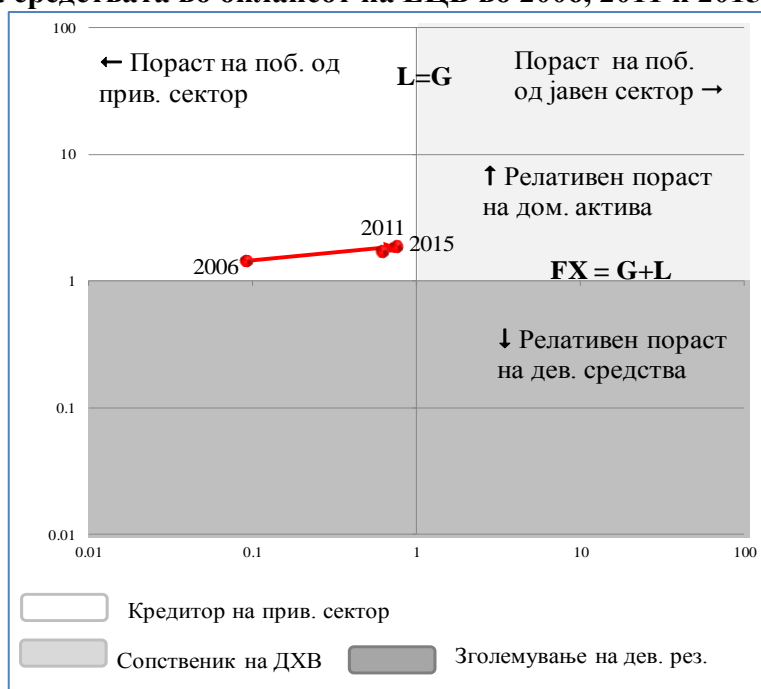
Средства	2006	2011	2015	Обврски	2006	2011	2015
Девизни резерви (FX)	329,065	563,716	621,240	Готови пари во оптек (Bn)	578,914	846,591	1,038,330
Побарувања од домашниот приватен сектор (L)	441,345	599,051	669,914	Обврски кон банките (Rs)	179,193	485,961	536,151
Домашен државен долг (G)	40,243	371,235	506,203	Обврски кон државата (Rg)	63,736	75,855	142,397

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од [ЕЦБ](https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do) (<https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do>)

Користејќи ги поставените правила за класификација на поставеноста на монетарната политика, резултатите од анализата на податоците од стилизираните биланси на централните банки се претставени на графиконот 31 и графиконот 32. На графиконот 31 претставена е промената на поставеноста на монетарната политика во зависност од структурата на средствата од билансот на ЕЦБ, додека на графиконот 32, претставени се резултатите од анализата на обврските.

Графикон 31

Структура на средствата во билансот на ЕЦБ во 2006, 2011 и 2015 година



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоците од ЕЦБ (<https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do>)

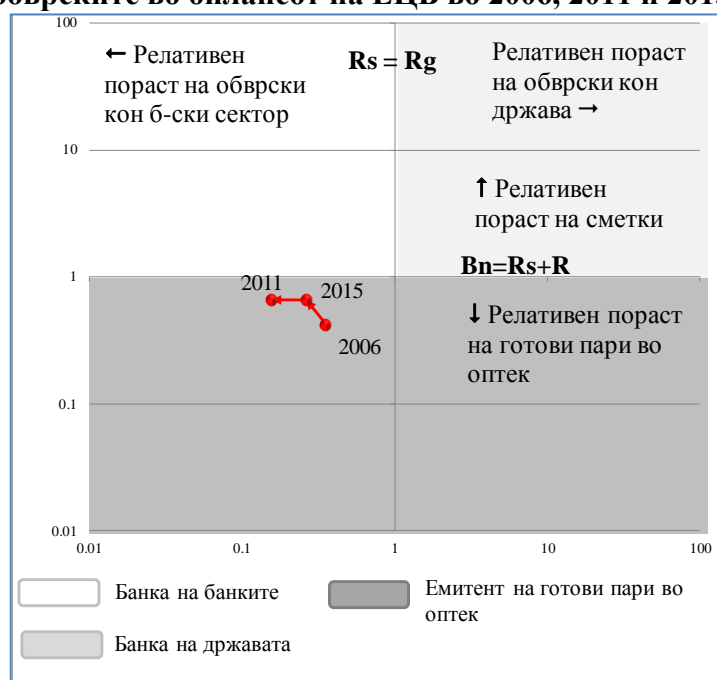
Поместувањата кај хоризонталната оска кај графиконот 31, упатуваат дека настанале промени кај средствата на централната банка врз основа на побарувања од државата во однос на побарувањата од домашниот приватен сектор (G/L).

Поместувањата во однос на вертикалната оска упатуваат на промени кај средствата во домашна валута во однос на нето девизните средства на централната банка ($G+L/FX$).

На графиконот 32, движењата по должината на хоризонталната оска упатуваат на промени на односот помеѓу обврските кон државата и обврските кон банкарскиот сектор (Rg/Rs), додека поместувањата во однос на вертикалната оска упатуваат на промени на соодносот помеѓу состојбата на сметките на банките и државата кај централната банка и готовите пари во оптек ($Rg+Rs$)/ Bn).

Графикон 32

Структура на обврските во билансот на ЕЦБ во 2006, 2011 и 2015 година



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоците од ЕЦБ (<https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do>)

Графиконите се претставени на логаритамска скала којашто овозможува подобро согледување и споредба на промените на широк спектар на вредности во рамките на одреден временски период.

Резултатите од пресметката на показателите, во голема мера, соодветствуваат на резултатите од анализата на Патипелохи. Продолжувањето на анализата со податоците за периодот од 2011 до 2015 година упатува на позначително придвижување на поставеноста на монетарната политика на ЕЦБ кон монетарно финансирање. Имено, од второто тримесечје на 2012 година, заради позасилена ликвидносна поддршка на банките и стабилизирање на движењата во одделни

пазарни сегменти, ЕЦБ започна со посилни програми за откуп на државни хартии од вредност коишто придонесоа за зголемување на побарувањата од јавниот сектор во билансот на ЕЦБ (G/L).

Од друга страна, показателот за ликвидноста во однос на готовите пари во оптек $(R_s+R_g)/V_n$ не се промени, со оглед на тоа што емитираните ликвидни средства преку долгорочните операции за рефинансирање, како и преку програмите за откуп на хартиите од вредност беа постепено, предвремено отплаќани или стерилизирани преку останатите инструменти на ЕЦБ. Истовремено, растот на средствата на сметките на банките во голем дел беше следен од растот на готовите пари во оптек, така што нивниот сооднос не се промени. Од друга страна, во однос на состојбата на девизната или домашната компонента во билансот $(G+L)/FX$, поставеноста на монетарната политика на ЕЦБ упатува на благо придвижување во насока на зголемување на домашната актива, што е во согласност со растот на домашниот приватен и јавен долг во портфолиото на ЕЦБ.

Врз основа на анализата, може да се заклучи дека поставеноста на монетарната политика на ЕЦБ во 2015 година се разликува од 2006 и 2011 година. Ефектите од мерките овозможиле надминување на ликвидносната криза во банкарскиот сектор и постепено стабилизирање на движењата на пазарите на хартии од вредност. Со намалувањето на неизвесноста во врска со интегритетот на еврозоната, особено во септември 2012 година, по изјавата на претседателот на ЕЦБ, Марио Драги, дека за спас на еврото „ќе се преземе сè што е потребно“, активноста на меѓубанкарскиот пазар повторно заживеа, а приносите на државните хартии од вредност, особено на периферните земји членки, се намалија. Исто така, со формирањето на единствената банкарска унија, беа преземени мерки за решавање на структурните слабости на европскиот банкарски сектор и надминување на ризиците од прелевање на финансиската нестабилност помеѓу земјите членки на еврозоната.

Во моментов, основен проблем за ЕЦБ е ниската инфлација во еврозоната, како и различните остварувања во однос на стапките на инфлацијата помеѓу земјите членки (графикон 15). Имено, ниската инфлација во еврозоната е резултат на високите надолни отстапувања, па дури на негативните стапки на инфлацијата во земјите членки кај кои беа преземени голем број мерки за враќање на конкурентноста во однос на земјите од јадрото. Со намалувањето на стапката на инфлацијата во еврозоната, заради одржување или подобрување на конкурентноста

на економиите, се зголемува потребата за натамошно намалување на инфлацијата кај периферните земји членки.

Меѓутоа, треба да се има предвид дека освен мерките на монетарната политика за справување со последиците на кризата, и натаму постои потребата од преземање структурни реформи за целосно исполнување на критериумите предвидени со теоријата на оптималните валутни зони, што ќе овозможи зголемување на конкурентноста, надминување на фискалните и екстерните нерамнотежи помеѓу земјите членки, како и обезбедување силен и одржлив економски раст на еврозоната во целина.

ГЛАВА 4 – ЕКОНОМСКИТЕ ОСТВАРУВАЊА ОД СТРАНА НА ЗЕМЈИТЕ КАНДИДАТКИ ЗА ВЛЕЗ ВО ЕМУ

Во услови на финансиска и економска криза и жестоки политички дискусии за иднината на единствената европска валута, еден дел од земјите членки на ЕУ и понатаму е надвор од еврозоната. Имено, во моментот еврозоната се состои од 19 земји членки и заедно со преостанатите девет ја формираат ЕУ. Земјите членки коишто се надвор од еврозоната може да се поделат на две групи. Првата група ја сочинуваат земјите коишто имаат обврска да влезат во монетарната унија веднаш по исполнувањето на критериумите за конвергенција. Во оваа група спаѓаат: Шведска, Романија, Бугарија, Чешка, Унгарија, Полска и Хрватска. Во рамките на оваа група, Шведска е дел од т.н. стари земји членки на ЕУ и има специфична позиција, со оглед на тоа што при формирањето на валутната унија таа не ги исполнуваше критериумите за влез во монетарната унија коишто се однесуваат на стабилноста на националната валута и независноста на централната банка. Подоцна, во 2003 година, во Шведска беше спроведен референдум, на кој 55,9% од граѓаните се изјаснија против влегувањето во монетарната унија. Во рамките на оваа група земји спаѓаат и земјите членки со привремен статус. Овие земји членки привремено ја имаат задржано монетарната независност, но имаат обврска да влезат во валутната унија штом ќе ги исполнат критериумите за реална и номинална конвергенција.

Втората група земји ја сочинуваат Велика Британија и Данска. Овие земји членки на ЕУ имаат специјален статус којшто им дава право на откажување (англ. opt-out), што значи дека по исполнувањето на критериумите за конвергенција, за нив не постои обврска да го прифатат еврото и да влезат во валутната унија. Данскиот устав содржи одредби коишто налагаат одржување референдум за влез на Данска во третата фаза на ЕМУ²⁰. Меѓутоа, иако резултатот од одржаниот референдум во 2000 година беше против еврото со 53% од гласовите, како резултат на тесната поврзаност на националната валута со еврото во рамките на ЕРМ II и поврзаноста на монетарната политика, Данска е *de facto* членка на еврозоната.

Статусот на Велика Британија произлегува од Протоколот бр. 15²¹. Согласно со Протоколот, Велика Британија ги задржа надлежностите во областа на

²⁰ Consolidated Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, Protocol No.16 on certain provisions relating to Denmark, стр. 383

(<https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/st06655-re01.en08.pdf>)

²¹ Ibid, 366

монетарната политика, но истовремено беше оставена можноста за промена на статусот на земјата членка. На 23 јуни 2016 година во Велика Британија беше спроведен референдум на којшто граѓаните се изјаснија за излез од ЕУ. Постапката за доброволен излез на земја од ЕУ е уредена со членот 50 од Лисабонскиот договор, односно започнува во моментот кога земјата ќе достави формално известување до Европскиот совет за намерата за излез од ЕУ, по што започнуваат преговори коишто може да траат најдолго две години. По истекот на две години, членството на Велика Британија би престанало по автоматизам и би се применувале правилата на Светската трговска организација во односите со ЕУ.

Иако значењето на политичките фактори е големо, преку зголемувањето на евроскептицизмот во останатите земји, проблемите со имиграцијата и третманот на граѓаните од ЕУ земјите во Велика Британија и обратно, ребалансирањето на гласачката моќ на земјите во рамките на институциите од ЕУ, како и други ефекти, од економски аспект како особено значајни точки на ранливост се посочуваат: 1) трговската поврзаност; 2) странските директни инвестиции; 3) финансискиот сектор и 4) зголемената неизвесност²². Исходот од референдумот за излегување на Велика Британија од ЕУ имаше брзи ефекти врз движењата на финансиските пазари. Падот на вредноста на британската фунта и зголемената променливост на берзите во Европа беа првичните ефекти и нивното времетраење е неизвесно. Пролонгираниот период на неизвесност може да влијае врз растот на европската економија преку намалување на инвестициите и потрошувачката.

Од аспект на останатите земји коишто се кандидатки за влез во ЕМУ, сè уште важи определбата за приклучување кон европското семејство, а со тоа и основните приоритети за натамошно зајакнување на економиите преку поттикнување на инвестициите, модернизација и продлабочување на заедничкиот пазар, дефинирање и спроведување одржлива миграциска политика, како и промовирање на политиката на добрососедство, проширување и градење односи со стратешките партнери. Истовремено, презентираниите искуства на земјите членки на еврозоната упатуваат на фактот дека прераниот влез во валутна унија може да предизвика сериозни последици за националните економии, но и за економијата на еврозоната во целина. Во продолжение на овој труд е направена компаративна анализа на остварувањата на

²² НБРМ, Ефекти од излезот на Велика Британија од Европската Унија – Брежит, август, 2016 (http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Efekti_od_izlezot_na_Velika_Britanija_od_Evropskata_Unija_Bregzit.pdf)

шесте земји кандидатки за влез во монетарната унија со привремен статус, коишто се карактеризираат со различен степен на реална и номинална конвергенција, водат независна монетарна политика и спроведуваат сопствени макроекономски политики. Станува збор за новите земји членки на ЕУ, односно за Чешка, Полска и Унгарија, коишто влегоа во ЕУ уште во 2004 година, потоа за Бугарија и Романија, коишто се членки на унијата од 2007 година и Хрватска, којашто влезе во европското семејство во 2013 година.

Анализата на остварувањата на овие земји, од аспект на селектираните критериуми за влез во валутната унија, како и разработката на поставеноста на нивните монетарни политики претставуваат добра основа за оцена на остварувањата и за трасирањето на основните насоки на движење на македонската економија во процесот на конвергенцијата кон ЕУ.

1. Исполнување на критериумите за влез во ЕМУ

Основен предуслов за влез на новите земји членки на ЕУ во ЕМУ претставува обврската за постигнување номинална конвергенција, односно исполнување на критериумите согласно со Договорот од Мастрихт. Тоа подразбира процес на конвергенција на стапките на инфлацијата и на каматните стапки, ограничување на нивото на буџетскиот дефицит и на јавниот долг. Воедно, две години пред пристапувањето во еврозоната, новите земји членки мора да ги исполнат условите за влез во ЕРМ II, којшто подразбира ограничување на флексибилноста на девизниот курс на националната валута. Исто така, Пактот за стабилност и раст и новиот Фискален договор предвидуваат дополнителни ограничувања за фискалната политика на земјите по нивниот влез во еврозоната.

Со влегувањето во монетарната унија, земјите членки ќе треба целосно да се откажат од независната монетарна политика и постојано да се приспособуваат кон утврдените монетарни услови на ЕЦБ за одржување ниска и стабилна стапка на инфлација. Исто така, новите земји членки на ЕУ треба да ги остварат овие критериуми низ процесот на реална конвергенција, што подразбира зголемување на отпорноста кон асиметричните економски шокови преку обезбедување синхронизација на економските циклуси и секторска усогласеност, мобилност на работната сила, флексибилност на платите, движење на капиталот и отвореност на

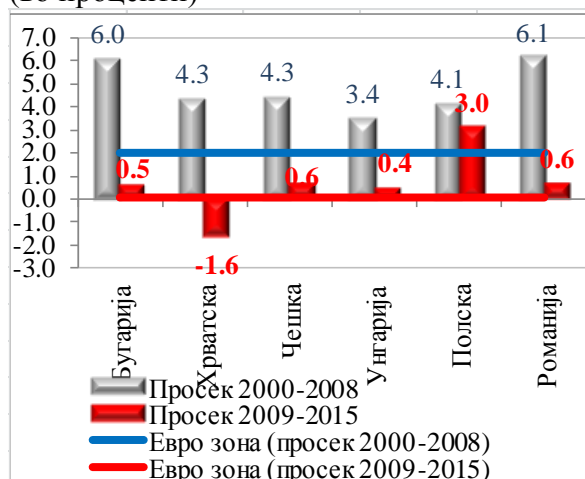
економијата кон останатите земји од ЕМУ. Остварувањата на новите земји членки во текот на последните неколку години во голема мера беа под влијание на глобалната финансиска и економска криза, а потоа и на европската должничка криза. Како последица на кризата, тие се соочија со рецесија и значително влошување на фискалните позиции, што доведе до процес на консолидација на јавните финансии. Фискалните рестрикции придонесоа за забавување на економското закрепнување и намалување на домашната економска активност.

Во продолжение на овој труд е направена анализа и оцена на степенот на остварување на критериумите за влез во ЕМУ од страна на шесте новите земји членки на ЕУ.

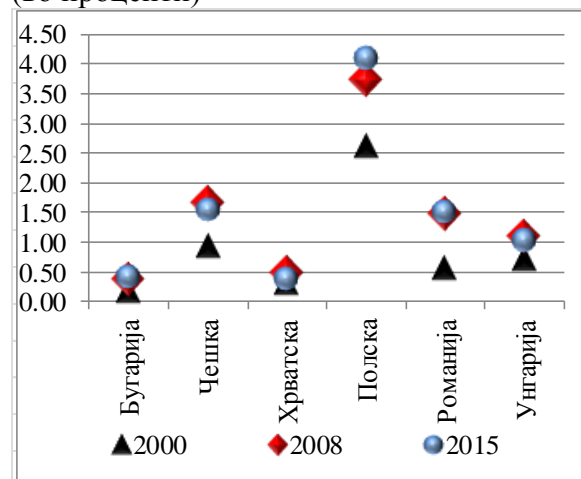
2. Реална конвергенција

Анализата на синхронизираноста на економиите преку следењето на динамиката на економскиот раст упатува на фактот дека новите земји членки оствариле позитивни придобивки од влезот во ЕУ. Во периодот од 2000 до 2015 година, растот на БДП кај новите земји членки на унијата изнесуваше 2,9%, во просек, за разлика од просечниот годишен раст во еврозоната од 1,2%.

Графикон 33
Движење на стапката на БДП во периодот од 2000 до 2015 година (во проценти)



Графикон 34
БДП на земјата во однос на БДП на еврозоната во 2000, 2008 и 2015 година (во проценти)



Извор: ММФ, Базата на податоци на СЕП (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx>), пристапено во септември 2016 година

Имено, од графиконот 33 може да се види дека во периодот пред кризата, овие земји остваруваа значително повисоки стапки на економски раст којшто беше

подржан со позитивните движења во глобалното окружување, приливите врз основа на СДИ и оптимистичките очекувања за нивниот економски раст во рамките на ЕУ. Оттаму, следејќи ја споредбата претставена на графиконот 34, во периодот од 2000 до 2008 година, новите земји членки остварија зголемување на БДП во однос на БДП на еврозоната, што дополнително беше поттикнато и со влезот во ЕУ во 2004 година.

Меѓутоа, со ескалацијата на кризата во 2008 година, позитивните економски остварувања на новите земји членки беа значително влошени (со исклучок на Полска), така што подолг период остваруваа забавен (или негативен кај Хрватска) економски раст. Во табелата 15 е претставена структурата на БДП според трошочниот метод. Од табелата може да се заклучи дека, освен од надворешните фактори, забавувањето на економскиот раст беше резултат на намалувањето на растот на потрошувачката и инвестициите кај приватниот сектор. Исто така, со намалувањето на јавните расходи и фискалната консолидација, дополнително се зголеми зависноста од нето-извозот кај овие земји. Имено, во периодот од 2008 до 2015 година, учеството на бруто-инвестициите во БДП кај новите земји членки се намали од 30,3% на 22, 4%, така што во 2015 година придонесот на извозот достигна 63,8%.

Табела 15

Структура на компонентите на БДП според трошочниот метод во 2004, 2008 и 2015 година

(во проценти)

	Нови земји членки			Евро зона		
	2004	2008	2015	2004	2008	2015
БДП по пазарни цени	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Финална потрошувачка	80.0	76.9	74.0	75.9	75.5	76.0
Финална јавна потрошувачка	19.3	18.6	17.8	19.8	20.0	20.9
Финална потрошувачка на домаќинствата	60.7	58.3	56.3	56.1	55.5	55.1
Бруто-инвестиции	25.4	30.3	22.4	22.0	23.6	19.6
Инвестиции во основни средства	23.3	29.1	22.0	21.7	23.0	19.8
Промена на залихи	2.2	0.9	0.6	0.3	0.6	-0.2
Извоз на стоки и на услуги	44.7	49.9	63.8	34.9	39.8	45.7
Увоз на стоки и на услуги	50.0	57.1	60.2	32.8	38.8	41.3
Трговско салдо	-5.3	-7.2	3.6	2.1	1.0	4.4

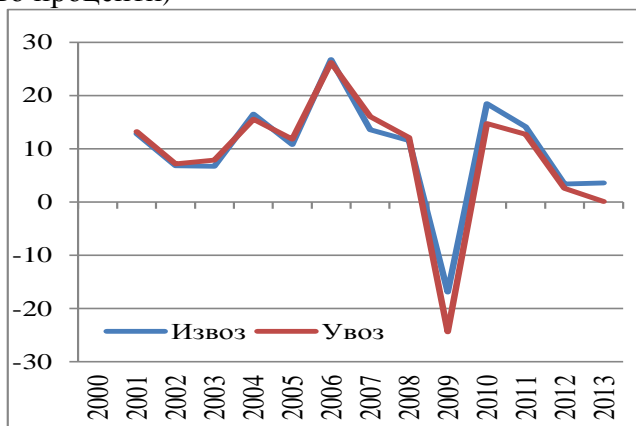
Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>), пристапено во септември 2016 година

Од друга страна, ефектите од должничката криза и рецесијата во еврозоната имаа влијание врз довербата на инвеститорите, што придонесе за ограничување на изворите на финансирање и намалување на побарувачката за извозни производи од новите земји членки на ЕУ.

Оттаму, извозот, којшто има значителен придонес во БДП на новите земји членки, во 2009 година забележа значителен пад од околу 17% во однос на претходната година, што е прикажано на графиконот 35. Сите овие фактори придонесоа за забавување на процесот на конвергенција на БДП кај оваа група земји членки на ЕУ.

Графикон 35
Просечна годишна стапка на раст на увозот и извозот кај новите земји членки од 2000 до 2013 година

(во проценти)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат
(<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>)

Другиот елемент на структурната конвергенција се однесува на процесот на секторско усогласување на економската активност кај новите земји членки на ЕУ. Земјите членки коишто имаат подиверзифицирана економска структура полесно ги надминуваат економските шокови во одредени сектори или гранки, поради тоа што останатите сектори го надоместуваат влијанието на шокот. Во табелата 16 е претставено учеството на одделните сектори во БДП на новите земји членки, при што може да се забележи дека кај голем дел од нив дошло до постепено поместување на економската активност од секторот „земјоделие“ кон индустријата и услугите.

Табела 16
Учеството на одделните сектори во БДП кај новите земји членки во 2003, 2008 и 2014 година

(во проценти)

		Еврозона	Бугарија	Чешка	Хрватска	Унгарија	Полска	Романија	Просек
Земјод, шумарство, лов и риболов	2003	2.1	10.4	2.7	5.2	4.6	4.4	13.0	6.7
	2008	1.7	7.2	2.3	5.0	4.0	3.7	7.4	4.9
	2014	1.6	4.9	2.4	4.4	4.8	3.8	6.4	4.5
Индустрија	2003	20.9	23.2	29.3	21.6	25.2	23.5	27.8	25.1
	2008	20.1	21.8	31.2	19.2	25.5	24.0	25.8	24.6
	2014	19.4	25.2	31.8	21.0	26.0	24.7	34.3	27.2

		Евроната	Бугарија	Чешка	Хрватска	Унгарија	Полска	Романија	Просек
Градежништво	2003	5.8	4.8	6.7	7.0	5.5	6.2	6.8	6.2
	2008	6.2	9.3	6.8	8.5	4.9	7.7	12.2	8.2
	2014	5.0	5.6	6.0	5.3	4.1	6.5	9.2	6.1
Трговија, транспорт, комуникации	2003	24.3	26.4	27.2	28.3	22.2	29.8	23.8	26.3
	2008	23.8	26.8	25.3	26.7	23.9	29.1	26.1	26.3
	2014	23.4	24.9	23.9	25.5	22.7	30.8	16.4	24.0
Деловни актив., финансии, осигурување, јавна администр.	2003	46.9	35.0	34.1	37.8	42.5	36.1	28.7	35.7
	2008	48.1	35.0	34.4	40.6	41.6	35.6	28.5	36.0
	2014	50.6	39.3	36.0	43.8	42.4	34.2	33.8	38.3

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>),), пристапено ноември 2016 година

Во периодот од 2003 до 2014 година, придонесот на земјоделието се намали од 6,7% на 4,5%, просечното учество на индустријата се зголеми од 25,1% на 27,2%, како и на деловните активности, финансиите, осигурувањето, јавната администрација и останатите дејности, чијшто придонес во вкупната економска активност на новите земји членки се зголеми од 35% на 38,3%.

Следејќи ја секторската структура по земји, може да се заклучи дека во Романија и Бугарија сè уште преовладува секторот на земјоделието, и покрај неговото намалување во изминатите години. Од друга страна, учеството на индустријата во Романија, Чешка и Унгарија е значително повисоко во однос на просекот на еврозоната, додека во Полска, најголемо е учеството на трговијата, транспортот и комуникациите, како во однос на просекот на еврозоната, така и во однос на останатите земји од оваа група.

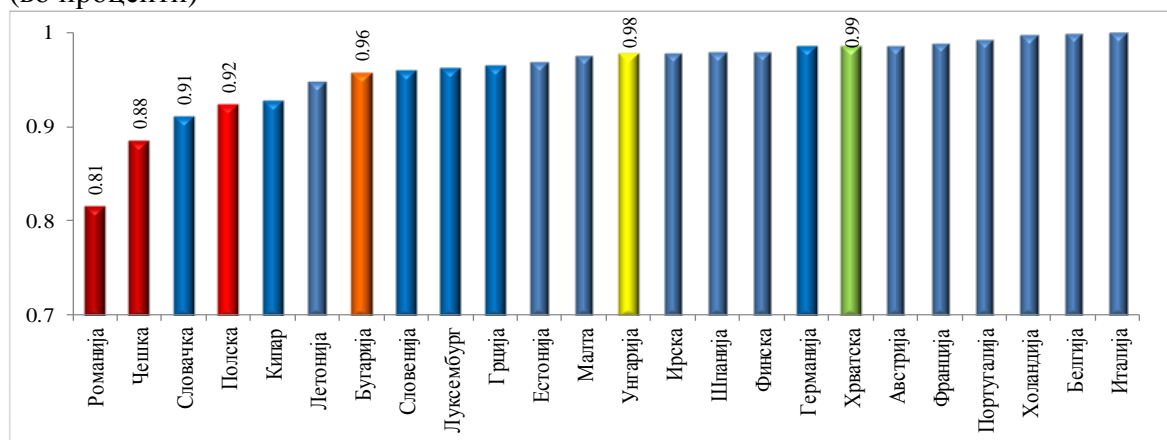
Имајќи предвид дека зависноста од одреден главен сектор или гранка, односно поголемата специјализација на економијата придонесува за зголемување на изложеноста на националната економија кон одредени асиметрични шокови коишто не се карактеристични за останатите земји членки на унијата, од особено значење е продолжувањето на процесот на структурни реформи коишто ќе овозможат натамошно економско приближување кон секторската структура во еврозоната.

Поврзаноста на секторската структура кај новите земји членки со просечната секторска структура во еврозоната за периодот од 2003 година, прикажана на графиконот 36, упатува на фактот дека Хрватска и Унгарија имаат најниски отстапувања во однос на просечната секторска структура во еврозоната.

Графикон 36

Поврзаност на секторската структура на новите земји членки со просечната секторска структура во еврозоната

(во проценти)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>)

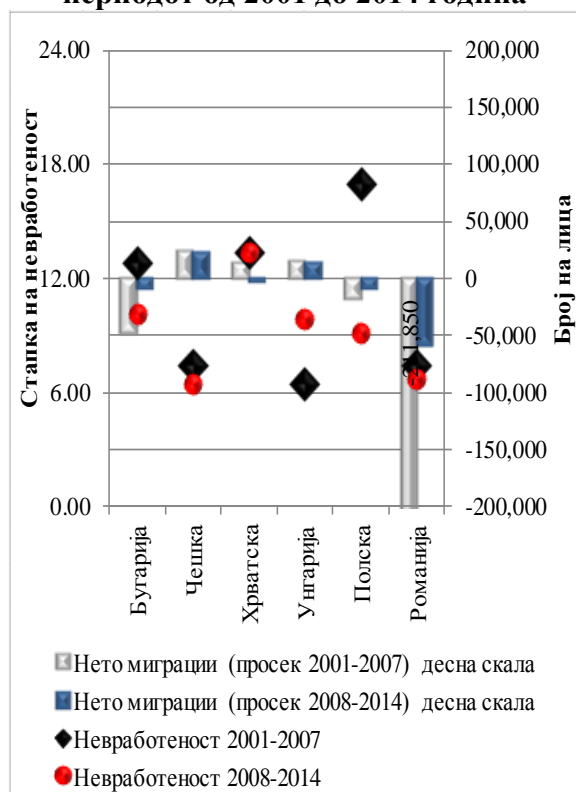
Доколку се повикаме на теоријата за оптимални валутни зони и на механизмите за воспоставување рамнотежа во економиите коишто се подложни на асиметрични економски шокови, едно од решенијата за надминување на ефектите од таквите шокови е мобилноста на работната сила.

Од анализата на нето-миграциите во однос на промените кај невработеноста кај новите земји членки на ЕУ, може да се заклучи дека по ескалацијата на кризата, поврзаноста помеѓу овие две варијабли е зголемена во Бугарија и Унгарија. Имено, следејќи ги црвените и црните показатели на графиконот 37, може да се заклучи дека во периодот од 2008 до 2014 година, невработеноста во Бугарија се намалила од 12,8% на 10,1%, во услови на одливи на работната сила надвор од земјата, коишто се претставени со сините и сивите столбови. Во истиот период, невработеноста во Унгарија се зголемила од 6,5% на 9,8%, што меѓу другото, е резултат и на нето-приливите на работната сила. Меѓутоа, сепак треба да се има предвид дека заради високите јазични, квалификациски, културни и социјални бариери, миграциите од и кон новите земји членки на ЕУ се мали, што се согледува преку значителните отстапувања кај стапката на невработеност помеѓу овие земји, но воедно и во однос на земјите од еврозоната. Просечната стапка на невработеност во периодот од 2008 до 2014 година во Хрватска изнесува 13,55%, во Полска 13,25%, во Бугарија 11,77%, во Унгарија 8,03, во Романија 7,11%, додека во Чешка е најниска и изнесува 7,05%. Црвените столбови на графиконот 38, особено кај Хрватска упатуваат на високи

отстапувања во однос на просечната стапка на невработеност во еврозоната и на сè уште ниска мобилност на работната сила.

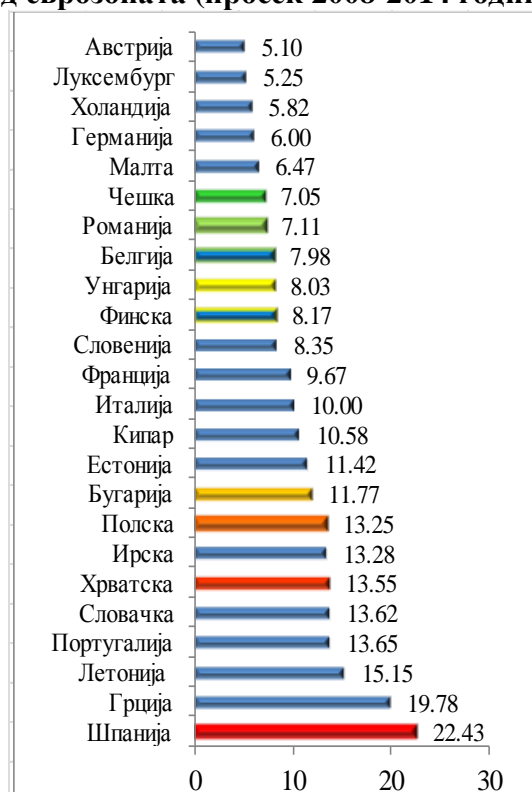
Графикон 37

Движење на нето-миграциите во однос на стапката на невработеност во периодот од 2001 до 2014 година



Графикон 38

Невработеност кај новите земји членки во однос на невработеноста кај земјите од еврозоната (просек 2008-2014 година)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=demo_gind&lang=en), пристапено ноември 2016 година

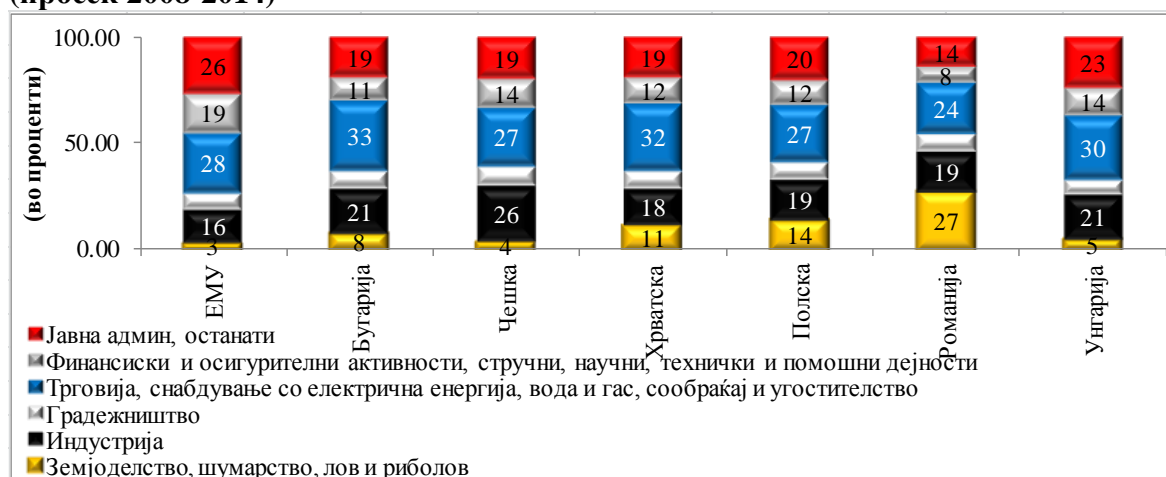
Од друга страна, понапред, во рамките на анализата на економските остварувања на земјите членки на еврозоната, го согледаваме значењето на усогласениот раст на реалните плати со продуктивноста на трудот како еден од основните елементи за остварување на макроекономска стабилност на земјата на долг рок. Имено, цврстата врска помеѓу овие две варијабли, пред сè во индустријата и приватниот сектор, подразбира одржување одредена стапка на невработеност, влијае врз конкурентноста на економијата и го намалува ризикот од појава на инфлацијата којашто може да се зголеми како резултат на спиралното движење на платите и цените. Од друга страна, растот на побарувачката за работната сила и олабавувањето на политиката на платите во јавниот сектор може да придонесат за зголемување на платите во приватниот сектор и воопшто, во целата економија. Од тие причини, при анализата на платите и нивната поврзаност со промените кај

продуктивноста на трудот, треба да се има предвид и секторската структура на економиите.

Распределбата на вработеноста кај новите земји членки на унијата, прикажана на графиконот 39, упатува дека најголемиот дел од работната сила е ангажиран во секторот „услуги“, односно во трговијата, снабдувањето со електрична енергија, вода и гас, сообраќај и угостителство (24%) и во индустријата (21%). Во рамките на оваа група земји, вработеноста во јавната администрација е рамномерно распределена по земји и изнесува 19%, во просек, што е под просекот во еврозоната којшто изнесува 26%.

Графикон 39

Учество на вработените по сектори во вкупниот број вработени (просек 2008-2014)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Меѓународната организација на трудот (ILO) (http://www.ilo.org/ilostat/faces/help_home/data_by_subject?_afLoop=200763408057418#!%40%40%3F_afrLoop%3D200763408057418%26_adf.ctrl-state%3Dln08zgxoz_4), пристапено ноември 2016 година

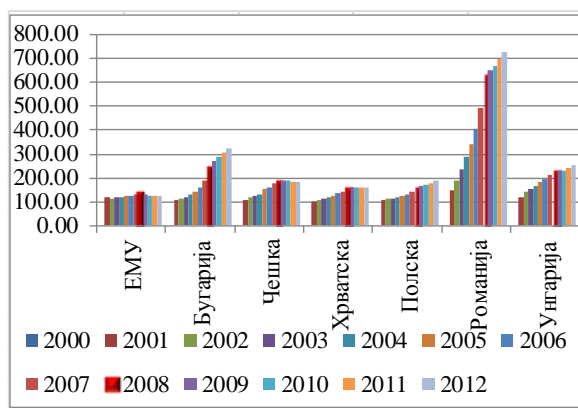
Сепак во рамките на овие групи, постојат одредени разлики во однос на распределбата на работната сила. Така, во Чешка, во секторот „земјоделие, шумарство, лов и риболов“ се ангажирани само 4% од вкупниот број на вработени, додека во Романија овој сектор опфаќа 27,1% од вработените. Финансиските и осигурителните активности во Унгарија зафаќаат 13,6%, додека во Романија учеството на работната сила во овој сектор изнесува само 7,7%. Овие разлики во распределбата на работната сила по сектори упатуваат на фактот дека политиката на платите кај одделните земји членки е под влијание на различни фактори коишто зависат од распределбата на работната сила по сектори.

Истовремено, растот на платите кај новите земји членки на ЕУ е под влијание и на процесот на реалната конвергенција којшто е забрзан со миграциските движења

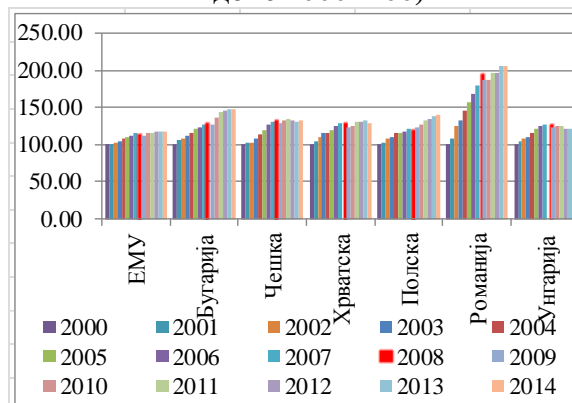
и можноста за вработување во која било од земјите членки во рамките на ЕУ. Од тие причини, во текот на последните неколку години порастот на платите е висок кај поголемиот дел од новите земји членки и изнесува 8%, во просек, на годишно ниво.

Од графиконот 40 може да се забележи дека во периодот од 2000 година наваму, во Чешка и Полска, коишто се во понапредна фаза во процесот на конвергенција, платите растат умерено, додека во Романија, Бугарија и Унгарија, коишто влегоа во ЕУ со ниско ниво на номинални плати, растот е значителен. Во истиот период, порастот на номиналните плати во еврозоната беше релативно стабилен.

Графикон 40
Пораст на номиналните плати
(индекс 2001=100)



Графикон 41
Движење на продуктивноста на трудот
(БДП по константни цени по вработен,
индекс 2000=100)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Меѓународната организација на трудот (<https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/st06655-re01.en08.pdf>), пристапено ноември 2016 година

Истовремено, доколку се анализираат економските остварувања на новите земји членки преку следење на продуктивноста на трудот, од графиконот 41 може да се забележи дека во периодот од 2000 до 2014 година продуктивноста на трудот, исто така, оствари висок годишен раст, којшто изнесува 2,5 проценти во просек. Притоа, највисок раст на продуктивноста на трудот беше забележан во периодот од 2000 до 2007 година, којшто забави за време на глобалната економска и финансиска криза. Повторно обновување на растот на продуктивноста е забележано од 2010 година, којшто продолжи и во наредните години.

Како резултат на ваквите движења, трошоците по единица труд, коишто се утврдуваат врз основа на движењето на платите и продуктивноста на трудот, остварија различни движења кај новите земји членки на ЕУ. Од табелата 17 може да

се согледа дека во периодот од 2000 до 2013 година, растот на реалните плати во Бугарија, Романија и Унгарија е значително побрз од растот на продуктивноста на трудот. Во истиот период, Полска, Чешка и Хрватска забележале поусогласен раст на реалните плати продуктивноста на трудот што се одразува и во умереното зголемување на трошоците по единица труд. Во Романија, во периодот од 2008 до 2013 година, индексот на трошоците на трудот по единица производ се зголемил од 266,3 на 327,1 проценти, за разлика од Чешка, каде што порастот е од 120,9 на 132 проценти.

Карактеристично за новите земји членки е тоа што тие влегоа во ЕУ со значително пониско ниво на номиналните плати во однос на останатите земји членки на ЕУ. За споредба, согласно со податоците од Меѓународната организација на трудот²³, во 2008 година нето номиналната плата во Германија изнесуваше 2,333 евра и беше значително повисока од платата во Бугарија и Романија, којашто во истиот период изнесуваше 279 евра и 479 евра, соодветно. Во Романија, како резултат на забрзаниот процес на конвергенција, дојде до забрзан раст на платите, за разлика од Бугарија каде што растот на платите беше многу поумерен.

Табела 17

Збирен раст на платите, продуктивноста и трошоците по единица производ (2000=100) до 2008 и до 2013 година

(во проценти)

	Просечни годишни номинални плати (2008 година, во евра)	Кумулативен раст на реалните плати, (2000=100)		Продуктивност		Трошоци по единица труд	
		2008	2013	2008	2013	2008	2013
Бугарија	279	145.0	175.9	129.2	147.9	135.3	202.9
Чешка	1,057	116.7	129.4	133.4	131.2	120.9	132.0
Хрватска	400	123.8	131.9	130.2	133.5	120.7	135.4
Унгарија	792	193.7	261.1	128.4	122.0	147.9	171.9
Полска	841	113.1	128.1	120.1	137.4	121.0	138.3
Романија	479	128.8	164.0	195.1	204.8	266.3	327.1

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат

(http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?wai=true&dataset=nama_aux_ulc) и Меѓународната организација на трудот

(http://www.ilo.org/ilostat/faces/help_home/data_by_subject?_afzLoop=297632204418792), пристапено ноември 2016 година

Имајќи ги предвид изнесените искуства на дел од периферните земји членки на еврозоната, високиот раст на платите и порастот на трошоците по единица

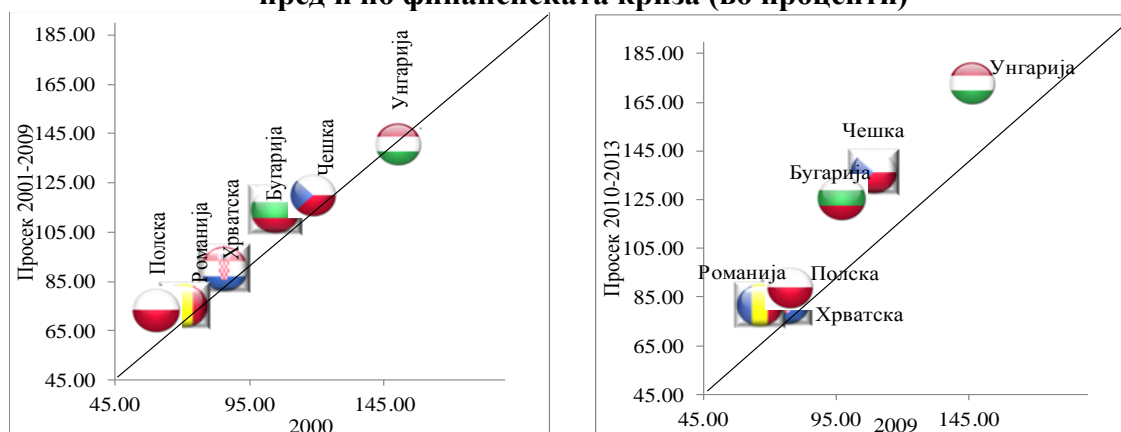
²³ International Labour Organization http://www.ilo.org/ilostat/faces/wcnav_defaultSelection?_adf.ctrl-state=v0gir1rya_4&_afzLoop=50923473422622&_afzWindowMode=0&_afzWindowId=v0gir1rya_30#!

производ може да претставуваат потенцијален проблем и кај новите земји членки. Имено, растот на трошоците по единица производ негативно влијае врз конкурентноста на економијата, што придонесува за нарушување на економскиот раст и влошување на екстерната позиција на земјата, односно зголемување на трговскиот дефицит и дефицитот на тековната сметка од билансот на плаќања.

Со цел да ги испитаме економските придобивки од влезот на новите земји членки во ЕУ, анализата ја продолжуваме со испитување на степенот на отвореноста на економиите и нивните трговски врски со еврозоната. Следејќи го показателот на отвореноста, односно вкупната вредност на увозот и извозот во однос на БДП, од графиконот 42 може да се заклучи дека надворешнотрговската размена има значително влијание врз економиите на овие земји членки.

Графикон 42

Промена кај показателот за отвореноста кај новите земји членки во периодот пред и по финансиската криза (во проценти)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>)

Географската близина со земјите од ЕУ природно го наметна овој пазар како приоритетен трговски партнер, при што учеството на ЕУ во вкупната надворешна трговска размена во периодот пред 2004 година изнесуваше 74,3% од БДП, во просек, а по зачленувањето, трговското значење на овој пазар порасна на 109% од БДП. Воедно, влегувањето во ЕУ и стимулативните макроекономски политики имаа дополнително влијание за зголемување на отвореноста на економиите. Во периодот по ескалацијата на кризата, благодарение на позитивните движења кај продуктивноста и конкурентноста, надворешнотрговската размена бележи натамошен пораст во Унгарија, Чешка, Бугарија и Полска, што беше придружено и со позитивни остварувања кај трговскиот биланс и тековната сметка на платниот

биланс. За разлика од нив, степенот на отвореност на Хрватска и Романија се намали или беше речиси непроменет. Причина за ваквите остварувања во Хрватска е забавениот економски раст, додека во случајот на Романија, основен фактор за намалување на отвореноста е намалувањето на конкурентноста на економијата, што особено дојде до израз во периодот по ескалацијата на економската и финансиската криза.

Од аспект на насоченоста на извозот и увозот на новите земји членки на ЕУ кон одделните земји од еврозоната, од табелата 18 може да се заклучи дека поврзаноста, односно степенот на интеграцијата на Чешка, Унгарија и Полска со Германија е особено висока и изнесува 28 проценти во просек од вкупната вредност на извозот, односно 24 проценти од вкупната вредност на увозот. Во Бугарија, Хрватска и Романија, вредноста на извозот и увозот кон Германија е малку понизок, но има значителен придонес во надворешнотрговската размена на овие земји.

Табела 18

Насоченост на извозот и увозот на новите земји членки на ЕУ во 2014 година
(во милиони евра)

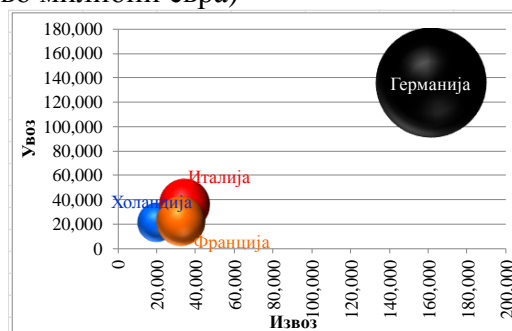
	Бугарија		Хрватска		Унгарија		Чешка		Полска		Романија	
	Извоз	Увоз	Извоз	Увоз	Извоз	Увоз	Извоз	Увоз	Извоз	Увоз	Извоз	Увоз
Германија	3,531	4,255	1,549	3,463	30,840	26,190	55,775	40,155	55,615	47,027	13,441	14,871
Франција	1,260	1,053	307	531	4,999	4,192	8,830	4,924	12,018	8,068	4,733	4,420
Италија	2,631	2,440	1,921	3,263	5,170	4,612	6,319	6,331	9,722	11,388	8,291	8,425
Холандија	659	952	220	788	3,272	4,232	4,766	5,179	8,882	8,061	1,797	2,900
Вкупно	29,387	34,740	13,844	22,907	112,196	103,111	174,279	153,225	214,477	216,687	69,878	77,889

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат

Од друга страна, размената со Италија, Франција и Холандија има помал придонес во вкупната надворешнотрговска размена на новите земји членки на ЕУ. На графиконот 43 се прикажани агрегираните податоци за вкупната вредност на увозот и извозот на шесте нови земји членки на унијата во 2014 година. Од графиконот може да се забележи дека трговската размена на

Графикон 43
Најзначајни трговски партнери на новите земји членки на ЕУ во 2014 година

(во милиони евра)



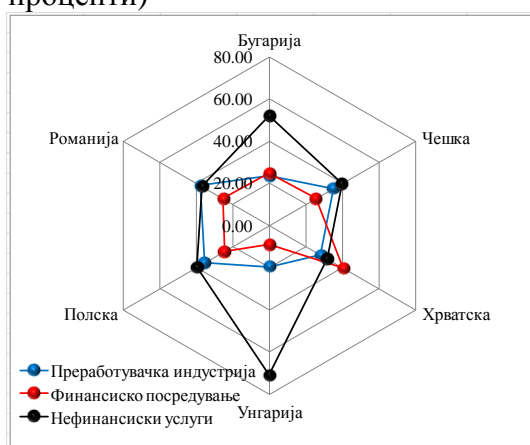
Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат

земјите членки со Германија видливо отстапува од размената со другите земји членки на еврозоната. Поврзаноста на овие земји со Германија, најголемата економија во еврозоната, којашто истовремено се одликува со високи макроекономски остварувања, создава услови за подобра синхронизација на нивните економски циклуси, структурна усогласеност и конвергенција кон ЕМУ.

Позитивните остварувања во надворешнотрговската размена и зголемувањето на отвореноста на економиите кај голем дел од новите земји членки се должат и на СДИ коишто особено се засилија по влезот во ЕУ. Имено, перспективите за идниот економски раст и хармонизацијата кон ЕУ го зајакна кредибилитетот и довербата на странските инвеститори во однос на овие земји. Оттаму, СДИ, коишто потекнуваат од земјите членки на ЕУ, пораснаа и достигнаа во просек над 60% од БДП на новите земји членки. Зависно од степенот на отвореност на економиите во однос на СДИ, приливите варираа, така што согласно со расположливите податоци од Унктадстат²⁴, во 2015 година, вкупната вредност на СДИ во Бугарија изнесува 86,4%, во Унгарија 77,7%, во Чешка 62,4%, во Хрватска 54,4%, во Полска 45,5% и во Романија 40,3% од БДП.

Освен обемот на СДИ, искуствата на периферните земји членки од еврозоната упатуваат на значењето на секторската структура на СДИ. Ниските трошоци и зголемената конкурентност ја зголемија привлечноста на СДИ во преработувачката индустрија чиешто учество изнесува околу 30%, во просек, од нивото на влезените СДИ кај новите земји членки. На графиконот 44 може да се согледа дека СДИ во преработувачката индустрија, прикажани со сината линија, се најзастапени во Романија, Чешка и Хрватска. Во Унгарија, насоченоста на СДИ е кон секторот нефинансиски услуги, коишто

Графикон 44
Состојба на СДИ по сектори во однос на
вкупните СДИ во 2012 година
 (во проценти)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (<https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/st06655-re01.en08.pdf>), пристапено ноември 2016 година

²⁴ Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock, annual, 1970-2015, <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740>

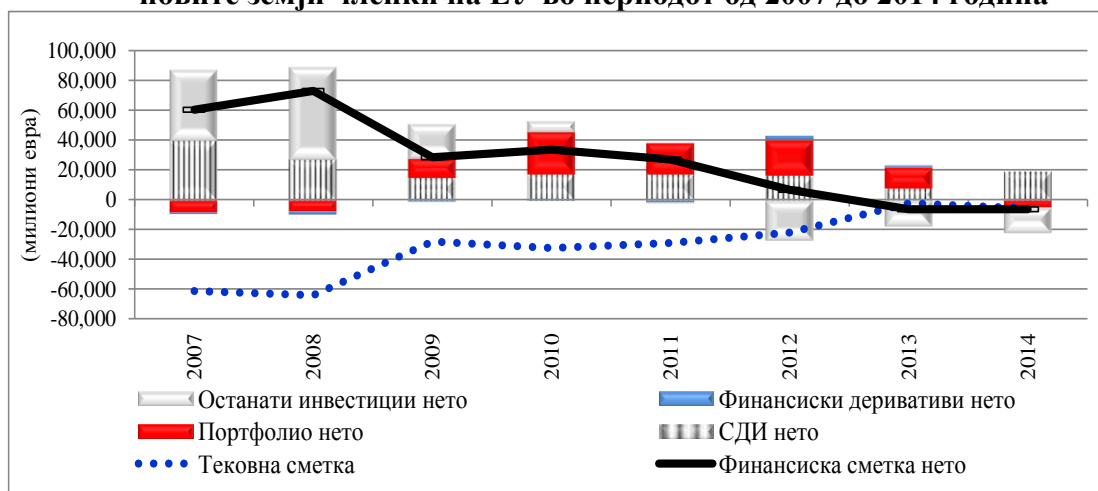
учествуваат со 71% во вкупните СДИ (црната линија). Во Хрватска, состојбата на инвестициите во секторот „финансиско посредување“ е подобра во однос на состојбата на СДИ во секторот на нефинансиски услуги и преработувачката индустрија.

Имајќи го предвид учеството на извозот на стоки, коешто изнесува 45% од БДП, во просек, приливите на СДИ во преработувачката индустрија имаат големо значење за економиите на новите земји членки. Воедно, за разлика од секторската дистрибуција на СДИ кај земјите членки на еврозоната прикажана на графиконот 13²⁵, СДИ во новите земји членки се порамномерно распоредени, со што е ублажен ризикот од одредени асиметрични шокови како резултат на концентрацијата на СДИ кон одреден сектор или гранка.

Од аспект на останатите компоненти од платниот биланс на новите земји членки на ЕУ, од графиконот 45 може да се заклучи дека нето СДИ, портфолио-инвестициите и останатите инвестиции, подолг временски период придонесувале за одржување суфицит на финансиската сметка којшто обезбедувал финансирање на тековната сметка на билансот на плаќања.

Графикон 45

Движење на тековната сметка и компонентите на финансиската сметка кај новите земји членки на ЕУ во периодот од 2007 до 2014 година



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_ext_intpos&lang=en), пристапено ноември 2016 година

²⁵ СДИ во преработувачката индустрија во Малта изнесуваат 3,1%, додека во Холандија 43,7% од вкупните СДИ во земјата. Најголем дел од СДИ во Малта е концентриран во секторот „финансиско посредување“

Во таа смисла, може да се заклучи дека со влезот во унијата, новите земји членки оствариле позитивни придобивки во поглед на приливите на СДИ. Во периодот од 2012 година наваму, агрегатните податоци за Бугарија, Чешка, Хрватска, Унгарија, Полска и Романија, покажуваат избалансираност на тековната и финансиската сметка и умерено намалување на нето-приливите на СДИ. Вообичаено, трендот на намалување на СДИ е последица на процесот на конвергенцијата на платите и порастот на трошоците по единица производ, што води кон пренасочување на СДИ кон економиите коишто нудат попривлечни услови во однос на трошоците за локалните влезни компоненти. Меѓутоа, имајќи го предвид степенот на конвергенцијата на новите земји членки и засилените институционални реформи, се очекува дека СДИ и натаму ќе имаат позитивен придонес кон растот во овие економии.

3. Номинална конвергенција

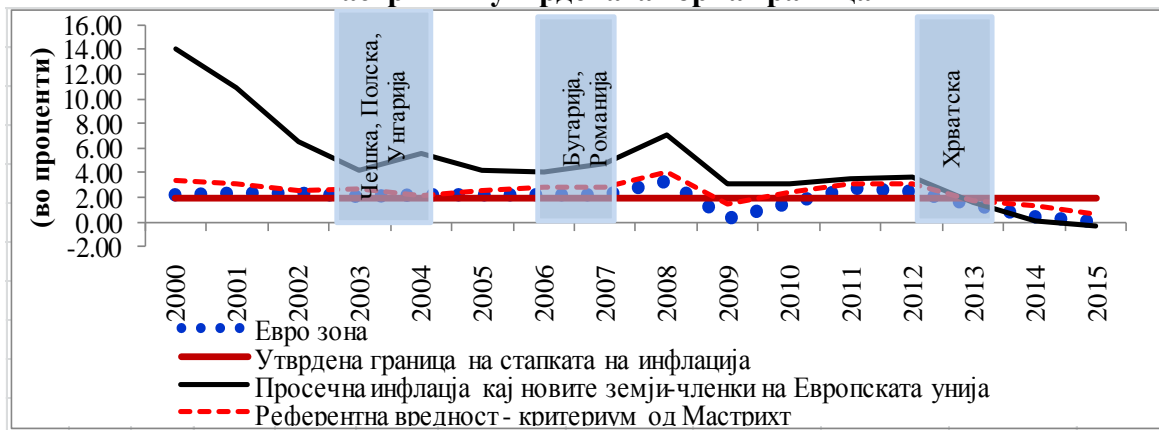
За разлика од критериумите за реална конвергенција, за кои не се утврдени конкретните цели и услови коишто треба да бидат исполнети од страна на новите земји членки во процесот на пристапување кон ЕМУ, веќе укажавме дека номиналната конвергенција подразбира остварување одредени квантитативни претпоставки коишто се однесуваат на стапката на инфлацијата, каматните стапки, ограничувањето на флексибилноста на девизниот курс на националната валута, како и на нивото на буџетскиот дефицит и на јавниот долг. Сите овие критериуми треба да бидат исполнети пред влегувањето во ЕМУ.

Во поглед на исполнувањето на критериумот за ценовната стабилност, новите земји членки се карактеризираа со високи стапки на инфлација особено во периодот пред пристапувањето кон ЕУ.

Од графиконот 46 може да се согледа дека просечната стапка на инфлацијата на оваа група земји значително отстапуваше како од просечната стапка на инфлацијата во еврозоната, така и од критериумот од Мастрихт, којшто се утврдува како аритметичка средина од просечните стапки на инфлацијата на трите држави со најдобри показатели за инфлацијата, зголемена за 1,5 процентни поени.

Графикон 46

Годишна промена на индексот на потрошувачките цени во однос кај новите земји членки на ЕУ во однос на просекот во еврозоната, критериумот од Мастрихт и утврдената горна граница



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_aind&lang=en), пристапено ноември 2016 година

Доколку се следи движењето на стапката на инфлацијата кај новите земји членки на ЕУ во табелата 19, може да се утврди дека исполнувањето на овој критериум претставува еден од позначајните проблеми во процесот на номиналната конвергенција кај овие земји. Во периодот пред ескалацијата на кризата, најголемиот дел од инфлациските остварувања на новите земји членки е означен со потемнети полиња, што упатува на фактот дека стапката на инфлацијата била над утврдената граница согласно со критериумот од Мастрихт (со исклучок на Чешка, Полска и Хрватска). По 2007 година, состојбата повторно се влошува со оглед на тоа што остварувањата кај најголем број земји од оваа група го надминуваат лимитот утврден според критериумот од Мастрихт, сè до 2014 година, кога стапката на инфлација се намалува и се сведува во рамките на дозволениот лимит.

Табела 19

Движење на годишната промена на индексот на потрошувачки цени кај новите земји членки на ЕУ во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Бугарија	10.3	7.4	5.8	2.3	6.1	6.0	7.4	7.6	12.0	2.5	3.0	3.4	2.4	0.4	-1.6	-1.1
Чешка	3.9	4.5	1.4	-0.1	2.6	1.6	2.1	2.9	6.3	0.6	1.2	2.2	3.5	1.4	0.4	0.3
Хрватска	4.5	4.3	2.5	2.4	2.1	3.0	3.3	2.7	5.8	2.2	1.1	2.2	3.4	2.3	0.2	-0.3
Унгарија	10.0	9.1	5.2	4.7	6.8	3.5	4.0	7.9	6.0	4.0	4.7	3.9	5.7	1.7	0.0	0.1
Полска	10.1	5.3	2.0	0.7	3.6	2.2	1.3	2.6	4.2	4.0	2.6	3.9	3.7	0.8	0.1	-0.7

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Романија	45.7	34.5	22.5	15.3	11.9	9.1	6.6	4.9	7.9	5.6	6.1	5.8	3.4	3.2	1.4	-0.4
Еврозона	2.20	2.40	2.30	2.10	2.20	2.20	2.20	2.20	3.30	0.30	1.60	2.70	2.50	1.4	0.40	0.00
Утврдена граница на стапката на инфлација	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Референтна вредност – критер. од Мастрихт	3.33	3.10	2.60	2.70	2.20	2.50	2.90	2.80	4.10	1.50	2.40	3.10	3.10	1.80	1.30	0.60

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_aind&lang=en), пристапено ноември 2016 година

Главните причини за инфлациските притисоци кај новите земји членки произлегуваат од процесот на конвергенцијата на реалните економии кон пазарните движења, како и од влијанието на неколку фактори. Имено, зголемувањето на расположливиот доход, растот на кредитирањето и ниските реални каматни стапки, придонесоа за поттикнување на домашната побарувачка и за одржување на инфлацијата на повисоко ниво. Воедно, како резултат на позитивните движења во глобалното окружување, како и заради согледувањата за остварување повисока профитабилност од инвестициите во новите земји членки на унијата, приливите на капитал се зголемија. Тоа придонесе за заживување на активноста на производните капацитети, но истовремено предизвика и раст на домашната побарувачка.

Економскиот раст, поттикнат од потрошувачката и инфлациските притисоци, доведе до „прегревање“ на економиите на Бугарија и Романија, што може да се забележи и од графиконот 33²⁶. За забрзување на инфлацијата во овие земји придонесе и либерализацијата на регулираните цени, особено во енергетскиот и транспортниот сектор, потоа приливите врз основа на структурните фондови од ЕУ коишто ја поттикнуваа домашната побарувачка, како и фискалната политика, којашто кај одредени земји не беше доволно рестриктивна за да ја задржи инфлацијата во контролирани рамки. Покрај ендегените и егзогените фактори за раст на инфлацијата, значаен долгорочен двигател на инфлацијата во новите земји членки претставува процесот на реалната конвергенција и последичниот Баласа-Семјуелсонов ефект, којшто настанува низ процесот на усогласувањето на цените кај новите земји членки под влијание на повисокото ниво на цени од земјите со повисок доход.

²⁶ Во Унгарија, феноменот на економско „прегревање“ беше ублажен благодарение на мерките на националните власти за надминување на макроекономски нерамнотежи и фискалната консолидација, така што стапката на економски раст се задржа на релативно пониско ниво.

Со ескалацијата на глобалната криза, се намали влијанието на факторите коишто директно или индиректно ја поттикнуваа инфлацијата. Имено, по 2009 година, стапката на инфлацијата кај новите земји членки значително се намали (со исклучок на Полска), а ваквиот тренд беше под влијание на глобалниот пад на цените на производите, забавувањето на економската активност, намалувањето на потрошувачката, со истовремено затегнување на политиката на плати и консолидација на јавните финансии. Оттаму, за разлика од периодот од 2000-2008 година, во периодот од 2009-2015 година просечната стапка на инфлацијата кај новите земји членки се намали од 6,8%, на 2,1%. Во истиот период, стапката на инфлацијата во еврозоната изнесуваше 1,07%. Трендот на одржување на ниски, па дури и негативни стапки продолжи и во 2015 година, рефлектирајќи го ниското ниво на цените на производите во глобални рамки и слабите остварувања во поглед на економскиот раст. Оттаму, и покрај намалувањето на стапката на инфлацијата во еврозоната, јазот меѓу стапките на инфлација кај новите земји членки и референтната вредност според Мастрихт се намали, така што во 2015 година, тие го исполнуваат овој критериум.

Сепак, еден од клучните предизвици за новите земји членки во наредниот период претставува одржувањето на стапката на инфлацијата на стабилно ниво, со истовремено обновување на процесот на реалната конвергенција. Со оглед на тоа што во текот на изминатата деценија, новите земји членки остварија намалување на јазот во однос на реалната и номиналната конвергенција, може да се очекува дека во наредниот период процесот на конвергенцијата ќе се одвива побавно.

Од аспект на остварувањата кај јавните финансии на новите земји членки на ЕУ, анализата ја продолжуваме со критериумот за одржување на буџетскиот дефицит којшто не треба да надмине над 3% од БДП, а јавниот долг не треба да биде повисок од 60% од БДП.

Во периодот пред кризата, под влијание на растечката економска активност, којашто го засили процесот на фискалната консолидација, буџетскиот дефицит кај новите земји членки имаше надолен тренд, така што во 2007 година изнесуваше 2% од БДП во просек. Меѓутоа, ескалацијата на кризата предизвика значително негативно влијание врз фискалните позиции на новите земји членки, така што просечниот буџетски дефицит се зголеми до нивото од 6,2% од БДП во 2009 година.

Зголемувањето на буџетскиот дефицит е последица на одредени циклични и структурни фактори (Milea, Glod, Lupu, Criste, 2010: 76). Цикличните фактори произлегуваат од забавувањето на економската активност што придонесе за зголемување на буџетскиот дефицит. Од друга страна, намалувањето на корпоративните профити, падот на вредноста на средствата, потоа забавувањето, стагнацијата или, пак, намалувањето на платите, придружени со раст на невработеноста и ликвидации на компаниите, предизвикаа значително стеснување на буџетските приходи кај новите земји членки. Како одговор на овие движења, во услови на фискална консолидација, беа преземени мерки за поттикнување на инвестициите и побарувачката, со кои се обезбеди умерено, но стабилно економско здравување. Мерките преземени од властите на новите земји членки обезбедија постепено намалување на фискалните нерамнотежи, така што во 2015 година, земјите од оваа група, со исклучок на Хрватска, не ја надминаа дозволената граница од 3% од БДП и остварија буџетски дефицит на ниво од 1,8% од БДП, во просек.

Табела 20

Движење на буџетскиот дефицит како процент од БДП кај новите земји членки во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Бугарија	-0.5	1.1	-1.2	-0.4	1.8	1.0	1.8	1.1	1.6	-4.1	-3.2	-2.0	-0.3	-0.4	-5.4	-2.1
Чешка	-3.5	-5.3	-6.3	-6.4	-2.7	-3.1	-2.3	-0.7	-2.1	-5.5	-4.4	-2.7	-3.9	-1.3	-1.9	-0.4
Хрватска	:	:	-3.5	-4.7	-5.2	-3.9	-3.4	-2.4	-2.8	-6.0	-6.2	-7.8	-5.3	-5.3	-5.5	-3.2
Унгарија	-3.0	-4.1	-8.9	-7.1	-6.4	-7.8	-9.3	-5.1	-3.6	-4.6	-4.5	-5.5	-2.3	-2.6	-2.3	-2.0
Полска	-3.0	-4.8	-4.8	-6.1	-5.1	-4.0	-3.6	-1.9	-3.6	-7.3	-7.5	-4.9	-3.7	-4.0	-3.3	-2.6
Романија	-4.6	-3.4	-1.9	-1.4	-1.1	-0.8	-2.1	-2.8	-5.5	-9.5	-6.9	-5.4	-3.7	-2.1	-0.9	-0.7
Евروزона	-0.3	-2.0	-2.7	-3.2	-3.0	-2.6	-1.5	-0.6	-2.2	-6.3	-6.2	-4.1	-3.7	-3.0	-2.6	-2.1
Максимално ниво на дефицит	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Просечно буџетско салдо	-2.9	-3.3	-4.4	-4.4	-3.1	-3.1	-3.2	-2.0	-2.7	-6.2	-5.5	-4.7	-3.2	-2.6	-3.2	-1.8

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат

(http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en), пристапено ноември 2016 година

Состојбата на јавниот долг кај новите земји членки соодветствуваше на движењето на буџетскиот дефицит и на економската активност. Имено, податоците претставени во табелата 21 упатуваат на фактот дека во периодот од 2004 до 2008 година, новите земји членки забележаа намалување на јавниот долг од 37,85% на 35,45% од БДП, така што остварија многу пониско ниво на задолженост во однос на

горната граница, предвидена со мастришкиот критериум, како и во однос на просекот во еврозоната којшто во 2008 година изнесуваше 68,7% од БДП.

Табела 21

Движење на јавниот долг како процент од БДП кај новите земји членки во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Бугарија	71.2	64.7	51.1	43.5	35.8	26.6	20.9	16.2	13.0	13.7	15.5	15.3	16.8	17.1	27.0	26.7
Чешка	17.0	22.8	25.9	28.1	28.5	28.0	27.9	27.8	28.7	34.1	38.2	39.9	44.7	45.1	42.7	41.1
Хрватска	:	:	36.6	38.1	40.4	41.3	38.9	37.7	39.6	49.0	58.3	65.2	70.7	82.2	86.5	86.7
Унгарија	55.1	51.7	55.0	57.6	58.5	60.5	64.7	65.6	71.6	78.0	80.6	80.8	78.3	76.8	76.2	75.3
Полска	36.5	37.3	41.8	46.6	45.3	46.7	47.2	44.2	46.6	49.8	53.3	54.4	54.0	56.0	50.5	51.3
Романија	22.4	25.7	24.8	21.3	18.6	15.7	12.3	12.7	13.2	23.2	29.9	34.2	37.4	38.0	39.8	38.4
Еврозона	68.1	67.1	66.9	68.2	68.5	69.3	67.4	65.1	68.7	78.5	84.0	86.1	89.5	91.3	92.3	90.8
Граница на јавен долг	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
Просечен јавен долг	40.4	40.4	39.2	39.2	37.9	36.5	35.3	34.0	35.5	41.3	46.0	48.3	50.3	52.5	53.8	53.3

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат

(http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en), пристапено ноември 2016 година

Меѓутоа, по ескалацијата на кризата, зголемениот буџетски дефицит и забавувањето на економската активност придонесоа за раст на јавниот долг, на ниво од 41,3% во 2009 година. Во периодот којшто следеше, високиот буџетски дефицит и обемните меѓународни задолжувања, како и потребите за докапитализација на банкарскиот сектор и обезбедување ликвидност во приватниот сектор доведоа до натамошно зголемување на јавниот долг до нивото од 53,25% во 2015 година. И покрај ваквиот пораст на јавниот долг на агрегатна основа, поголемиот дел од земјите во оваа група (со исклучок на Хрватска и Унгарија) забележаа пониско ниво на јавен долг во однос на горната граница, предвидена со мастришкиот критериум, како и во однос на просечното ниво на јавниот долг во еврозоната, коешто во 2015 година изнесуваше 90,8% од БДП.

Ефектите од глобалната и финансиската криза и потоа од должничката криза во еврозоната го нагласија значењето на јавните финансии и посочија на одредени ризици коишто може да се согледаат преку влошувањето на условите за рефинансирање на јавниот и приватниот долг кај овие земји. Имено, и покрај тоа што нивото на јавниот долг беше на релативно пониско ниво во однос на долгот во еврозоната, некои од овие земји се соочија со проблеми при рефинасирањето на

достасаните обврски заради неповолните согледувања на меѓународните инвеститори за кредибилитетот и солвентноста на овие земји, како и заради плитките и недоволно развиените пазари на хартии од вредност во нивните национални економии. Оттаму, освен почитувањето на утврдените критериуми од Мастрихт, од особено значење за новите земји членки претставува спроведувањето претпазлива фискална политика, придружена со структурни реформи, насочени кон стабилизирање на тековите во економијата и во банкарскиот сектор, натамошен развој на домашните пазари на пари и капитал и нивно интегрирање во меѓународните финансиски пазари.

Во однос на номиналната конвергенција на долгорочните каматни стапки, од табелата 22 може да се забележи дека поголемиот дел од новите земји членки го исполнија овој критериум во многу кус период од влегувањето во ЕУ. Во периодот до 2008 година, приносите во овие земји беа повисоки во однос на приносите во еврозоната, што овозможи зголемување на приливите на капитал. Приливите на капитал придонесоа за намалување на каматните стапки. Исклучок од оваа група се Романија и Унгарија кај кои долгорочните каматни стапки во овој период ја надминуваа утврдената граница според критериумот од Мастрихт, пред сè заради ризикот и неизвесноста околу движењето на номиналниот девизен курс. Воедно, во случајот на Унгарија, повисокото ниво на долгорочните каматни стапки беше резултат и на фискалните нерамнотежи коишто се одржуваа релативно подолг временски период.

Табела 22

Движење на долгорочните каматни стапки кај на ЕУ

(во проценти)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Бугарија	:	:	:	6.5	5.4	3.9	4.2	4.5	5.4	7.2	6.0	5.4	4.5	3.5	3.4	2.5
Чешка	:	6.3	4.9	4.1	4.8	3.5	3.8	4.3	4.6	4.8	3.9	3.7	2.8	2.1	1.6	0.6
Хрватска	:	:	:	:	:	4.4	4.4	4.9	6.0	7.8	6.3	6.5	6.1	4.7	4.1	3.6
Унгарија	:	8.0	7.1	6.8	8.2	6.6	7.1	6.7	8.2	9.1	7.3	7.6	7.9	5.9	4.8	3.4
Полска	:	10.7	7.4	5.8	6.9	5.2	5.2	5.5	6.1	6.1	5.8	6.0	5.0	4.0	3.5	2.7
Романија	:	:	:	:	:	7.0	7.2	7.1	7.7	9.7	7.3	7.3	6.7	5.4	4.5	3.5
Еврозона	5.4	5.0	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3	4.3	3.8	3.6	4.3	3.9	3.0	2.0	1.2
Граница на долг. каматни стапки	7.4	6.9	6.7	6.1	6.3	5.4	6.2	6.4	6.2	5.9	6.0	5.3	5.1	6.4	3.8	3.8
Просек – нови земји членки на ЕУ		8.3	6.4	5.8	6.3	5.1	5.3	5.5	6.3	7.5	6.1	6.1	5.5	4.3	3.6	2.7

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат

(http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a), пристапено 2016 година

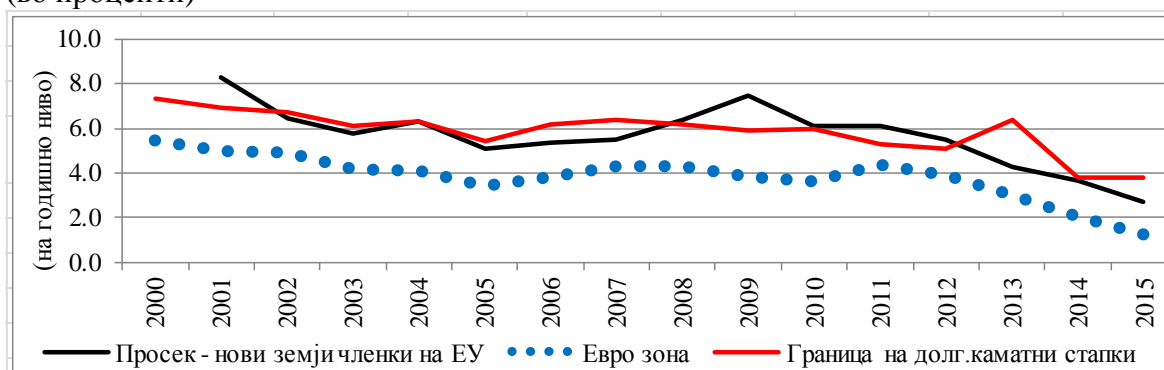
Меѓутоа, во 2009 година, ефектите од глобалната финансиска и економска криза се проширија и врз каматните стапки на новите земји членки. Неповолните согледувања во врска со макроекономските движења, придружени со засилените инфлациски очекувања, придонесоа за раст на долгорочните каматни стапки, така што сите земји од оваа група, со исклучок на Чешка, забележаа потфрлање во однос на исполнувањето на овој критериум. Порастот на каматните стапки беше највисок кај земјите членки коишто се соочија со фискални и финансиски проблеми, како и со проблеми околу одржувањето на стабилноста на домашната валута. Како резултат на поволната макроекономска структура и позитивните макроекономски остварувања, од табелата 22 може да се види дека приносите на долгорочните државни хартии од вредност на Чешка и понатаму беа во рамки на дозволените ограничувања согласно со критериумот од Мастрихт.

Во периодот од 2009 до 2015 година, со намалувањето на стапката на инфлацијата и со враќањето на довербата на инвеститорите, постепено се зголемија приливите на капитал. Долгорочните каматни стапки кај новите земји членки остварија намалување и од графиконот 47 може да забележи дека во 2015 година нивото на каматните стапки беше многу пониско од она пред кризата.

Графикон 47

Движење на долгорочните каматни стапки кај новите земји членки на ЕУ во однос на критериумот од Мастрихт и просечните каматни стапки во еврозоната во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a)

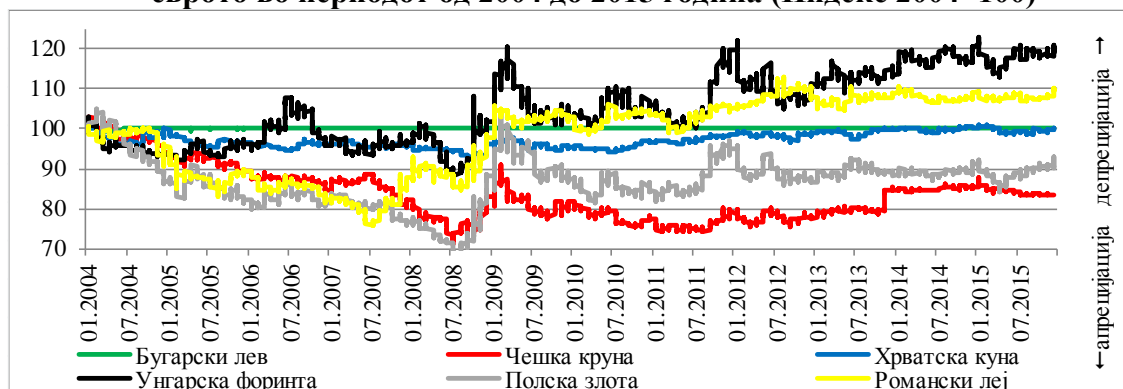
Во поглед на стабилноста на девизните курсеви на валутите, може да се заклучи дека во периодот пред кризата, новите земји членки успешно го остварувале овој критериум, иако ниту една од нив сè уште немаше воспоставено аранжман со ЕЦБ за воведување на централниот паритет во рамките на механизмот на девизните

курсеви (ERM - II). Покрај утврдувањето на лимитите на дозволените флукутации на девизните курсеви, исполнувањето на овој критериум предвидува и следење на одредени показатели, како на пример, ниво на девизните резерви и висина на краткорочните каматни стапки, следење на преземените мерки за одржување на стабилноста на девизниот курс од типот на интервенциите на девизниот пазар или, пак, доделената меѓународна помош.

Од графиконот 48 може да се забележи дека во периодот од 2004 до 2008 година, националните валути на Чешка и Полска остварија номинална апрецијација, којашто всушност беше природна последица на мерките на нивните централни банки за смирување на инфлациските притисоци поттикнати од растечката домашна побарувачка. Воедно, ескалацијата на глобалната криза во 2008 и 2009 година придонесе за намалување на толеранцијата за ризик на инвеститорите кон новите земји членки на унијата, што доведе до одливи на капитал и намалување на вредноста на националните валути. Со оглед на различните макроекономски остварувања и екстерни нерамнотежи, кризата имаше различни последици врз новите земји членки. Имено, Унгарија и Романија коишто применуваа режим на флукутирачки девизен курс, беа принудени да преземат дополнителни монетарни мерки и интервенции, но и да побараат меѓународна финансиска помош од ММФ и ЕЦБ за надминување на платнобилансните проблеми, придружени со депрецијациски притисоци врз домашната валута. За разлика од нив, на почетокот од 2009 година, по колапсот на финансиските пазари, чешката круна и полската злота, брзо закрепнаа.

Графикон 48

Движење на девизниот курс на валутите на новите земји членки во однос на еврото во периодот од 2004 до 2015 година (Индекс 2004=100)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од ЕЦБ

(<http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=2018794&CURRENCY>), пристапено во јуни 2016 година

Во периодот по кризата, од 2009 до 2015 година, унгарската форинта и романскиот леј имаа тренд на постојана депрецијација, што е резултат на согледувањата и недовербата на инвеститорите за ризиците во однос на ценовната стабилност. Од друга страна, чешката круна и полската злота остварија постабилни движења во овој период. При крајот на 2013 година, централната банка на Чешка постави ограничување на вредноста на чешката круна и спроведе серија интервенции на девизниот пазар со цел да ги спречи притисоците за апрецијација на домашната валута.

Меѓутоа, во целиот период по ескалацијата на кризата, како што видовме на графиконот 48, може да се забележи дека националните валути кај сите земји членки коишто применуваа флукуирачки девизен курс, се карактеризираа со многу повисока нестабилност во однос на еврото, за разлика од периодот пред кризата. Исклучок е чешката круна, којашто заради позитивните макроекономски остварувања на земјата, забележа најмали флукуации, па доби третман на безбедна валута (англ. safe haven currency).

4. Оцена на остварувањата на новите земји членки на ЕУ

Имајќи ги предвид критериумите за влез во монетарната унија, може да се заклучи дека поголемиот дел од новите земји членки оствариле значителен напредок во однос на исполнувањето на реалните и номиналните критериуми за конвергенција кон ЕМУ. Иако ескалацијата на кризата имаше негативни ефекти коишто доведоа до забавување на процесот на конвергенцијата, сепак таа овозможи да се направи ревизија и проверка на поставеноста на макроекономските политики, како и да се утврдат насоките на структурните реформи и мерки во процесот до влегувањето на новите земји членки во монетарната унија.

Во однос на синхронизираноста на растот и секторската структура на БДП, може да се заклучи дека новите земји членки имаат позитивни остварувања, коишто во најголем дел се должат на инвестицискиот бум во периодот пред кризата. Сепак, со оглед на наследените разлики во однос на секторската структура на земјите на ЕМУ, одредени економии во рамките на шесте анализирани земји се изложени на ризик од појава на асиметрични економски шокови. Од тие причини, поголемо внимание треба да им посвети на мерките за справување со ризикот од преголемата

структурна зависност од земјодеието во Романија, од доминацијата на индустријата (особено на автомобилската индустрија) во Чешка, од брзиот развој на градежништвото во Романија, како и од трговијата, транспортот и комуникациите во Полска. Истовремено, во Хрватска и Унгарија секторот на деловните активности, финансиите, осигурувањето и јавната администрација има забрзан раст во однос на останатите попродуктивни сектори.

Прашањето за доминацијата на одредени сектори или гранки се поврзува со мобилноста на работната сила и улогата на миграциските движења за надминување на ефектите од асиметричните економски шокови. Анализата на мобилноста на работната сила кај оваа група земји членки упатува на фактот дека мотивираноста на работната сила за миграциски движења е ниска, имајќи предвид дека многу мал број лица го промениле местото на живеење и работа како резултат на растот на невработеноста. По ескалацијата на кризата, одредени позитивни движења се забележани во Бугарија, Унгарија и Полска, каде што поврзаноста помеѓу миграциските движења и невработеноста е повисока.

Во контекст на мотивираноста за миграции во услови на економски шокови, посебно внимание заслужува и прашањето на флексибилноста на реалните плати во однос на промените кај продуктивноста на трудот. Резултатите од истражувањето упатуваат дека во Полска, Чешка и Унгарија постои поголема усогласеност на движењето на платите со промените кај продуктивноста на трудот. Кај останатите земји членки од оваа група, растот на платите е многу повисок, што доведе до зголемување на трошоците по единица производ. Од тие причини, еден од позначајните приоритети за новите земји членки претставува јакнењето на капацитетите за зголемување на продуктивноста и конкурентноста.

Ова прашање е особено значајно со оглед на структурата на компонентите на БДП на новите земји членки, како и придонесот на надворешнотрговската размена во вкупната економска активност на овие земји. Како мали и отворени економии, новите земји членки се високо зависни од размената со останатите земји членки на ЕУ, особено со Германија, потоа со Италија, Франција и Холандија. Покрај тоа, во посткризниот период, како резултат на растот на продуктивноста и конкурентноста, показателот на отвореноста на економиите бележи натамошно подобрување, што истовремено обезбедува зголемување на степенот на интеграција на новите земји членки кон еврозоната. Овие движења придонесоа и за подобрување на екстерната

позиција, односно намалување на дефицитот на трговското салдо и тековната сметка од платниот биланс.

Новите земји членки имаат позитивни остварувања и во однос на номиналните критериуми. Во периодот по смирувањето на глобалната економска и финансиска криза, стапката на инфлацијата се намали, така што во периодот од 2009 до 2015 година изнесуваше 2,1%, што е блиску до утврдениот лимит за стабилноста на цените од страна на ЕЦБ. Исто така, во текот на изминатите две години, сите шест земји (со исклучок на Романија во 2014 година), го исполнуваат критериумот од Мастрихт, со оглед на тоа што стапката на инфлацијата е под референтната вредност, утврдена како просек од трите земји со најдобри остварувања во однос на инфлацијата, зголемена за 1,5 процентни поени. Еден од клучните предизвици за новите земји членки во наредниот период претставува одржувањето на стапката на инфлацијата на стабилно ниво, со истовремено обновување на процесот на реалната конвергенција.

Во однос на остварувањата на фискалните критериуми, може да се заклучи дека ескалацијата на кризата предизвика значително негативно влијание врз фискалните позиции на новите земји членки. Зголемувањето на буџетскиот дефицит, потребата за докапитализација на банкарскиот сектор и обезбедување ликвидност во приватниот сектор доведоа до зголемување на јавниот долг, особено во Хрватска, Унгарија, Полска и Романија.

Неповолните согледувања во врска со фискалните позиции и зголемените инфлациски очекувања кај најголемиот дел од новите земји членки, придонесоа за значителни разлики во однос на остварувањето на критериумот за долгорочните каматни стапки. Имено, освен Чешка, останатите земји членки забележаа повисоки долгорочни каматни стапки во однос на утврдената граница според критериумот од Мастрихт. Сите овие движења имаа и одредено влијание врз стабилноста на националните валути. Имено, без оглед на применуваните монетарни стратегии, сите земји од оваа група мораа да применат дополнителни монетарни мерки и интервенции, или, пак, да побараат меѓународна помош заради надминување на екстерните нерамнотежи.

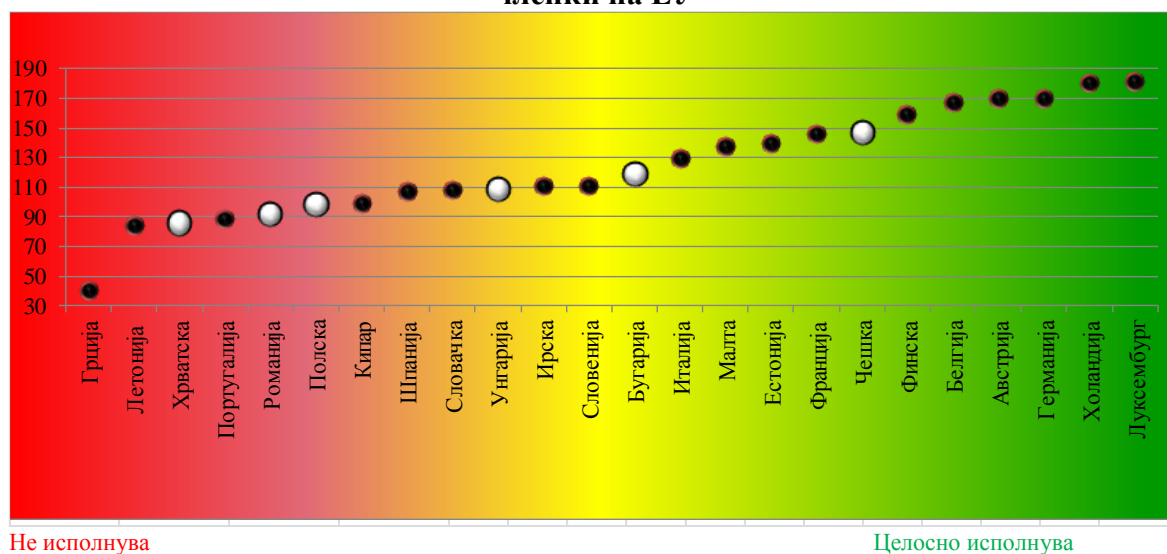
Остварувањата на новите земји членки во однос на исполнувањето на реалните и номиналните критериуми, како и потребата од спроведување специфични

макроекономски мерки и политики упатуваат на заклучокот дека сè уште треба да бидат надвор од еврозоната.

На графиконот 49 се прикажани резултатите од анализата на исполнувањето на номиналните и реалните критериуми за конвергенција од страна на новите земји членки во однос на останатите земји членки на ЕМУ. Од анализата може да се забележи дека поголемиот дел од нив, особено Хрватска, Романија и Полска, сè уште се наоѓаат во зоната на висок ризик за економиите доколку влезат во еврозоната во оваа фаза на конвергенција. Прераниот влез во монетарната унија може да доведе до значителни последици коишто ги согледаваме низ искуствата на периферните земји членки на еврозоната. Посочените слабости во однос на исполнувањето на одделните реални и номинални критериуми треба да претставуваат важен приоритет и предизвик при донесувањето на нивните макроекономски политики за обезбедување стабилен и одржлив економски раст во рамките на монетарната унија.

Графикон 49

Збирна оцена на исполнувањето на сите критериуми од страна на земјите членки на ЕУ



Не исполнува

Извор: сопствени пресметки

Целосно исполнува

На ова се однесува и препораката на поранешниот гувернер на Народната банка на Полска, Марек Белка (Belka, 2014), кој истакнува дека новите земји членки треба да бидат внимателни при донесувањето на одлуката за прифаќање на еврото, особено доколку конкурентноста на економијата не го достигнала нивото на Швајцарија и доколку пазарот на труд не е флексибилен како во Данска, а дисциплината на јавните финансии не е како во Естонија. Иако во продолжението на

оваа изјава гувернерот Белка упатува дека овие критериуми можеби и не мора да бидат толку стриктно исполнети, сепак треба да дадат одредена насока за потребниот капацитет на економијата пред прифаќањето заедничката европска валута. Во продолжение, тој истакнува дека разликите кај фундаментите кај економиите не може да се надоместат преку примена на други средства, освен преку процесот на структурни реформи придружен со примена на приспособливи мерки на макроекономските политики.

5. Постапеност на монетарната политика и оценка на мерките преземени за време на последната економска криза

Основна цел на централните банки на сите шест анализирани земји членки е постигнувањето и одржувањето на ценовната стабилност. Воедно, согласно со Договорот од Мастрихт, централните банки се посветени на одржување стабилен, конкурентен и пазарно ориентиран финансиски систем и обезбедуваат поддршка на општата економската политика во согласност со принципот на отворена пазарна економија и слободна конкуренција, водејќи сметка за остварувањето на основната цел.

Определувањето на ценовната стабилност како примарна цел на монетарната политика не значи нејзино лесно и непречено остварување. Монетарните инструменти коишто им стојат на располагање на централните банки не можат, веднаш и директно, да придонесат за остварување на основната цел, со оглед на тоа што имаат индиректно влијание коешто е проследено со одредено временско задоцнување. За таа цел, се користат посредните цели коишто се тесно поврзани со крајната цел, а инструментите на монетарната политика подиректно влијаат врз нив отколку врз крајната цел. Посредна цел на монетарната политика може биде: понудата на пари (монетарни агрегати), девизниот курс или, пак, инфлацијата. Користењето на понудата на пари како посредна цел беше широко прифатено од страна на централните банки во 80-тите години од минатиот век. Откако беше согледано дека поврзаноста помеѓу растот на понудата на пари и инфлацијата е нестабилна и дека контролата врз цените преку управувањето со растот на понудата на пари е отежната, голем број централни банки го напуштија овој концепт. Девизниот курс како посредна цел се користи кај мали и отворени економии кај кои поврзаноста помеѓу девизниот курс и инфлацијата е поголема. Од друга страна,

голем број централни банки преминаа кон директно таргетирање на инфлацијата, со што презедоа експлицитна обврска за одржување на стапката на инфлацијата во утврдени рамки. Независно од изборот на посредната цел, централните банки користат повеќе показатели, макроекономски варијабли коишто обезбедуваат важни информации за остварувањето на крајната цел и овозможуваат навремено преземање одредени мерки. Некои од овие показатели се однесуваат на финансиските варијабли, како на пример, кривата на принос, монетарните и кредитните агрегати, девизниот курс и други. Истовремено, може да се користат и некои други варијабли како на пример, агрегатната понуда и побарувачка, тековната сметка, разни ценовни и трошочни варијабли или пазарните очекувања.

Во рамките на групата на новите земји членки на ЕУ, во Бугарија и Хрватска се применува стратегијата на таргетирање на девизниот курс, при што во случајот на Бугарија девизниот курс е цврсто фиксиран во рамките на режимот на валутниот одбор, додека во Хрватска се применува режимот на раководено флукуирачки девизен курс.

Во Бугарија, режимот на валутен одбор беше воведен во 1997 година со цел да се ограничи растечката инфлација и да се стабилизира економијата. Во услови на валутен одбор, улогата на монетарната политика е ограничена, со оглед на тоа што централната банка не може да спроведува операции на отворен пазар, освен во исклучителни околности при постоење системски ризик за стабилноста на финансискиот систем. Во такви услови, централната банка на Бугарија има право да одобри кредит во крајна инстанца на солвентни банки со соодветно обезбедување. Од стандардните инструменти на монетарната политика се применува само задолжителната резерва на банките. Покрај ограничувањата во однос на монетарната политика, примената на валутниот одбор подразбира строга фискална дисциплина, забрана за монетарно финансирање на државата и целосна покриеност со девизните резерви на готовите пари во оптек, средствата на банките (монетарната база) и депозитите на државата кај централната банка. Примената на режимот на валутен одбор во Бугарија овозможи успешно надминување на последиците од глобалната финансиска криза во 2008 година, како и на кризата во банкарскиот систем во 2014 година, предизвикана од високите одливи на депозити од банките. Во таа смисла, во земјата постои консензус за задржување на режимот на валутен одбор сè до влезот во еврозоната, при што очекувањата се дека во наредниот среднорочен период

постојат реални изгледи за влез на Бугарија во „чекалната“ на еврозоната во рамките на механизмот на девизните курсеви ЕРМ II (Kalchev, 2015: 554).

Централната банка на Хрватска, исто така, применува стратегија на таргетирање на девизниот курс, така што основно номинално сидро на монетарната политика е стабилноста на девизниот курс на националната валута во однос на еврото. Изборот на монетарната стратегија е резултат на повеќе фактори, меѓу кои особено значење има високото ниво на евроизација на економијата, отвореноста на економијата, како и задолженоста на голем дел од секторите во економијата во странска валута.

Примената на режимот на раководено флукуирачки девизен курс овозможува одржување на стабилноста на валутата преку повремени интервенции на централната банка на девизниот пазар. Движењата на девизниот пазар се под влијание на странските капитални текови, плаќањата и наплатите врз основа на увозот и извозот, девизните приливи и одливи врз основа на задолжување или отплата на долг, или, пак, приливите од фондовите на ЕУ. Курсот на куната во однос на еврото се формира слободно, зависно од понудата и побарувачката за девизи на девизниот пазар, а Народната банка на Хрватска (ХНБ) интервенира само во услови на поголеми флукуации на девизниот курс, при што горната и долната интервенциска граница на движење на девизниот курс не се прецизно утврдени.

Интервенциите на девизниот пазар се всушност основниот инструмент на монетарната политика на ХНБ. Оттаму, девизните резерви претставуваат најзначајна билансна позиција на страната на средствата во билансот на ХНБ и го надминуваат нивото на монетарниот агрегат М1. Интервенциите на девизниот пазар се спроведуваат преку аукции за откуп и продажба на девизи на банките. Во услови на намалување на вредноста на куната, ХНБ интервенира со продажба на девизи, додека кога вредноста на куната јакне, ХНБ интервенира со откуп на девизи, со што истовремено влијае и врз ликвидноста во банкарскиот систем.

Покрај интервенциите на девизниот пазар, ХНБ користи широк спектар на инструменти на монетарната политика и макропрudentни мерки, претставени во табелата 23, преку кои влијае на монетарните и економските текови. Во услови на постоење на висока ликвидност во банкарскиот систем, којашто може да предизвика намалување на вредноста на куната во однос на еврото, ХНБ презема мерки за

повлекување на ликвидноста преку зголемување на задолжителната резерва или преку продажба на централнобанкарски записи (БЗ). Спротивно, во услови на ниска ликвидност, којашто може да доведе до зголемување на вредноста на куната, ХНБ емитура ликвидни средства во банкарскиот систем преку намалување на задолжителната резерва или преку спроведување репо-операции. Исто така, во услови на силен раст на кредитите, ХНБ презема рестриктивни мерки за ублажување на кредитниот раст, додека при низок раст на кредитите, стагнација или намалување на економската активност, ХНБ презема мерки за поддршка на растот на кредитите и економската активност воопшто.

Во основа, поставеноста на монетарните инструменти на ХНБ е подредена на стратегијата во која номинално сидро на монетарната политика е стабилноста на националната валута во однос на еврото. Оттаму, јасно е утврдена и основната каматна стапка на ХНБ којашто е еднаква на каматната стапка на валутата за која е врзана домашната валута (еврото), зголемена за висината на премијата за ризик.

Табела 23

Оперативна рамка на монетарната политика на ХНБ во 2015 година

Инструмент	Тип на операција	Фреквентност	Рок на достасување
I. Операции на отворен пазар			
Редовни операции	- Обратни репо-операции	неделно	1 недела
Операции за фино регулирање	- Репо/обратни репо-операции - Директен откуп/продажба на хартии од вредност (ХВ) - Девизен своп - Емисија на благајнички записи (БЗ)	По потреба, на нередовна основа	Нема стандарден рок
Структурни операции	- Директен откуп/продажба на ХВ - Репо/обратни репо-операции - Директен откуп/продажба на девизи	По потреба, на нередовна основа	Нема стандарден рок
II. Распожливи кредити и депозити			
Ломбарден кредит	- Се одобрува на крајот на работниот ден врз основа на барање на банките до ХНБ - Потребно обезбедување	Дневно	Преку ноќ
Депозит кај ХНБ	- Банките го депонираат вишокот ликвидни средства на посебна сметка кај ХНБ - Депозитот не се склучува во исполнувањето на ЗР	Дневно	Преку ноќ

Инструмент	Тип на операција	Фреквентност	Рок на достасување
III. Задолжителна резерва (ЗР)			
ЗР во куни	<ul style="list-style-type: none"> - Се пресметува врз основа на дневните состојби на обврските на банките во куни, пред сè депозити и кредити, хартии од вредност, хибридни и субординирани инструменти во домашна валута - Стапка на ЗР: 12% - Кунскиот дел на ЗР се состои од просечната дневна состојба на кунските и на девизните извори на средства. 	Стапката на издвојување ЗР во куни изнесува 70%. Останатиот дел се одржува преку дневната просечна состојба на ликвидните побарувања	ЗР се одржува од втората среда во месецот и завршува на денот којшто ѝ претходи на втората среда следниот месец ХНБ не плаќа надомест на ЗР
ЗР во девизи	<ul style="list-style-type: none"> - Се пресметува врз основа на дневните состојби на обврските на банките во странска валута, пред сè депозити и кредити, хартии од вредност, хибридни и субординирани инструменти во девизи - Стапка на ЗР: 12% - Од пресметаната ЗР во девизи, 75% се вклучува во пресметаната ЗР во куни и се спроведува во куни. 	Стапката на издвојување ЗР во девизи изнесува 0%.	
IV. Останати инструменти и мерки			
Побарувања во странска валута	<ul style="list-style-type: none"> - Обврска за одржување на побарувањата во странска валута со рок на достасување помал од 3 месеци во износ од 17% од вкупните девизни обврски. 	Дневно	

Извор: ХНБ (<http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>), пристапено во октомври 2016 година

Во групата земји коишто применуваат стратегија на таргетирање на инфлацијата спаѓаат Чешка (од 1997 година), Унгарија (од 2001 година), Полска (од 2004 година) и Романија (од 2005 година). При спроведувањето на стратегијата на таргетирање на инфлацијата, централната банка настојува да ја исполни објавената цел за нивото на стапката на инфлацијата со помош на инструментите на монетарната политика, при што ја користи основната каматна стапка којашто може да ја менува во одреден обем и динамика. Воедно, значајна компонента на стратегијата на таргетирање на инфлацијата претставуваат проекциите за инфлацијата коишто се подготвуваат врз основа на ендегените претпоставки, при што проектираната макроекономска траекторија ја опфаќа реакцијата на реалната економија на мерките на монетарната политика. Промената на основната каматна

стапка влијае врз инфлацијата преку повеќе механизми за пренос: преку каналот на каматните стапки, преку девизниот курс или, пак, преку инфлациските очекувања.

Влијанието на централната банка преку каналот на каматните стапки се остварува преку основната каматна стапка, чиешто ниво го одредува обемот на кредитната активност на банките во домашна валута, влијае врз потрошувачката на економските субјекти и врз однесувањето на инвеститорите, односно врз побарувачката за стоки и услуги. Со намалувањето на основната стапка, централната банка може да ја поттикне побарувачката во однос на капацитетите на економијата утврдени со факторите на понудата и да придонесе за зголемување на инфлациските притисоци. Од друга страна, зголемувањето на основната стапка може да има спротивен ефект.

Движењето на инфлацијата, исто така, произлегува од движењето на девизниот курс. Во услови на непроменети согледувања за ризик на инвеститорите, зголемувањето, односно намалувањето на основната каматна стапка придонесува за зголемување, односно намалување на приливите на капитал. Овие текови доведуваат до зајакнување, односно слабеење на девизниот курс на домашната валута, што директно влијае врз цените на увезените стоки изразени во домашна валута.

Каналот на очекувањата има клучна улога во современото централно банкарство. Едно од објаснувањата за ваквото сфаќање е тоа што покрај основната каматна стапка на централната банка, значајна улога за движењето на инфлацијата и воопшто во реалната економија, имаат и очекувањата за наредниот период. Имено, доколку централната банка има доволно силен кредибилитет и посветеност во однос на одржувањето на ценовната стабилност, економските субјекти ќе ги вградат очекувањата за ниската инфлација во своите одлуки во однос на цените и платите на среден рок.

Централните банки на Чешка, Унгарија, Полска и Романија го остваруваат своето влијание врз инфлацијата преку основната каматна стапка, којашто од своја страна влијае врз приносите на инструментите на монетарната политика. Стандардната рамка на инструменти на овие централни банки се состои од: операции на отворен пазар, расположливи кредити и депозити и задолжителна резерва.

- Операции на отворен пазар. Преку операциите на отворен пазар централните банки остваруваат подиректно влијание врз краткорочните каматни стапки на пазарите на пари и истовремено, индиректно, влијаат врз општите економски движења во земјата. Од табелата 24 може да се забележи дека кај анализираните нови земји членки постојат одредени измени во однос на примената на операциите на отворен пазар и се разликуваат во однос на видот, техниката на спроведување, рокот на достасување и фреквентноста на спроведувањето.

Табела 24
Основни карактеристики на операциите на отворен пазар кај новите земји членки

	Основни операции				Операции за фино регулирање
	Вид	Рок на достас.	Фреквентност	Начин на спроведување	
Чешка	Репо-операции – ЦБ го стерилизира вишокот ликвидни средства од банките, а за возврат им дава висококвалитетни хартии од вредност	14 дена	Трипати неделно	Аукции со повеќекратни цени, американски тип, при што однапред е утврдена максималната цена	Репо-операции за повлекување ликвидност на три месеци. Вонредни околности: операции за откуп или продажба на ХВ и девизи
Унгарија	Депозити на банките кај ЦБ. Каматната стапка на овој инструмент е основна каматна стапка на ЦБ.	3 месеци	Еднаш неделно	Аукции со однапред утврдена цена	
Полска	Емисии на благајнички записи Приносот на БЗ е еднаков на основната каматна стапка на НБП	7 дена			Издавање на БЗ со пократок рок на достасување (преку ноќ или 3 дена). Обично се спроведуваат еднаш месечно, на последниот ден на ЗР
Романија	Репо/обратни репо-операции, Депозитни операции на ЦБ со банките, Кредитни операции на ЦБ во банките со користење соодветно обезбедување, Издавање депозитни сертификати од страна на ЦБ				Директен откуп/ продажба на хартии од вредност, девизни свопови за термински откуп и продажба на девизи

Извор: интернет-страници на централните банки, пристапено во октомври 2016 година

- Расположливи кредити и депозити. Расположливите кредити и депозити се применуваат кај сите четири централни банки и се спроведуваат на иницијатива на банките заради повлекување и емитирање ликвидност за банките преку ноќ, за ограничување на флукуациите на каматните стапки на пазарите на пари. Каматните стапки на кредитите преку ноќ ја одредуваат горната граница на движење на каматните стапки на пазарите на пари со рок на достасување преку ноќ.

Каматните стапки на расположливите депозити го утврдуваат долниот лимит на каматните стапки на пазарите на пари.

Табела 25

Основни каматни стапки на централните банки во декември 2015 година

	Основна, референтна стапка	Каматна стапка на расположливи кредити	Каматна стапка на расположливи депозити
Чешка	0.05	0.25	0.5
Полска	1.5	2.5	0.5
Унгарија	0.9	1.15	-0.05
Романија	1.75	3.25	0.25

Извор: интернет-страници на централните банки, пристапено во октомври 2016 година

- Задолжителна резерва. Вообичаено, задолжителната резерва има улога да обезбеди стабилна побарувачка за пари, поефикасно управување со ликвидноста на банките и намалување на флукуациите на каматните стапки на пазарите на пари, особено во услови кога се одржува на просечно ниво. Покрај оваа заедничка карактеристика, којашто ја објаснува основната цел што треба да се оствари со примената на задолжителната резерва, постојат одредени разлики коишто се однесуваат на основата за пресметка, стапката на задолжителната резерва, како и во однос на начинот на одржување, исполнување и надоместување на средствата издвоени како задолжителна резерва кај централната банка, коишто се прикажани во табелата 26.

Табела 26

Основни карактеристики на задолжителната резерва во декември 2015 година

	Основа за пресметка	Стапка на ЗР	Просечно одржување	Начин на одржување	Надомест
Чешка	Обврски на банките кон нефинансиските институции со рок на достасување до две години	2%	Да, 1 месец	Сметки на банките кај ЦБ	Стапка на надомест еднаква на каматната стапка на двонеделните репо-операции
Унгарија	Обврски на банките во форинти, пред сè депозити и кредити, хартии од вредност. Во основата за пресметка не влегуваат меѓубанкарските депозити, обврските над две години и обврските врз основа на репо-трансакции	2%	Да, 1 месец	Сметки на банките кај ЦБ	Стапката на надомест е еднаква на основната каматна стапка
Полска	Депозити кај банките, со исклучок на меѓубанкарските депозити, обврските кон странство над две години и други обврски врз основа на индивидуално пензиско осигурување	3,5%	Да, 1 месец, во дом. валута	Сметки на банките кај ЦБ	Стапката на надомест изнесува 90% од основната каматна стапка на НБП

	Основа за пресметка	Стапка на ЗР	Просечно одржување	Начин на одржување	Надомест
Романија	Обврски на банките со преостанат рок на достасување пократок од две години	8%	Да, 1 месец, во дом. и странска валута	Сметки на банките кај ЦБ	За ЗР во домашна валута, 0,13%, за ЗР во евра и долари 0,06%

Извор: интернет-страници на централните банки, пристапено во октомври 2016 година

Глобалната финансиска криза посочи на неколку предизвици за националните макроекономски политики, а воедно и за централните банки како основни институции коишто вообичаено го понесуваат товарот при решавањето и надминувањето на финансиските проблеми во земјата. За разлика од високоразвиените економии, чишто финансиски системи беа директно погодени од кризата, европските земји, меѓу кои и новите земји членки на ЕУ, беа индиректно погодени преку нивната поврзаност со глобалните пазари, особено со европскиот пазар, преку неколку преносни механизми:

- трговскиот преносен канал, како резултат на економската отвореност;
- финансискиот канал, заради намалувањето на довербата на инвеститорите, одливот на капитал и ограничениот пристап кон екстерното финансирање, што придонесе за забавување на кредитната активност и проблеми при отплаќањето на обврските кон странство и
- девизниот курс, особено кај земјите членки коишто применуваат стратегија на таргетирање на инфлацијата, којшто заради високите флукуации и притисоците за депрецијација на домашната валута, предизвика дополнителни негативни ефекти.

Во такви услови, централните банки на новите земјите членки се соочија со предизвикот за одржување на стабилноста на цените, потребата за олеснување на монетарните услови, спречување или надминување на нарушувањата на меѓубанкарскиот пазар, подобрување на трансферот на ликвидните средства кон одредени пазарни сегменти, спречување или надминување на високите флукуации на девизниот курс (намалување на валутниот ризик), одржување на стабилноста на банкарскиот систем и одржување или поттикнување на кредитната активност кон приватниот сектор.

Во услови на ниски каматни стапки коишто се доближија речиси до нулата, централните банки го проширија сетот на монетарните инструменти со широк спектар на нестандартни мерки. Вообичаено, нестандартните мерки се составен дел

на политиките со кои директно се влијае врз трошокот и достапноста на изворите на финансирање на банките, домаќинствата и нефинансиските компании (Smaghi, 2009).

Во периодот по ескалацијата на кризата, особено од 2008 до 2010 година, нестандартните мерки беа насочени кон олеснување на условите за обезбедување ликвидност во банкарскиот сектор и спречување на негативните последици врз финансискиот сектор. Во наредниот период, од 2011 година наваму, мерките на централните банки се однесуваа на поттикнување на кредитната активност и заживување на економиите.

Централната банка на Чешка имаше потесен спектар на предизвици во однос на централните банки на шесте нови земји членки. Имено, како резултат на конзервативната билансна структура, во која најголем дел од кредитната активност беше финансирана од домашни извори, пред сè од депозитите на населението во домашна валута, банкарскиот сектор се одликуваше со висока стабилност (Criste 2014: 4). Во рамките на кредитното портфолио на банките, најзначајно учество имаа кредитите во домашна валута, со што беа ограничени неповолните ефекти од флукуациите на девизниот курс врз инфлациските очекувања за пренесување на валутниот ризик врз домашниот приватен сектор. Истовремено, ликвидноста на банкарскиот сектор беше висока, така што изостанаа притисоците на меѓубанкарскиот пазар.

Меѓутоа, растечките инфлациски очекувања и проблемите околу одржувањето на ценовната стабилност ги принудија централните банки на Унгарија, Полска, Романија и Хрватска да применат широк спектар на нестандартни мерки. Паралелно со намалувањето на основната каматна стапка, овие мерки беа насочени кон олеснување на условите за обезбедување ликвидност на банките преку зголемување на учеството на централните банки на пазарите на пари, преку проширување на листата на обезбедување со вклучување поширок спектар на хартии од вредност, продолжување на рокот на достасување на одобрените кредити и друго. Централната банка на Полска примени посебни мерки наречени „Пакет на доверба“, со кои имаше за цел да ги ублажи притисоците на домашните финансиски пазари и да ги надмине проблемите на банките при обезбедувањето ликвидни средства во домашна и странска валута. Исто така, во 2009 година, централната банка на Полска примени уште еден сет мерки наречен „Пакт за раст на кредитирањето во Полска“

заради поттикнување на кредитирањето на домашниот нефинансиски сектор и за спречување на нарушувањата на меѓубанкарскиот пазар. Во Унгарија и Хрватска, централните банки, исто така, применија поголем број мерки за обезбедување ликвидност во домашна и странска валута за банките. Воедно, поради високото учество на кредитите со девизна клаузула, дел од централните банки спроведоа значителни интервенции на девизниот пазар за ограничување на флукуациите на девизниот курс, намалување на согледувањата за зголемен валутен ризик и спречување на негативните ефекти врз ценовната стабилност. Исто така, централната банка на Унгарија, во соработка со ЕЦБ и централната банка на Швајцарија, спроведе неколку девизни своп-трансакции за обезбедување девизна ликвидност во евра и швајцарски франци.

Од ноември 2013 година, во услови кога основната каматна стапка се доближи до нулата, централната банка на Чешка започна да го применува девизниот курс како дополнителен инструмент за олабавување на монетарните услови и за одржување на предвиденото ниво на инфлацијата.

Покрај нестандартните мерки, централните банки применија широк сет макропрудентни мерки. Дел од макропрудентните мерки беа воведени во Полска, Романија, Унгарија и Хрватска уште пред глобалната финансиска криза и беа насочени кон спречување на прекумерното кредитирање на домаќинствата во странска валута. Исто така, заради зголемување на ризиците поврзани со кредитирањето во странска валута, централните банки спроведоа посилни мерки коишто имаа за цел да влијаат врз кредитната активност, нивото на ликвидноста и капиталот кај банките. Од друга страна, централната банка на Чешка немаше потреба од примена на макропрудентни мерки во периодот од кризата наваму пред сè заради стабилното домашно окружување, стабилноста и ликвидноста на домашниот банкарски сектор и ниското ниво на задолженост на јавниот и приватниот сектор.

Табела 27

Преземени мерки од страна на централните банки на новите земји членки

	Нестандардни монетарни мерки	Макропрудентни мерки
Чешка		
2008 2009	Репо-операции за обезбедување ликвидност за поддршка на пазарот на државни обврзници	

	Нестандардни монетарни мерки	Макропрudentни мерки
2012	Девизни своп-трансакции	
2013 2015	Интервенции на девизниот пазар како дополнителен инструмент на монетарната политика	
Полска		
2008- 2009	<p>Репо-операции со државни хартии од вредност за обезбедување ликвидност во банкарскиот систем, коишто на почетокот беа со рочност од 7 и 14 дена, а подоцна нивната рочност беше продолжена на 3 и 6 месеци (во рамките на пактот за доверба)</p> <p>Проширување на листата на прифатливо обезбедување при операциите на рефинансирање на ЦБ</p> <p>Девизни своп-трансакции (во соработка со ЕЦБ и ЦБ на Швајцарија)</p> <p>Предвремен откуп на обврзниците коишто НБП ги има издадено во 2002 година (во рамките на пактот за доверба)</p> <p>Воведување нов инструмент - дисконтен кредит, преку кој банките ги дисконтираат обврзниците издадени од приватниот сектор, а добиената ликвидност ја користат за кредитирање</p> <p>Откуп на обврзници издадени од банките.</p>	<p>Ограничување на висината на кредитите во однос на приходите кај новоодобрените хипотекарни кредити во девизи</p> <p>Намалување на задолжителната резерва</p> <p>Зголемување на пондерот за ризик за изложеноста на банката во странска валута</p>
2010- 2011	Интервенции на девизниот пазар	
2013	<p>Намалување на вредноста на обезбедувањето за кредитите од ЦБ преку ноќ</p> <p>Обезбедување ликвидност на банките на подолг рок (до 6 месеци)</p>	
Унгарија		
2008 2009	<p>Девизен своп (во соработка со ЕЦБ и ЦБ на Швајцарија)</p> <p>Воведување неделни аукции на обезбедени кредити, со фиксна каматна стапка и рок на достасување од 14 дена</p> <p>Воведување месечни аукции на обезбедени кредити за примарните дилери со варијабилна каматна стапка и рок на достасување од шест месеци.</p> <p>Аукции за откуп на државни хартии од вредност</p> <p>Проширување на листата на прифатливо обезбедување</p>	<p>Намалување на стапката на задолжителната резерва во домашна валута.</p> <p>Построги услови и ограничувања за хипотекарните кредити во странска валута во однос на кредитите во домашна валута.</p>
2010 2011	<p>Конвертирање на нето тековните и капиталните трансфери од ЕУ на девизниот пазар</p> <p>Финансирање за шема за раст (рефинансирање на кредитите и девизните свопови)</p>	<p>Флексибилен систем на одржување на задолжителната резерва</p> <p>Програма „Финансирање за раст“, за подобрување на условите за финансирање на малите и средните претпријатија преку поттикнување на кредитирањето во домашна валута, конверзија на девизните кредити во домашна валута, како и Иницијатива за промена во валутната</p>
2012	<p>Проширување на листата на прифатливо обезбедување</p> <p>Програма на ЦБ за откуп на хипотекарни</p>	

	Нестандардни монетарни мерки	Макропрudentни мерки
	обврзници	структура на јавниот долг, односно намалување на задолжувањето во странска валута
2013	Девизни своп-операции за креирање ликвидност во евра со рочност една недела	
2014	Замена на долгорочни хартии од вредност деноминирани во домашна валута во сопственост на банките, со хартии од вредност деноминирани во евра на ЦБ. Замена на основниот инструмент на централната банка (благајничките записи со рочност 2 недели) со двонеделни депозити кај централната банка.	
2015	Формирање несиметричен коридор на каматни стапки, Замена на двонеделните депозити (коишто беа основен инструмент) со тримесечни депозити за кои се применува фиксна каматна стапка, при што пласманите во овој инструмент не се вклучуваат во коефициентите за ликвидност на банките.	За зголемување на пласманите на банките во државни хартии од вредност, ЦБ ја зголеми и стапката на покриеност на ликвидните обврски со ликвидна актива (Liquidity coverage ratio), којашто треба да достигне минимум 100%, Воведување резерва за системски ризик (англ. Systemic Risk Buffer), којшто се активира одделно за секоја банка со високо учество на нефункционални кредити.
Романија		
2008-2009	Девизни своп-трансакции Намалување на рокот на достасување на стандардните операции за прифаќање депозити кај ЦБ	Зголемување на стапката на адекватноста на капиталот кај одредени банки Овластување за ЦБ да ја забрани или да ја одложи распределбата на профитот сè додека не се подобри финансиската состојба на банката Намалување на задолжителната резерва за обврските во домашна и странска валута
2010-2015		
Хрватска		
2008-2009		Укинување на маргиналната задолжителна резерва за заемите на банките од странство Намалување на стапката на задолжителна резерва. Зголемување на лимитот за отворена девизна позиција на банките. Зголемување на делот од задолжителната резерва во девизи којшто се издвојува во домашна валута (од 50 на 75%). Укинување на надоместот на девизниот дел од задолжителната резерва Укинување на обврската за банките коишто имаат раст на кредитите повисок од 12% да запишуваат благајнички записи.
2010-2011	Намалување на есконтната стапка заради намалување на договорните каматни стапки помеѓу правните субјекти и во деловните односи помеѓу физичките и	

	Нестандардни монетарни мерки	Макропрudentни мерки
	правни лица.	
2012	Олеснување на правилата за пристап на банките до итна ликвидносна поддршка од ЦБ.	Зголемување на стапката на задолжителна резерва во согласност со Програмата за економски развој.
2013		Намалување на стапката на задолжителна резерва.
Бугарија		
2014		Воведување дополнителен резервен капитал и резерва за системски ризик.
2015		Воведување пакет мерки за рана идентификација на ризиците во однос на стабилноста на финансискиот систем и за ограничување на ризикот од прекумерен кредитен раст (вклучително и во странска валута) особено кај системски важните банки. Ограничување на износот на дивидендите. Ограничување на пласманите кон поврзаните субјекти во странство и кон повисокоризичните странски државни хартии од вредност заради спречување на негативните преносни ефекти. Воведување антициклична резерва за заштита на банкарскиот систем од потенцијални загуби од зголемување на системскиот ризик во периоди на прекумерен кредитен раст.

Извор: Интернет-страници на централните банки, пристапено во октомври 2016 година

Преземените мерки на централните банки на шесте анализирани земји членки остварија одредено влијание врз нивните биланси. Заради утврдување на влијанието на монетарната политика за поттикнување одредени макроекономски сектори, во продолжение е направена анализа на поставеноста на монетарната политика преку презентираниот модел за динамичко следење на промените во структурата и големината на билансите на централните банки (Pattipeilohy, 2016: 14). Покрај ограничувањата коишто произлегуваат од групирањето на податоците или, пак, апстрахирањето од одредени елементи, како на пример, рочната структура на средствата и обврските во билансите на одделните централни банки, моделот дава соодветна слика за промените кај поставеноста на монетарната политика кај централните банки на шесте земји членки во текот на одредена временска димензија, односно во 2006 во однос на 2015 година.

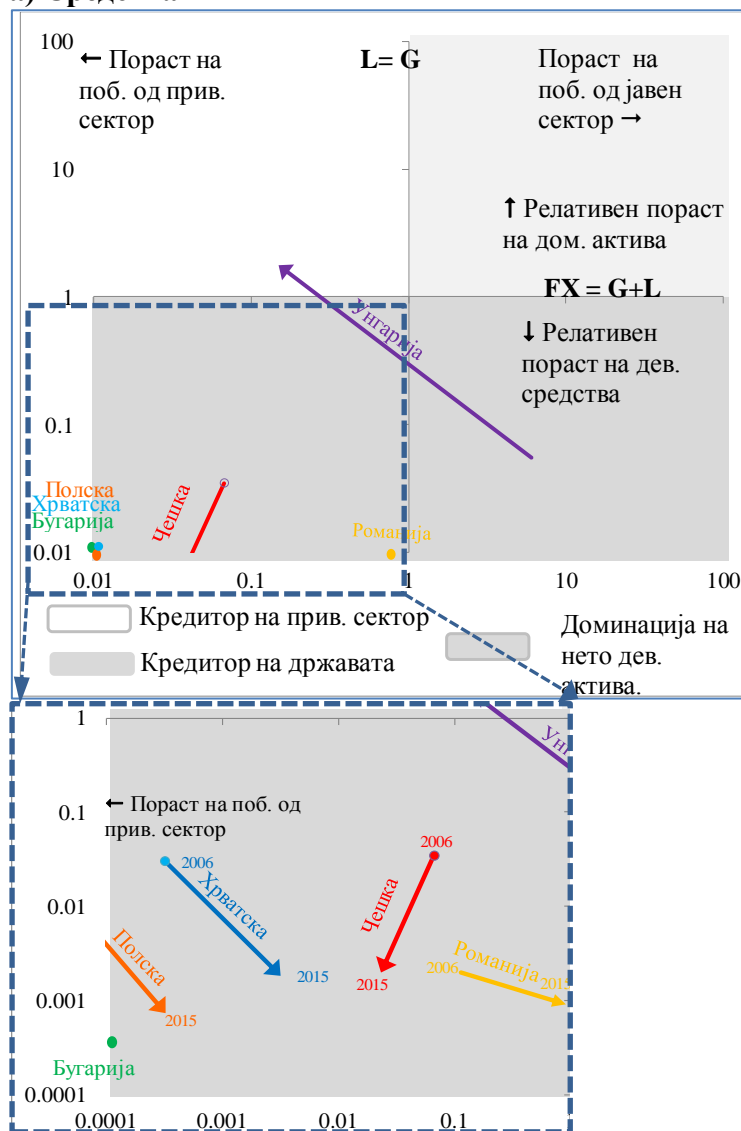
За потребите на анализата и подобра споредливост, се поаѓа од стилизираната форма на билансот на централната банка. Резултатите од анализата на податоците од стилизираниот биланс на централните банки се претставени на графиконот 50 а и б.

На графиконот 50а, лево горе, е претставена промената на поставеноста на монетарната политика во зависност од структурата на средствата од билансите на централните банки, додека на десниот графикон, графиконот 50б, се претставени промените страната на нивните обврски.

Од графиконот 50а може да се забележи дека централните банки се поставени претежно на левата страна, што упатува на фактот дека не располагаат или, пак, имаат релативно мал износ на побарувања од државата (Бугарија, Полска, Хрватска, Чешка), којшто во периодот по ескалацијата на кризата, дополнително се намалил кај некои од нив, што е прикажано на зголемениот графикон 50а долу.

Графикон 50
Промени во структурата на билансите на централните банки на новите земји членки во 2006 и 2015 година

а) Средства



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоците за билансите на централните банки

Поместувањата кај хоризонталната оска од десно кон лево упатуваат дека во Унгарија и Чешка дошло до релативно намалување на побарувањата од државата (G) во однос на побарувањата од домашниот приватен сектор (L), што упатува на фактот дека централната банка ја зголемила улогата на кредитор на домашниот приватен сектор. Истовремено, кај Хрватска, Полска и Романија настанале придвижувања од лево кон десно на хоризонталната оска, што упатува на релативно зголемување на побарувањата од државата во однос на побарувањата од приватниот сектор, што посредно значи дека улогата на централната банка како кредитор на државата станала поголема.

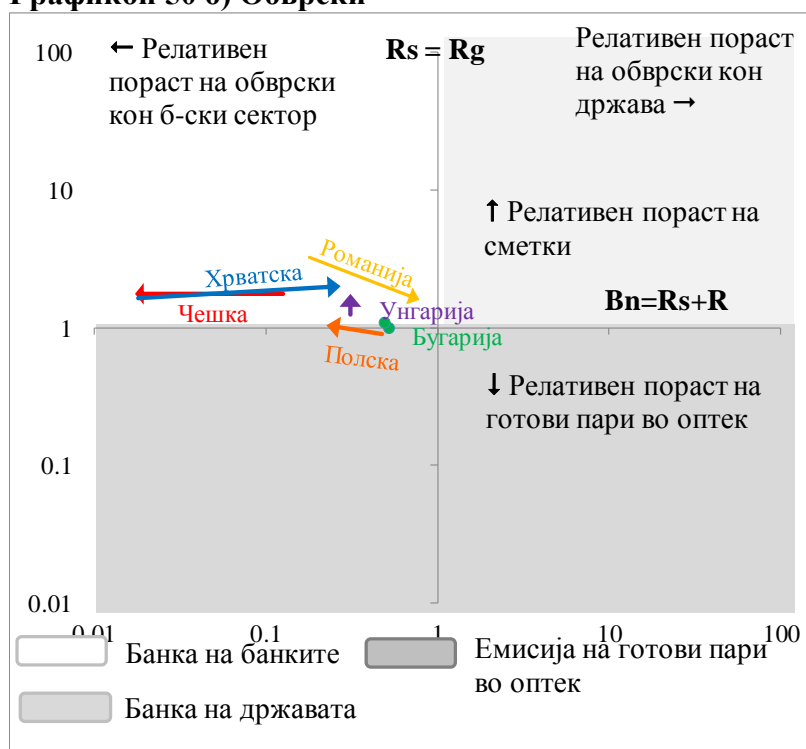
Од аспект на вертикалната оска, којашто го покажува односот помеѓу средствата во домашна (G+L) и странска валута (FX) во билансот на централната банка, сосема видлива е концентрацијата на централните банки во делот обележан со потемносива боја. Тоа упатува на фактот дека поставеноста на монетарните политики на овие централни банки е повеќе насочена кон зголемување на девизните резерви, отколку кон кредитирање на приватниот сектор. Воедно, во однос на 2006 година, односно по ескалацијата на економската и финансиската криза, сите централни банки, со исклучок на Унгарија, ја зголемиле изложеноста во странска валута во своите биланси, со оглед на тоа што оствариле позначително релативно зголемување на девизните средства во однос на средствата во домашна валута. Ова приспособување на билансите на централните банки е резултат на интервенциите на девизниот пазар за смирување на притисоците за апрецијација на националните валути предизвикани од приливите на капитал (особено во Чешка и Полска), во услови на приспособлива монетарна политика и ниски или негативни приноси во високоразвиените економии.

Од графиконот може да се види дека во Бугарија не настанале промени, што е природен одраз на режимот на валутниот борд, ограничената улога на монетарната политика и отсуството на операциите на отворен пазар на централната банка, како и забраната за монетарно финансирање на државата и целосната покриеност на монетарната база со девизните резерви.

На графиконот 50б се претставени резултатите од пресметката на показателите на страната на обврските во 2006 и 2015 година. Од графиконот може да се забележи дека постои значителна хомогеност на централните банки во однос на

улогата на централната банка како банка на банките. Воедно, поместувањата по должината на хоризонталната оска од лево кон десно упатуваат на фактот дека во 2015 година, во Хрватска и Романија, обврските кон државата (R_g) релативно се зголемиле во однос на обврските кон банкарскиот сектор (R_s), со што се зголемила и улогата на централната банка како банкар на државата. Во Чешка и Полска, улогата на централната банка како банка на банките се зголемува со оглед на тоа што обврските кон банкарскиот сектор релативно се зголемиле во однос на обврските кон државата, што се согледува од хоризонталното поместување на билансните позиции на графиконот од десно кон лево. Споредувајќи ги промените во 2006 и 2015 година, во Унгарија и Бугарија не настанале промени помеѓу анализираните билансните ставки.

Графикон 50 б) Обврски



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоците за билансите на централните банки

За разлика од промените по должината на хоризонталната оска коишто се похетерогени, поместувањата во однос на вертикалната оска помеѓу централните банки се усогласени и се релативно стабилни. Тоа значи дека во билансите на централните банки немало промени на соодносот помеѓу состојбата на сметките ($R_s + R_g$) и готовите пари во оптек (B_n). Имено, релативните промени кај готовите пари во оптек како автономен ликвидносен фактор, биле следени со соодветна промена на средствата на сметките кај централната банка.

Компаративната анализа на поставеноста на монетарната политика упатува на заклучокот дека независно од применуваните стратегии, во периодот по ескалацијата на кризата, централните банки на новите земји членки примениле голем број мерки и инструменти коишто се насочиле пред сè кон одржувањето на стабилноста на цените, како основна цел. Фокусирајќи се кон основната цел, во услови на постоење значителни нарушувања на финансиските пазари, високи и непостојани капитални текови, флукуации на девизните курсеви, како и ризици во однос на стабилноста на финансискиот систем, централните банки на новите земји членки имаа значителен придонес во одржувањето на ценовната стабилност, што претставува еден од приоритетите во процесот на конвергенцијата кон ЕМУ.

ГЛАВА 5 – ПРОЦЕСОТ НА ИНТЕГРИРАЊЕ НА МАКЕДОНИЈА КОН ЕМУ

Општо е прифатено убедувањето дека процесот на проширување на ЕУ сè уште не е завршен, сè додека Западниот Балкан целосно не се интегрира во унијата. Словенија и Хрватска се веќе членки на ЕУ, преговорите на Црна Гора и Србија за членство во ЕУ се веќе започнати, а наскоро се очекува дека и Албанија ќе започне со пристапните преговори. Од останатите земји на Западен Балкан, Босна и Херцеговина аплицира за членство во ЕУ, додека Косово започна со спроведување на Спогодбата за стабилизација и асоцијација.

Договорните односи помеѓу Македонија и ЕУ се воспоставени пред повеќе од две децении. Интеграцијата на Македонија во унијата започна со самото нејзино осамостојување во 1991 година, кога членството во ЕУ консензуално беше декларирано како стратешка цел на земјата. Постојаниот напредок во интеграцискиот процес и оствареното партнерство со унијата, особено во периодот на предизвици за државата и пошироко за регионот, доведе до потпишување на Спогодбата за стабилизација и асоцијација во 2001 година, којашто стапи во сила во 2004 година. Со Спогодбата за стабилизација и асоцијација се воспоставија билатерални договорни односи помеѓу Европската комисија и Македонија, со што се создаде платформа за политички дијалог, се овозможи јакнење на регионалната соработка и економските односи, особено преку одредбите коишто се однесуваат на слободното движење на стоки, услуги, работна сила и капитал.

Условите и принципите коишто треба да бидат исполнети од страна на земјите пред да влезат во ЕУ се регулирани со Договорот за ЕУ (член 49 и член 6). Притоа, основен предуслов за прием во ЕУ е исполнувањето на критериумите од Копенхаген, при што исполнувањето на првиот критериум е услов за почеток на преговорите со ЕУ. Првиот критериум се однесува на обезбедувањето стабилност на институциите коишто ќе гарантираат демократија, владеење на правото, човекови права и почитување и заштита на малцинствата (политички критериум). Вториот критериум налага земјата да воспостави функционална пазарна економија, како и капацитет за справување со конкурентскиот притисок и пазарните сили во рамките на ЕУ (економски критериум). Исполнувањето на третиот критериум подразбира способност на земјата да ги преземе обврските од членството и да се придржува кон политичката, економската и монетарната унија.

Македонија има постигнато значителен напредок во исполнувањето на критериумите од Копенхаген. Стекнувањето на статусот држава кандидатка за членство во декември 2005 година, како и добивањето препораки од Европската комисија за почеток на преговорите, зборуваат за значителниот напредок на земјата во остварувањето на стратешката цел – членство во унијата. Од официјалното доделување на статусот на земја кандидатка, Европскиот совет секоја година ја обновува оваа одлука, но отворањето на преговорите сè уште не е започнато заради условеноста од решавањето на спорот со Грција за името на земјата.

Имајќи ги предвид целите на овој труд, во продолжение ќе се насочиме кон економските остварувања на земјата во процесот на интегрирање кон ЕУ. Исполнувањето на економскиот критериум се однесува на воспоставување функционална пазарна економија, што подразбира постоење на широк политички консензус за основните економски политики, постигнување и одржување макроекономска стабилност, либерализација на цените и трговијата, постоење развиен финансиски сектор, приватизација и реструктурирање на претпријатијата, отстранување на ограничувањата за влез и излез од пазарот, како и ефикасност на правниот и судскиот систем. Воедно, исполнувањето на економскиот критериум подразбира развивање на капацитетите за справување со конкурентскиот притисок и пазарните сили во рамките на ЕУ, за што е неопходно да се развие економската структура на земјата, да се зајакне способноста за натпреварување со производите и услугите од останатите земји членки на ЕУ и да се воспостави ефикасна распределба на ресурсите.

За земја како што е Македонија, покрај политичките, националните, институционалните и социјалните придобивки, влегувањето во ЕУ и конечното прифаќање на единствената валута ќе значи елиминирање на валутниот ризик во односите со земјите од еврозоната, засилување на надворешнотрговската размена и инвестициите со земјите од ЕУ, што ќе придонесе за структурни поместувања на економијата и повисок економски раст. Меѓутоа, прераниот влез во ЕМУ, при постоење значителни разлики во однос на синхронизацијата на економските циклуси, структурата на економијата и нејзината конкурентност, при ниска мобилност на работната сила и недоволна флексибилност на цените и платите, упатува на високи ризици за економијата при отсуство на независната монетарна политика и политика на девизниот курс.

Од искуствата на некои од земјите членки на еврозоната, како и од новите земји членки на ЕУ, видовме дека членството во ЕУ води кон зголемување на приливите врз основа на СДИ и структурните фондови коишто придонесуваат за забрзување на економската активност и пораст на цените. Доколку земјата не е во можност да изврши апрецијација на домашната валута и да го запре брзиот пораст на платите, може да се соочи со проблемот на влошување на економските услови и нарушување на макроекономската стабилност. Оттаму, предностите и недостатоците коишто произлегуваат од влезот во унијата треба да се разгледуваат од аспект на карактеристиките и состојбите како во македонската економија, така и од аспект на економијата во еврозоната, што ќе овозможи утврдување на идните насоки за натамошен економски раст и подобрување на остварувањата на земјата.

Прифаќајќи го концептот за оптимални валутни зони и утврдените критериуми како појдовна основа, во продолжение ќе се направи обид за лоцирање на потенцијалните слабости и полиња на делување при структурното приспособување на Македонија кон ЕМУ.

1. Динамика и структура на економската активност на македонската економија во однос на економијата во еврозоната

Поаѓајќи од основните постулати на теоријата за оптималните валутни зони, според кои земјата може да оствари поголеми придобивки од влезот во монетарната унија доколку постои повисока поврзаност на економските циклуси со циклусите во ЕУ и дека синхронизираноста на економските шокови е поголема при постоење усогласена економска структура, во продолжение се насочуваме кон испитување на поврзаноста на БДП на Македонија и еврозоната.

Истражувањата на економските остварувања на Македонија упатуваат на фактот дека и покрај силните трговски и финансиски врски помеѓу македонската економија и економијата на еврозоната, конвергенцијата на производната структура на Македонија со еврозоната е сè уште на ниско ниво. Низ резултатите од истражувањето за влијанието на егзогените економски шокови од еврозоната врз земјите од Југоисточна Европа, меѓу кои е и Македонија, Петровска (Petrovska 2012: 283) констатира дека постои значителна хетерогеност во однос на билатералните коефициенти на поврзаност на БДП помеѓу земјите од Југоисточна Европа и

еврозоната, којашто дополнително се зголемува по последната економска криза. Од друга страна, во истражувањето на степенот на синхронизацијата на економските циклуси помеѓу земјите од Балканот и еврозоната, Гувеја (Gouveia, 2014: 40) дошла до заклучокот дека од осумте анализирани земји, економските циклуси на Словенија и Македонија значително се доближуваат кон економските циклуси на еврозоната. Испитувајќи го степенот на синхронизација на економските циклуси на земјите од Западниот Балкан²⁷ со ЕУ, Хилдебрант и Модер (Hildebrandt, Moder, 2015: 8–25) заклучуваат дека Босна и Херцеговина, Хрватска, Македонија и Црна Гора имаат подобри остварувања во однос на овој критериум на конвергенција од другите земји од Западниот Балкан, којшто дополнително се подобрува по економската криза. Воедно, авторите доаѓаат до заклучокот дека надворешната трговија има најголемо влијание во процесот на конвергенцијата на економските циклуси, додека фискалната политика има различно влијание во различни периоди, што е последица на нејзината улога во ублажувањето на флукуациите на економските циклуси кај земјите од Балканот. Испитувајќи го индексот на специјализација на Кругман²⁸, Величковски (Velickovski, Petreski, Jovanovic, 2013: 17) утврдил дека и покрај повољните резултати во однос на додадената вредност и вработувањето, коишто одат во прилог на конвергенцијата на производната структура, сепак разликите помеѓу македонската економија и ЕУ се високи. Сите овие истражувања упатуваат на значењето на синхронизацијата на економските циклуси, како и на потребата за активно следење на динамиката и промените на економската структура за испитување на клучните двигатели на идниот економски раст и забрзување на процесот на конвергенцијата на земјата кон ЕУ.

Визуелниот впечаток од следењето на БДП на Македонија во однос на БДП во еврозоната и новите земји членки, прикажан на графиконот 51, упатува на заклучокот дека македонската економија ја следи нивната динамика на раст, со

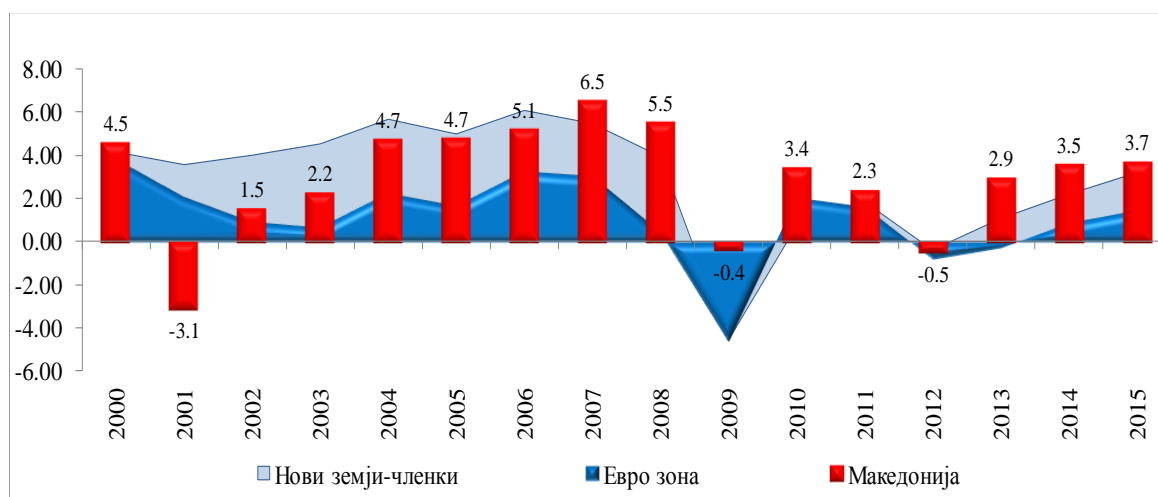
²⁷ Во трудот, регионалната дефиниција на Западниот Балкан е преземена од ММФ (https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/eur/eng/pdf/erei_sr_030915.pdf) и ги вклучува Албанија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Македонија, Косово, Црна Гора и Србија.

²⁸ Според индексот на специјализација на Кругман, доколку земјата има идентична индустриска структура со референтната група земји, индексот изнесува нула, што упатува на фактот дека земјата не е специјализирана за одреден сектор или гранка. Индексот достигнува максимална вредност 2 доколку во индустриската структура нема сектори коишто се застапени кај референтната група земји, што упатува на силна секторска специјализација. За Македонија, според графиконот во цитираниот труд, индексот на специјализација во однос на додадената вредност изнесува околу 0,3, додека во однос на вработеноста е околу 0,5.

исклучок на 2001 година, кога како резултат на внатрешниот меѓуетнички конфликт во земјата, македонската економија забележа значителен пад на економската активност од 3,1%. Во периодот од 2000 до 2007 година, економскиот раст во Македонија во просек изнесуваше 3,5%, во просек, и значително заостануваше зад просечниот раст кај новите земји членки на ЕУ коишто многу порано го започнаа процесот на економското приспособување. Во овој период, просечниот раст на новите земји членки изнесуваше 4,7%, што придонесе за натамошно засилување на процесот на економска интеграција кон ЕМУ.

Графикон 51

Движење на стапката на БДП на Македонија во однос на евро зоната и новите земји членки, во периодот од 2000 до 2015 година (по константни цени) (во проценти)



Извор: ММФ, Базата на податоци на СЕП (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx>), пристапено во декември 2016 година

Во периодот по ескалацијата на економската криза, како резултат на намалувањето на странската побарувачка, особено од ЕУ, Македонија забележа пад на економската активност, намалување на извозот и на надворешнотрговската размена. Меѓутоа, благодарение на засилувањето на инвестициската активност и мерките за привлекување СДИ, влијанието на падот на странската побарувачка беше делумно надоместено. Оттаму, во периодот по кризата (2009-2015), може да се забележи дека стапката на раст на БДП е повисока во однос на еврозоната и новите земји членки кај кои изнесуваше 0,1% и 0,6%, соодветно. Сепак, просечната стапка на економски раст од 2,1% е премногу ниска и недоволна за да обезбеди поизвесно економско доближување на Македонија кон ЕУ.

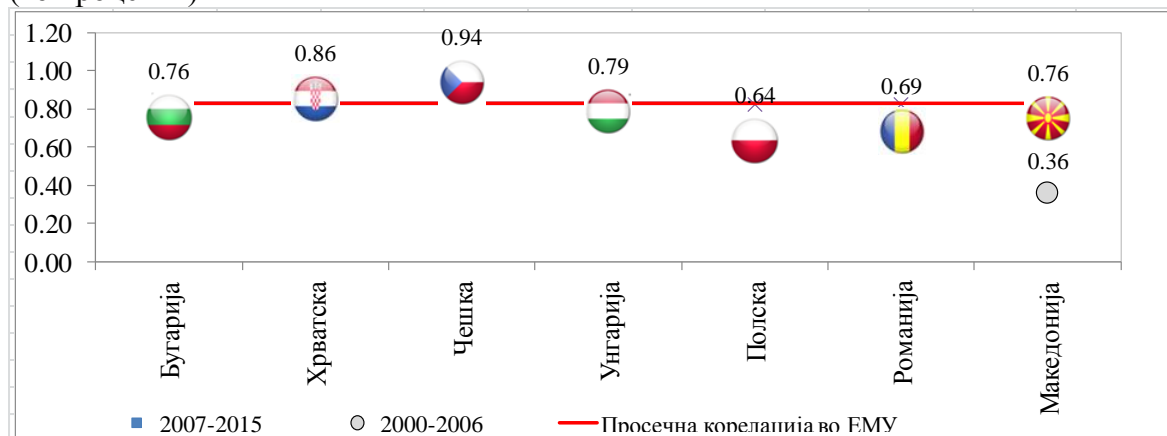
Ниското ниво на конвергенција на македонската економија се потврдува и доколку се спореди БДП по жител во однос на ЕУ и новите земји членки. Согласно со расположливите податоци од Евростат²⁹, БДП по жител според паритетот на куповната сила во Македонија изнесува 35,7% од просекот во ЕУ, за разлика од Чешка (80,7%), Унгарија (66,8%), Полска (64,9%), Хрватска (60,2%), Романија (51,1%) и Бугарија (46,3%).

До слични заклучоци се доаѓа доколку се испита поврзаноста на стапката на раст на БДП на Македонија со просечниот раст во еврозоната и во новите земји членки на ЕУ. Имено, од графиконот 52 може да се согледа дека за разлика од периодот пред кризата (2000-2006), во кој поврзаноста со еврозоната изнесуваше само 0,36%, од 2007 година наваму, стапката на поврзаност значително се зголеми и изнесува 0,76%. Иако ова претставува значително подобрување во однос на претходниот период, сепак треба да се има предвид дека поврзаноста на економските циклуси е сè уште пониска од просечната поврзаност во еврозоната (0,83%), од Чешка (0,94%), Хрватска (0,86%) и Унгарија (0,79%)

Графикон 52

Поврзаност на БДП на Македонија со БДП на еврозоната и новите земји членки

(во проценти)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од ММФ (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weoselagr.aspx>)

Со цел да ги утврдиме основните двигатели на раст на македонската економија, се осврнуваме на компонентите на БДП. Анализата на компонентите на

²⁹ Последно расположливите податоци на Евростат за БДП по жител, мерен според паритетот на куповната сила, за Македонија се од 2011 година, додека за новите земји членки, податоците се објавени заклучно со 2013 година. При споредбата, земени се податоците од 2011 година. Извор: Евростат (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>), пристапено во мај 2017 година.

БДП според трошочниот метод упатува на заклучокот дека во структурата на македонската економија настанале позначителни промени во периодот по 2008 година.

Табела 28

Споредба на придонесите на одделните компоненти во БДП според трошочниот метод во Македонија во однос на еврозоната и новите земји членки во 2004, 2008 и 2015 година

(во проценти)

	Македонија			Нови земји членки	Еврозона
	2004	2008	2015 ³⁰	2015	2015
Бруто домашен производ	100	100	100	100.0	100.0
Финална потрошувачка	98.4	97.2	84.4	74.0	76.0
Финална потрошувачка на домаќинствата	81	78.6	67.7	56.3	55.1
Финална јавна потрошувачка	17.4	18.6	16.7	17.8	20.9
Бруто-инвестиции	21	27.9	31.9	22.4	19.6
Извоз на стоки и на услуги	30.7	43.2	48.5	63.8	45.7
Увоз на стоки и на услуги	50.2	68.3	64.8	60.2	41.3

Извор: Државен завод за статистика

(http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat_BDP_BDPInvesGodisni_BDPsporedESS2010/175_NacSmA_Mk_04RasGod_01mk.px/table/tableViewLayout2/?rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef) и Еуростат (http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/NAMQ_10_GDP),

пристапено во декември 2016 година

Имено, од табелата 28 може да се согледа дека во периодот од 2004 година, учеството на потрошувачката на домаќинствата и јавниот сектор во БДП постепено се намалува и се приспособува кон структурното учество во новите земји членки на ЕУ и еврозоната. Воедно, за македонската економија од особено значење е зголемувањето на бруто-инвестициите чиешто учество во периодот од кризата наваму се зголеми од 27,9% на 31,9% од БДП.

Меѓутоа, треба да се има предвид дека Македонија, како мала и отворена економија, се одликува со висока зависност од надворешниот сектор. Паралелно со зголемувањето на извозот, се зголеми и увозот што придонесе за одржување на негативното трговско салдо во размената со странство.

Анализирајќи ја економската структура на земјата, може да се утврдат одредени разлики во однос на еврозоната и во однос на новите земји членки. Од

³⁰ Проценети податоци за 2015 година

табелата 29 може да се види дека учеството на индустријата, како и на стручните, научните и техничките дејности е сè уште ниско и изнесува 17,3% и 3,7% соодветно, додека земјоделството, шумарството, ловот и риболовот имаат најголема улога во додадената вредност со 11,5% во 2013 година.

Табела 29

Учество на одделните сектори во БДП во Македонија, во еврозоната и кај новите земји членки во 2013 година

(во проценти)

Сектор	Година	Евро зона	Нови земји членки	Македонија
Земјод, шумарство, лов и риболов	2003	2.1	6.7	13.4
	2013	1.7	4.5	11.5
Индустрија	2003	20.9	25.1	18.4
	2013	19.4	27.2	17.3
Градежништво	2003	5.8	6.2	7.6
	2013	5.1	6.1	8.2
Трговија, транспорт	2003	19.5	21.6	15.7
	2013	18.8	19.5	21.2
Финансиски, информациски и комуникациски услуги	2003	9.7	8.6	6.6
	2013	9.6	9.6	6.9
Стручни, научни и технички дејности	2003	10.0	5.5	2.3
	2013	10.6	7.1	3.7
Јавна админ, одбрана, образование, здравство и социјала	2003	18.3	15.5	17.6
	2013	19.6	14.8	14.7
Останати дејности	2003	13.7	10.8	18.4
	2013	15.2	11.4	16.6

Извор: Државен завод за статистика

(http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat_BDP_BDPInvesGodisni_BDPsporedE SS2010/125_NacSmA_Mk_03ProGod_01mk.px/table/tableViewLayout2/?rxid=ffbe9bdf-2fb0-449b-93ec-05d934f47876) и Еуростат

(http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_nace10_c&lang=en), пристапено во декември 2016 година

Структурните разлики упатуваат на можноста за појава на одредени шокови коишто се карактеристични за земјата, но истовремено различни од движењата кај останатите земји членки на унијата. Овие констатации, поддржани од емпириските истражувања на цитираните автори, упатуваат на потребата од натамошни структурни реформи насочени кон зголемување на учеството на инвестициите, технолошкиот развој и привлекување СДИ. Со цел да се подобри процесот на диверзификација на економската структура и да се обезбеди стабилен економски раст, неопходно е да продолжи развојот на традиционалните сектори (текстилната индустрија, металопреработувачката индустрија, земјоделството), но исто така неопходни се одредени мерки за поттикнување на развојот на новите сектори

(фармацевтската и хемиската индустрија, информациската технологија, алтернативните извори на енергија, туризмот и други). Воедно, како последица на кризата, се актуализира прашањето за натамошно реструктурирање на македонската економија заради зголемување на извозот и индустриското производство. Во прилог на поддршката на извозот, во последните неколку години вниманието е насочено кон развојот на слободните економски зони и на привлекувањето странски директни инвестиции. Активноста на зоните, односно нивната додадена вредност, бележи постојан раст, а со зголемувањето на бројот на компании, се зајакнуваат позитивните директни и индиректни ефекти врз економскиот раст и врз екстерната позиција на земјата.

Меѓутоа, кризата исто така покажа дека имајќи ги предвид ограничените извори на екстерно финансирање, како и променливоста на СДИ, стратегијата за поттикнување на економскиот раст треба да биде поддржана и од мерките за поттикнување на штедењето. Зголемувањето на инвестициите од домашните извори на финансирање, коишто во најголем дел треба да произлезат од домашното штедење претставува значаен фактор којшто овозможува постигнување и одржување стабилни стапки на економски раст (Gligorov, 2016: 21).

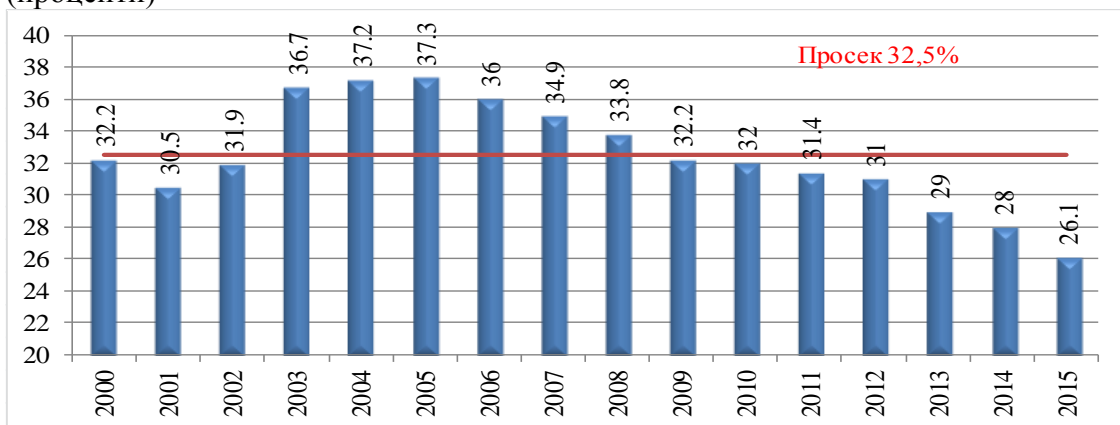
2. Мобилност на работната сила и состојба на пазарот на трудот

Имајќи ја предвид улогата на мобилноста на работната сила за надминување на ефектите од асиметричните макроекономски шокови врз економијата којашто е во состав на валутната унија, истражувањето го продолжуваме со испитување на миграциските движења во Македонија.

Во Македонија, постои цврста и долгорочна врска помеѓу пазарот на работната сила, односно проблемот на високата невработеност и миграциските движења на работниците (Janeska, 2013: 1). Процесот на приватизацијата, реструктурирањето и ликвидацијата на претпријатијата во државна сопственост имаа најзначајно влијание врз растот на невработеноста којашто во 2005 година достигна највисоко ниво од 37,3%. Од графиконот 53 може да се види дека иако во текот на изминатите неколку години, стапката на невработеност се намали и достигна 26,1% во 2015 година, Македонија сè уште спаѓа меѓу земјите со најслаби остварувања во однос на овој критериум во регионот и пошироко.

Графикон 53

Движење на стапката на невработеност во Македонија од 2000 до 2015 година (проценти)

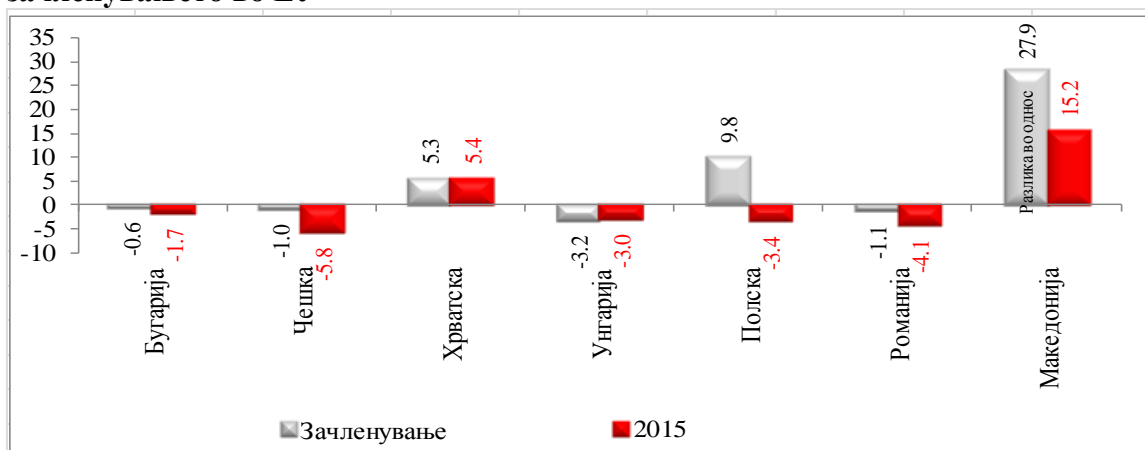


Извор: Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_exi_c&lang=en, пристапено во јануари 2017 година)

На графиконот 54 е прикажана разликата помеѓу невработеноста кај новите земји членки во два периода: при нивното влегување во ЕУ и во 2015 година. Во случајот на Македонија, споредбата е направена во однос на 2004 година, кога е потпишана Спогодбата за стабилизација и асоцијација со ЕУ.

Графикон 54

Разлика помеѓу невработеноста во однос на еврозоната во периодот по зачленувањето во ЕУ



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат (http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/une_rt_a), пристапено во јануари 2017 година

Од графиконот може да се утврди дека во 2015 година, разликата помеѓу невработеноста во Македонија и еврозоната, изнесува 15,2 п.п. и е значително повисока од невработеноста во која било од новите земји членки којашто била забележана при нивниот влез во еврозоната. При влезот во ЕУ, Унгарија, Романија, Чешка и Бугарија имаа пониски стапки на невработеност од еврозоната. Полска е исклучок со оглед на тоа што таа влезе во монетарната унија со многу повисока

стапка на невработеност, којашто успеа да ја надмине за релативно краток период, така што во 2015 година забележа пониска невработеност од еврозоната за 3,4 п.п.

Од друга страна, емиграцијата на населението од Македонија е долгорочен феномен којшто датира уште од шеесеттите години на минатиот век и што дополнително се засили во текот на последните две децении. Како основна причина за високите емиграциски движења се наведуваат неповолните услови на пазарот на работната сила и воопшто, неповолната социјална и економска состојба во земјата (Janeska, 2013: 10). Во Извештајот на ММФ за Македонија од 2013 година³¹, стои дека во периодот на деведесеттите години, бројот на постојано иселени лица од Македонија изнесува околу 17% од вкупното население. Тоа што дополнително загрижува е што во рамките на иселените лица, учеството на високообучени кадри е значително, така што во тој поглед Македонија е најмногу погодена во однос на земјите од регионот. Типичен пример за одлив на високообучените кадри од Македонија е 2001 година, кога нивното учество во вкупниот број иселени работоспособни лица изнесува 24%. Овој факт е особено загрижувачки имајќи го предвид продолжувањето на трендот на одлив на високообучени кадри од земјата, а општо познато е дека високообучените кадри во секоја земја би требало да бидат основните носители на реформите и на развојот на домашната економија.

Во Извештајот на ММФ за процесот на транзицијата кај земјите од Западен Балкан (Murgasova, Paahi, Miniane, Scott, Vladkova-Hollar, 2015: 34), посочено е дека во услови на висока невработеност, во Македонија респонзивноста на пазарот на работна сила во однос на промените во економските циклуси е мала и статистички незначајна. Врз основа на економетриското истражување, авторите на извештајот заклучуваат дека стапката на невработеност кај земјите од Западен Балкан може и натаму да се одржува на високо ниво и покрај забрзаниот економски раст и затворањето на производниот јаз во посткризниот период. Ваквото тврдење е објаснето со задоцнетиот процес на транзиција, заостанувањето на процесот на диверзификација на производната структура и реструктурирањето на економијата од традиционалните сектори, како и задоцнетиот и недоволен влез на СДИ, како во однос на новите земји членки, така и во однос на останатите земји од регионот.

Исто така, како фактор којшто придонесува за одржување висока стапка на невработеност се наведуваат и дознаките на нашите граѓани во странство до нивните

³¹ IMF Country Report No. 13/179, Selected issues paper on Macedonia, June 3, 2013, стр. 11

семејства во земјата. Приливите од странство и порастот на приходите на примателите неповолно влијаат врз економската активност на населението, нивната вклученост на пазарот на работна сила и врз висината на платите во земјата. Приливите од иселените лица во странство претставуваат значајна ставка на финансирање на билансот на плаќања и во периодот од 2000 до 2015 година изнесуваат околу 15% БДП, во просек.

Освен наведените фактори, дополнителна причина за одржувањето висока стапка на невработеност претставува и неповолната образовна структура на невработените, како и тековната структура на побарувачката за работна сила.

Графикон 55

Учество на невработените според школската подготовка во вкупниот број невработени во Македонија во периодот од 2000 до 2015 година



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од ДЗС

(http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat_PazarNaTrud_AktivnosNaNaselenie/600_PazTrud_Mk_20Nevrab_mk.px/table/tableViewLayout2/?rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef), пристапено во јануари 2017 година

Од образовната структура на невработените лица во Македонија, прикажана на графиконот 55, може да се заклучи дека во рамките на вкупниот број невработени лица, највисоко е учеството на лицата со средно образование, коешто од 2000 до 2015 година изнесува 54%, во просек, потоа на лицата со основно образование (30%), додека просечното учество на лицата со високо образование изнесува 9,4%.

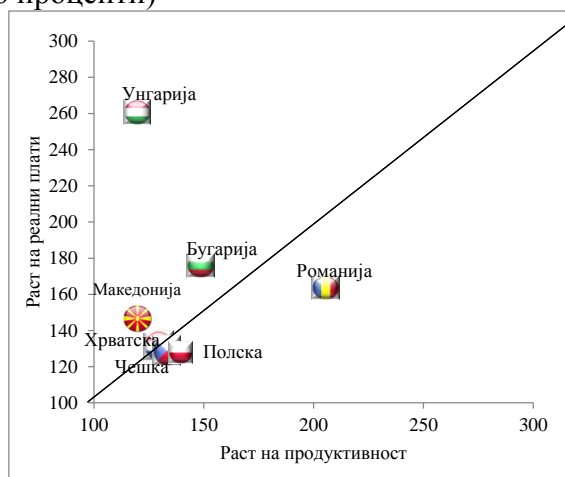
Меѓутоа, следејќи го историското движење, може да се заклучи дека во рамките на вкупниот број невработени, релативното учество на лицата со високо образование се зголемило за 11 п.п. во однос на 2000 година, додека учеството на лицата со основно образование се намалило за 7 п.п. Имајќи предвид дека побарувачката за работната сила е предодредена од структурното учество на

одделните сектори во додадената вредност, во Македонија сè уште преовладува побарувачката за работни места со ниски квалификации и со ниска продуктивност, како на пример, во производството (во металната и текстилната индустрија) и во услужниот сектор, така што пазарот на работна сила не може да ја апсорбира понудата на работници со високо образование.

Од неповолните миграциски движења и високата невработеност може да се заклучи дека во Македонија, респонзивноста на пазарот на работна сила во однос на промените кај економските циклуси е премногу ниска за да може обезбеди надминување на ефектите од асиметричните економски шокови во рамките на валутната унија. За таа цел, покрај бројните програми за зголемување на флексибилноста на пазарот на работна сила, за намалување на одливот на население, особено на високостручниот кадар, од особено значење се мерките за целосно подобрување на макроекономското опкружување, што ќе обезбеди создавање нови работни места, односно раст на БДП, поттикнување на учеството на работната сила на пазарот на трудот, како и на веројатноста за нејзино вработување во домашната економија.

Во однос на флексибилноста на платите, истражувањето го продолжуваме со следење на движењето на платите и продуктивноста на трудот во Македонија. Збирниот раст на платите и продуктивноста во периодот од 2000 до 2014 година, прикажан на графиконот 56, упатува на заклучокот дека растот на реалните плати е малку побрз во однос на продуктивноста на трудот. Иако отстапувањето на индексот на платите во однос на продуктивноста на трудот не е толку изразено како во случајот на Унгарија и Бугарија, сепак

Графикон 56
Збирен раст на реалните плати и продуктивноста на трудот во Македонија во однос на новите земји членки во периодот од 2000 до 2014 година
(во проценти)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од: Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=na_ma_10_lp_ulc&lang=en) и Меѓународната организација на трудот (http://www.ilo.org/ilostat/faces/help_home/data_by_subject?_afzLoop=297632204418792)

Македонија мора да обрне внимание во однос на состојбата на пазарот на трудот со оглед на идниот процес на приспособување на домашната економија кон ЕУ, што подразбира и раст на платите, зголемени миграциски движења, како и промена на економската структура во земјата. Нето номиналната плата во Македонија изнесува 27% од платата во еврозоната и речиси 50% од просечната плата кај новите земји членки на ЕУ, слично како во Романија и Бугарија коишто влегоа во ЕУ со многу ниско ниво на плати во однос на останатите земји од унијата.

Во анализата на движењето на платите кај новите земји членки го утврдивме ризикот од олабавувањето на политиката на платите, особено во јавниот сектор, што може да доведе до зголемување на платите кај приватниот сектор и воопшто, во целата економија. Имајќи го предвид процесот на конвергенцијата на номиналните плати, порастот на платите во однос на динамиката на економската активност и евентуалното зголемување на вработените лица, може да има негативни последици врз продуктивноста на трудот. Исто така, тоа може да доведе до промена на односот помеѓу приходите на работната сила и профитот или може да предизвика зголемување на стапката на инфлацијата и зголемување на невработеноста. Доколку порастот на цените на производите не е доволен за да ги покрие зголемените трошоци за работната сила, може да се очекува намалување на профитот и инвестициите. Од друга страна, доколку се надомести порастот на трошоците за плати преку зголемување на цените на производите и услугите, може да се очекува дека ќе се намали конкурентноста на земјата, што во крајна линија може да придонесе за намалување на работните места во секторите коишто произведуваат разменливи стоки.

Следејќи го движењето на платите преку отстапувањето на просечно исплатената нето-плата во однос на националната просечна плата во Македонија, од табелата 30 може да се утврди дека во последните десет години платите во индустријата, градежништвото, информациско-комуникациските дејности, потоа во образованието, здравството, науката, социјалната заштита и уметноста бележат раст. Во истиот период, релативното учество на платите во финансиите и осигурувањето се намалуваат. Меѓутоа, покрај ваквите движења, во 2015 година, просечните плати во финансиите и осигурувањето значително ја надминуваат националната просечна плата во Македонија со 81,6 п.п., потоа следат платите во телекомуникациите (61 п.п.), во јавната управа (18,4 п.п.), како и во останатите стручни, научни и технички

дејности (22,4 п.п.). Позначителни негативни отстапувања во однос на просекот, односно најниски просечни нето-плати се исплатени кај администрацијата (-30 п.п.), земјоделството, шумарство, рибарството и трговијата (-27,8 п.п.).

Овие движења налагаат потреба за внимателно следење на динамиката на раст на платите со цел навремено да се преземат корективни мерки и политики за обезбедување усогласен раст на платите со продуктивноста на трудот.

Табела 30
Просечно исплатена нето-плата по вработен во Македонија во 2005 и 2015 година

(во проценти)

Сектори	2005	2015	Промена
Земјоделство, шумарство и рибарство	77.5	72.2	-5.3
Индустрija	109.3	112.6	3.3
Градежништво	80.5	88.1	7.6
Трговија	98.1	87.4	-10.8
Телекомуникации	154.3	160.9	6.5
Финансии и осигурување	207.1	181.6	-25.5
Стручни, научни и тех. Дејности	115.7	122.4	6.7
Административни и помошни услужни дејности	85.9	70.0	-16.0
Јавна управа и одбрана; социјално осигурување	122.1	118.4	-3.7
Образование	92.7	101.3	8.6
Здравствена и социјална заштита	96.7	112.3	15.6
Уметност, забава и рекреација	85.8	96.4	10.6
Други услужни дејности	121.7	119.3	-2.4

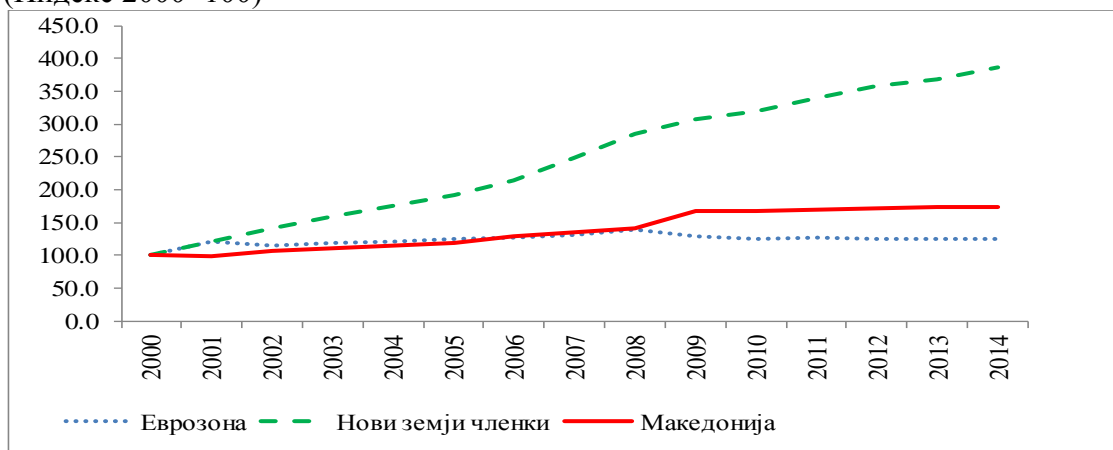
Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од ДЗС
(http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat_PazarNaTrud_Plati_MesecnaBrutoNeto/175_PazTrud_Mk_neto_mk.px/table/tableViewLayout2/?rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef)

Во изминатите петнаесетина години, продуктивноста на трудот во Македонија речиси стагнира, така што значително заостанува зад новите земјите членки. Од графиконот 57 може да се заклучи дека по остварувањето на нивото од преткризниот период и умереното забрзување на растот во 2011 година, од 2012 година, растот на продуктивноста на трудот забави паралелно со забрзувањето на растот на платите и зголемувањето на бројот на вработени. Сепак, овие движења не доведоа до негативни ефекти врз трошоците на трудот по единица производ, коишто се сè уште под нивото на еврозоната.

Графикон 57

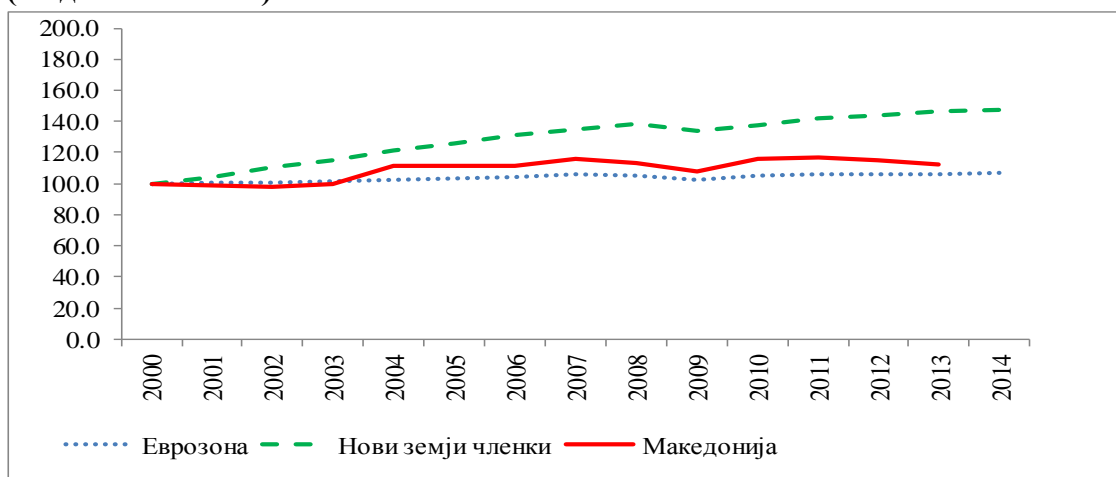
Движење на индексот на номиналните плати

(Индекс 2000=100)



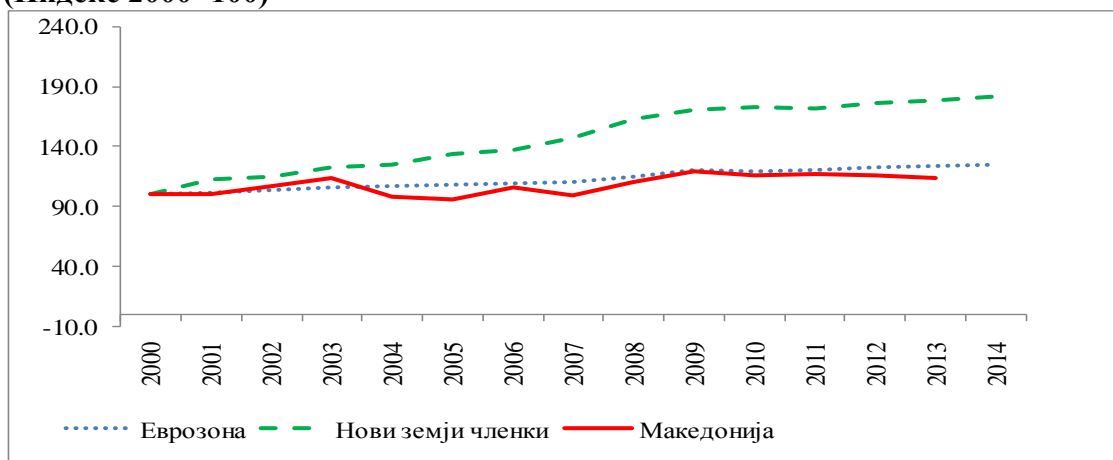
Движење на продуктивноста на трудот

(Индекс 2000=100)



Движење на трошоците на трудот по единица производ

(Индекс 2000=100)



Извор: Собствени пресметки врз основа на податоци од Еуростат и ДЗС (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?wai=true&dataset=nama_aux_ulc) (<http://www.stat.gov.mk/>), пристапено во февруари 2017 година

Како заклучок од анализата би можело да се каже дека Македонија, како земја кандидатка за влез во ЕУ, којашто сè уште не ги има почувствувано ефектите од процесот на конвергенцијата и забрзаниот пораст на платите, треба особено да обрне внимание на растот на продуктивноста на трудот. Динамиката на растот на продуктивноста на трудот во моментов е недоволна за достигнување на очекуваниот економски раст во земјата. Влезот на странски капитал во земјата и поголемата изложеност кон меѓународната конкуренција можат стимулативно да делуваат врз порастот на продуктивноста во индустрискиот сектор. Имено, освен придонесот на новите странски капацитети за зголемување на извозната активност, се очекува дека тие ќе бидат еден вид механизам за зголемување на диверзификацијата на производството и воспоставување модерни технологии во земјата.

3. Движење на капиталот

Покрај мобилноста на работната сила, една од основните претпоставки за обезбедување оптимално функционирање на валутната унија, претставува и слободното движење на капиталот. Меѓутоа, одлуката за инвестирање во одредена земја или регион, покрај од процената на профитот во однос на ризикот, зависи од голем број фактори коишто се поврзани со стабилноста на земјата во која се инвестира. При анализата на окружувањето, странските инвеститори ги имаат предвид основните економски показатели, стабилноста на националната валута, претпазливоста на монетарната и на фискалната политика, како и подготвеноста на властите за одржување ниска стапка на инфлација. Понатаму, инвеститорите ја оценуваат и развиеноста на инфраструктурата, квалитетот и достапноста на работната сила, почитувањето на регулативата и законските права на инвеститорите. Сите овие фактори имаат големо влијание при распределбата на капиталните текови помеѓу земјите членки на еврозоната, така што најголем дел од СДИ и натаму се концентрира кон земјите од јадрото, додека интересот за инвестирање во земјите од периферијата е сè уште слаб и непостојан.

Со цел да се привлече приливот на капитал, властите на голем број земји применуваат голем број стимулативни мерки за странските инвеститори во форма на даночни олеснувања, финансиски и регулаторни субвенции. Сепак, во земјите со повисок ризик, овие мерки не може да бидат замена на поволните бизнис-услови, но може да придонесат за краткорочно надминување на одредени слабости на

домашните пазари или на економијата на земјата. Емпириските истражувања укажуваат дека на подолг рок, мерките за привлекување СДИ кај неразвиените и средноразвиените земји треба да се насочат кон реформа на банкарството и земјоделството, како и кон постепено укинување на ограничувањата за движењето на капиталот, зголемување на конкуренцијата на пазарите на стоки и услуги, подобрување на квалитетот на средното и високото образование и ублажување на тесните грла кај инфраструктурата. Основните приоритети за привлекување на капиталните текови и инвестициите кај средно и високоразвиените земји се однесуваат на потребата од зголемување на растот на продуктивноста, продлабочување на пазарите на капитал, развој на конкурентни и флексибилни пазари на стоки и работна сила, како и на инвестирање во истражувањето и развојот на нови технологии (Murgasova, Pahi, Miniane, Scott, Vladkova-Hollar, 2015: 19).

Искуствата на новите земји членки на ЕУ покажуваат дека СДИ придонесуваат за поттикнување на инвестициите, интернационализацијата на производството и зголемувањето на трговската отвореност на земјата. Воедно, СДИ коишто се насочени кон индустриите ориентирани кон извоз придонесуваат за зголемување на обемот на извозот и увозот, но истовремено го поттикнуваат и развојот на домашниот услужен сектор, го зголемуваат конкурентскиот притисок на домашниот пазар и овозможуваат пренос на технологии, знаења и иновации. СДИ претставуваат и значаен извор на финансирање, со оглед на тоа што го надоместуваат недостигот на домашното штедење и ограничената понуда на кредити и придонесуваат за раст на инвестициите.

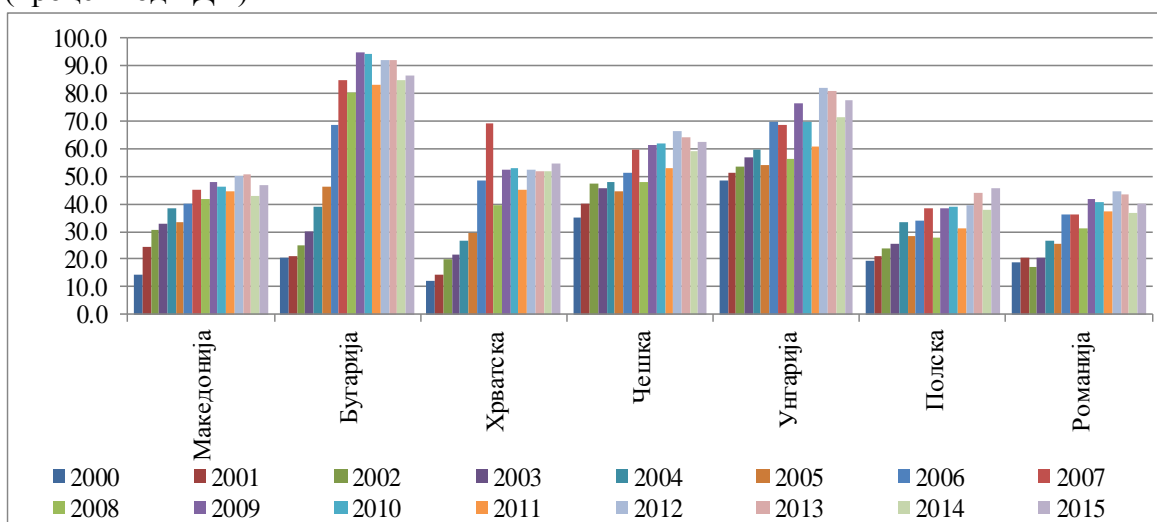
Потенцијалните негативни ефекти од СДИ за економијата на земјата домаќин може да настанат доколку влезените странски компании ги истиснат домашните претпријатија или, пак, доколку се концентрираат во одредени монополски сектори. Во одредени случаи, како на пример, кај новите земји членки на ЕУ за време на кризата, СДИ може да придонесат за зголемување на ранливоста на земјата домаќин, со оглед на тоа што може да предизвикаат значителни девизни одливи во форма на плаќања врз основа на увоз на стоки и услуги, репатријација на добивката или, пак, кредитирање на матичните компании. Исто така, стабилноста на инвестициите значително се намалува доколку поголем дел од СДИ се во форма на меѓукомпаниско задолжување (краткорочни или долгорочни заеми од матичната компанија), што претставува значително поризичен капитален тек којшто може

побрзо и полесно да се одлее од економијата, а воедно доведува до зголемување на нивото на задолженост на домашната економија.

Во Македонија, од графиконот 58 може да се забележи дека во 2015 година, состојбата на СДИ изнесува 46,7% од БДП, што е значително пониско ниво во однос на Бугарија (86,4%), Унгарија (77,7%), Чешка (62,4%) и Хрватска (54,4%), но повисоко од Полска (45,5%) и Романија (40,3%).

Графикон 58

Состојба на СДИ во Македонија во однос на новите земји членки во периодот од 2000 до 2015 година
(процент од БДП)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од Унктад (<http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>), пристапено во февруари 2017 година

Една од причините за пониските СДИ е забавениот процес на транзиција, како и согледувањата на инвеститорите за економскиот раст и перспективите на земјата коишто долг временски период беа неповолни. Сепак, во изминатите неколку години, Македонија направи извесен напредок, особено во однос на можностите за водење бизнис во земјата, ниските трошоци за работната сила и релативно стабилното макроекономско опкружување, што придонесе за привлекување позначителни меѓународни инвеститори.

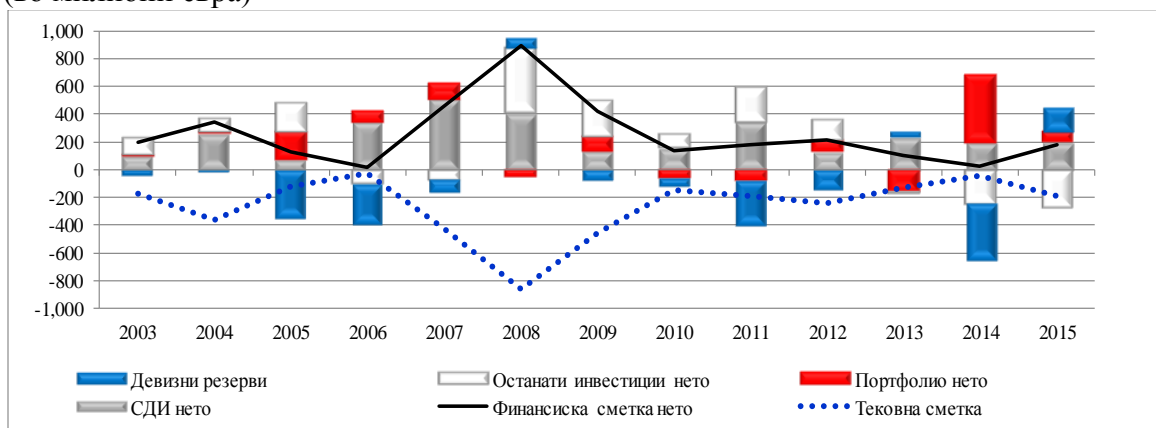
Исто така, благодарение на структурата и начинот на финансирање, капиталните текови во Македонија имаа постабилен тек за разлика од движењата кај некои од новите земји членки на ЕУ во посткризниот период. Иако на пониско ниво и забавено, приливите на капитал продолжија, со што се овозможи покривање на значителен дел од дефицитот на тековната сметка.

Од графиконот 59 може да се заклучи дека за разлика од портфолио-инвестициите и останатите инвестиции (во кои се вклучени и трговските кредити), СДИ претставуваат главен тек на финансирање во рамките на финансиската сметка којшто продолжи и по ескалацијата на кризата.

Графикон 59

Движење на компонентите од билансот на плаќања на Македонија, во периодот од 2003 до 2015 година

(во милиони евра)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/?ItemID=5ED8DADBAEF3C947A047BBAA641BBD7D>), пристапено во февруари 2017 година

Од претходните истражувања на тековите на СДИ во рамките на земјите членки од еврозоната, како и кај новите земји членки, го согледаваме значењето на рамномерната распределба на инвестициите, особено за малите и отворени економии, што придонесува за ублажување на ризикот од настанување асиметрични шокови заради концентрацијата на СДИ кон одреден сектор или гранка. Во Македонија, заради зависноста од надворешнотрговската размена и од извозот којшто има значителен придонес во растот на БДП, инвестициите во преработувачката индустрија имаат особено големо влијание. Истражувањата на ММФ покажуваат дека во Македонија, во периодот од 2010 до 2013 година, приливите на СДИ просечно придонесуваат со околу 1,3% во растот на БДП по жител (Chai, Sodsriwiboon, 2016: 16). Поврзаноста на СДИ и растот на македонската економија е предмет на истражувањето на Јанчевска (Janchevska, 2014: 60), во кое емпириски е утврдено дека зголемувањето на СДИ за 1% позитивно влијае врз економскиот раст за 0,04% со задоцнување од 5 квартали (*ceteris paribus*). Одложеното влијание на СДИ врз БДП се објаснува со неопходното време за

целосно воспоставување на производниот процес при инвестирањето (Janchevska, 2014: 60).

Структурата по сектори укажува дека најголемиот дел од СДИ се концентрирани во услужните дејности, потоа во производството и во енергетските дејности. Исто така, податоците од графиконот 60 покажуваат дека во 2015 година настанале одредени поволни придвижувања на структурата на СДИ. Учеството на СДИ во разменливите сектори, односно во производството, градежништвото, енергетиката и земјоделието, шумарството и рибарството, коишто имаат подиректно позитивно влијание врз нето-извозот, се зголемува за сметка на инвестициите во услугите.

Графикон 60
Учество на СДИ по сектори во
Македонија во 2010 и 2015 година
(во проценти)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/?ItemID=3509205177007045B166ED83AC99B8E4>), пристапено во февруари 2017 година

Во текот на изминатите неколку години, со влезот на повеќе мултинационални компании коишто се насочени кон извозни производни дејности, се овозможи развој на нови индустриски гранки коишто испорачуваат производи со повисок степен на обработка и поголема додадена вредност во однос на традиционалните македонски извозни производи. Оттаму, учеството на извозот на компаниите во странска сопственост во вкупниот извоз на економијата достигна близу 68%, наспроти учеството од 58% во 2006 година, со што се потврдуваат и претпоставките на теоријата за мултинационални компании, дека во случај на мали и отворени економии, ефектите од директните инвестициите на овие компании врз извозот се позитивни³².

Меѓутоа, треба да се има предвид дека паралелно со зголемувањето на извозот, новите структурни поместувања и влезот на странските компании

³² Квартален извештај, НБРМ, април 2014 година, стр. 53 (http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Istrazuvanje_Kvartalen_izvestaj_april_2014.pdf.)

предизвикуваат зголемување на увозот, со оглед на тоа што голем дел од новите инвестиции се зависни од увозот на сировини, енергија, опрема и машини. Сепак, растот на учеството на увозната компонента на овие компании е малку послаб во однос на нивниот придонес на извозната страна, така што остваруваат позитивен придонес во трговското салдо на земјата, особено инвестициите коишто се насочени кон разменливите сектори. Имено, податоците за СДИ упатуваат на заклучокот дека директните инвестиции во производните дејности и рударството придонесуваат за намалување на вкупниот трговски дефицит, додека инвестициите во услужните дејности и енергетскиот сектор имаат негативен ефект во нето извозната позиција на Македонија. Со тоа, во одредена мерка се потврдува тезата дека ефектот на СДИ врз нето-извозот е силно предодреден од видот на инвестициите и дејноста кон којашто тие се насочени.

Освен позитивните ефекти на СДИ за развој на производните дејности и нето-извозот, забележливи се и ефектите врз извозната диверзификација, со што се намалуваат ефектите од надворешните економски шокови во земјата. Мерењата на извозниот индекс на концентрација, спроведени од стана на Народната банка, упатуваат дека започнувајќи од 2010 година, се намалува степенот на концентрираност на извозот, при истовремено зголемување на бројот на производи коишто ги извезуваат сите компании од домашната економија³³.

Врз основа на претходната анализа, може да се заклучи дека во Македонија, иако капиталните текови се мали по обем и сè уште се концентрирани кон одредени сектори, во изминатиов период се направени одредени чекори кон посилно привлекување СДИ коишто имаат постабилен карактер во однос на портфолио-инвестициите и задолжувањата. Воедно, приливите на СДИ сè повеќе се насочуваат кон разменливите сектори, коишто имаат позначителен придонес за раст на нето-извозот и намалување на негативното надворешнотрговско салдо. На крајот, СДИ придонесле за диверзификација на извозот, со што се ублажуваат ефектите од надворешните економски шокови врз македонската економија.

³³ Ibid, стр. 55

4. Степен на отвореност на економијата

Отвореноста на економијата претставува еден од главните аргументи на теоријата за оптималните валутни зони за влез на земјата во монетарната унија со земјите коишто се нејзини главни трговски партнери. Во Македонија, како мала и отворена економија, високиот обем на надворешнотрговската размена упатува на фактот дека прифаќањето на единствената валута може да придонесе за намалување на трансакциските трошоци, заради елиминацијата на валутниот ризик при извршувањето на плаќањата и наплатите при увоз и извоз на стоки и услуги, а со тоа и за натамошно засилување на трговските врски со европските партнери. Воедно, треба да се има предвид дека отвореноста на економијата и порастот на трговијата овозможуваат пренос на современите технологии, знаења и организациски вештини од поразвиените економии, со што се поттикнува развојот на истражувачката дејност, се зголемува продуктивноста и се забрзува растот на економијата.

Од тие причини, во Македонија беа преземени голем број мерки за зголемување на отвореноста кон странство и либерализација на економијата. Освен членството во Светската трговска организација од 2003 година, Македонија има воспоставено голем број билатерални, мултилатерални и регионални договори преку кои се овозможи ослободување од давачките и квотите за настап на странските пазари и засилување на трговската размена. Во 2002 година, Македонија стана членка на Европската асоцијација за слободна трговија со Швајцарија, Норвешка, Исланд и Лихтенштајн (European Free Trade Agreement - EFTA), а во 2004 година, ја потпиша Спогодбата за стабилизација и асоцијација со ЕУ. Во 2007 година беше склучен Централноевропскиот договор за слободна трговија помеѓу Македонија, Албанија, Молдавија, Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина и Косово (Central European Free Trade Agreement - CEFTA), а беа потпишани и билатералните спогодби за слободна трговија со Турција и со Украина.

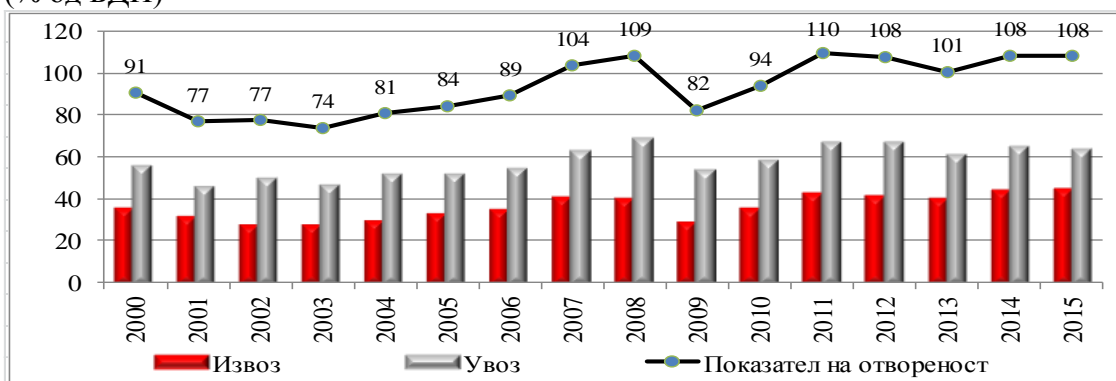
Воспоставените трговски договори, заедно со стимулативните мерки на макроекономските политики и влезот на СДИ, придонесуваат за зголемување на достапноста на македонските производи до странските пазари, слободен пристап до

повеќе од 650 милиони потрошувачи³⁴ и натамошен развој на надворешнотрговската размена на земјата.

Основен показател преку кој се мери трговската ориентираност на земјата, па оттука и висината на потенцијалните придобивки од номиналната стабилност на девизниот курс, е отвореноста на економијата, мерена како учество на извозот и увозот во БДП. Од графиконот 61 може да се заклучи дека Македонија е типичен пример на мала и отворена економија, со високо учество на размената на стоки и услуги во БДП.

Графикон 61

Движење на извозот, увозот и показателот на отвореноста на македонската економија во периодот од 2000 до 2015 година (% од БДП)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/?ItemID=65ECF833E0F65F4EAA483D4F158C91AF>), пристапено во февруари 2017 година

Во однос на периодот од 2000 до 2008 година, кога учеството на надворешнотрговската размена во БДП изнесуваше 87%, во периодот од 2009 до 2015 година се зголеми и достигна 102%. Позначително отстапување од трендот на раст е забележано во 2009 година, кога со ескалацијата на економската криза дојде до ненадејно запирање на размената со странство. Всушност, надворешнотрговската размена и СДИ беа основните канали преку кои се пренесе кризата во Македонија, што во 2009 година, директно се одрази со намалување на извозот за 28% и на увозот за 22%.

Во однос на новите земји членки, отвореноста на македонската економија е на пониско ниво од Унгарија, Чешка и Бугарија, но сепак е на повисоко ниво во однос на Полска, Хрватска и Романија, што е особено охрабрувачки со оглед на тоа

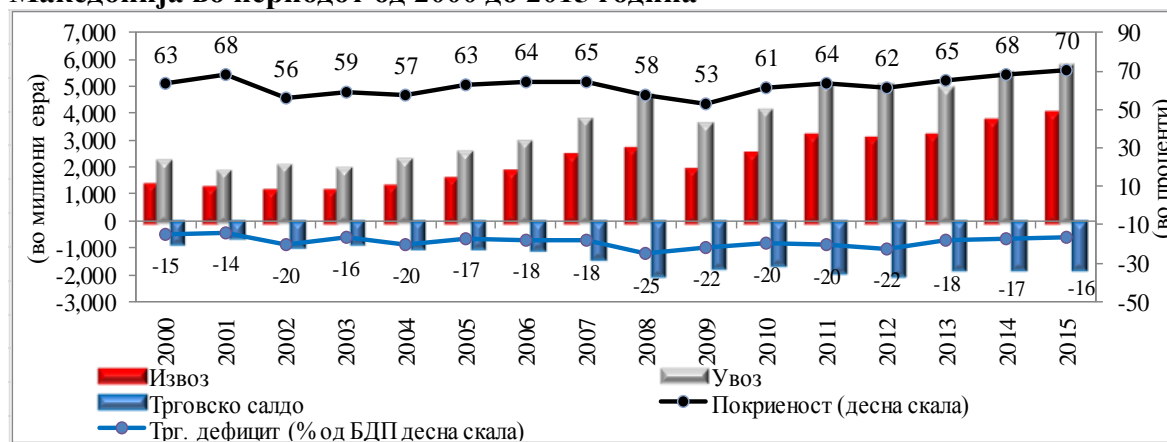
³⁴ Invest Macedonia, Agency for Foreign Investments and Export Promotion of the Republic of Macedonia (<http://www.investinmacedonia.com/why-macedonia/trade-agreements>)

што овие земји, за разлика од Македонија, имаа можност подолг период да ги користат придобивките од укинувањето на трговските бариери и да го заголемат обемот на размената со странство.

Меѓутоа, покрај високото ниво на показателот на трговската отвореност, треба да се има предвид дека во рамките на надворешнотрговската размена, значајно е учеството на увозот во однос на извозот, што доведува до одржување висок трговски дефицит и ниска стапка на покриеност на увозот со извозот во текот на целиот анализиран период. Од графиконот 62 може да се согледа дека од 2000 година наваму, негативното трговско салдо од размената во странство изнесува околу 19% од БДП, во просек и иако е намалено во текот на изминатите неколку години, упатува на потребата од натамошно поттикнување на извозот, поддршка на диверзификацијата на структурата на извозот, како и изнаоѓање нови потенцијални пазари.

Графикон 62

Вкупна вредност на извозот, увозот и салдото на размената со странство на Македонија во периодот од 2000 до 2015 година

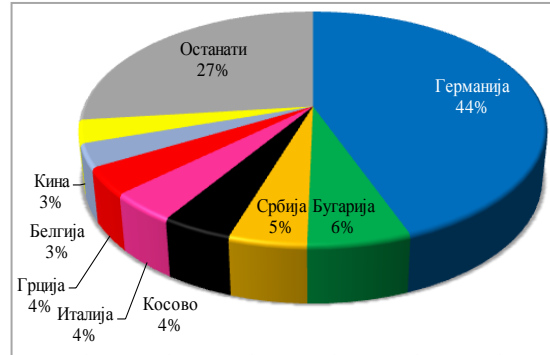


Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/?ItemID=65ECF833E0F65F4EAA483D4F158C91AF>), пристапено во февруари 2017 година

Во таа насока се и активностите за привлекување на СДИ во извозните производни дејности. Учеството на извозот во однос на увозот во надворешнотрговската размена бележи нагорен тренд и придонесува за постепено намалување на негативното трговско салдо, а стапката на покриеноста на увозот порасна на 70%.

Високиот степен на отвореност на економијата и придобивките од прифаќањето на единствената валута можат да се релативизираат во зависност од трговската диверзификација на размената. Така, доколку главните трговски партнери на земјата се од повеќе различни региони и располагаат со различни валути, врзувањето со валутата на еден партнер (најчесто најзначајниот трговски партнер) нема да ја ограничи променливоста во однос на валутите на останатите партнери. Во оваа смисла, при поголема валутна концентрација на размената кон еврозоната, придобивките од прифаќањето на еврото се поголеми.

Графикон 63
Извоз по земји – трговски партнери на
Македонија во 2015 година
 (во проценти)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/?ItemID=65ECF833E0F65F4EAA483D4F158C91AF>)

Степенот на трговска диверзификација се мери на два начина. Првиот показател го покажува учеството на македонскиот извоз во земјите коишто го употребуваат еврото како законско средство за плаќање или, пак, ја имаат врзано вредноста на домашната валута со еврото. На извозната страна, главните трговски партнери на Македонија потекнуваат од земјите на ЕУ и учествуваат со 77% во вкупниот извоз, а од земјите коишто ја имаат врзано вредноста на домашната валута со еврото, позначително е учеството на Косово со 4,2% (унилатерално евроизирање) и Босна и Херцеговина со 1,8% (валутен одбор) во вкупниот извоз во 2015 година. Вториот показател е валутната структура на извозот, при што мерено преку учеството на еврото во вкупниот извоз, концентрацијата на размената во евра во 2015 година изнесува 92,8%³⁵.

Оттаму, може да се заклучи дека согласно со показателите за усогласеноста со овој критериум, Македонија може да оствари значајни придобивки од врзувањето со еврото. Исто така, од особено значење за евроинтеграцискиот процес на земјата претставуваат развиените трговски врски со Германија. Германија, како најголема економија во ЕУ и четврта економија во глобални рамки, има водечка улога во развојот на технолошките иновации и науката, што ѝ овозможи најбрзо

³⁵ Министерство за финансии на РМ, Билтен, септември 2016, стр. 2

закрепнување од глобалната финансиска криза. Соработката на Македонија со Германија создава услови за подобра усогласеност на економските циклуси на земјата, размена на знаења и вештини, побрз економски раст и конвергенција кон ЕУ.

5. Стабилност на цените

Во однос на остварувањето на критериумот за ценовната стабилност, може да се заклучи дека Македонија има постигнато високи остварувања. Споредбата на македонската инфлација со инфлацијата во еврозоната (мерена преку хармонизираниот индекс на потрошувачки цени - НЦР) дава прва индикација за идентичност на трендовите. Имено, следејќи го националниот индекс на инфлацијата, мерен преку трошоците на живот, од графиконот 64 може да се заклучи дека инфлациските остварувања на Македонија се во рамки или блиску до критериумот од Мастрихт.

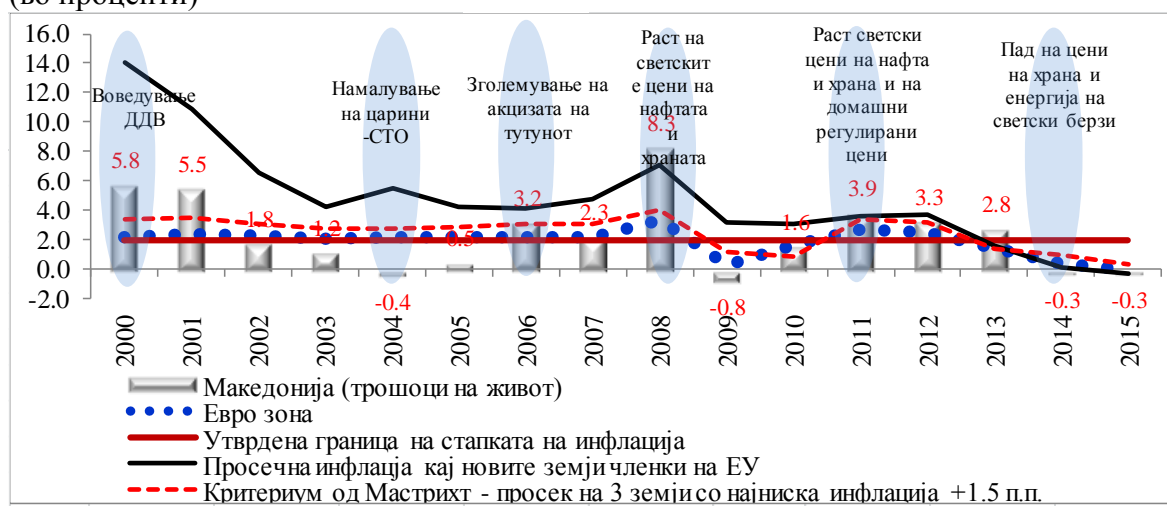
Разгледувано динамички, од графиконот 64 може да се види дека во 2000 година, инфлацијата во Македонија бележи позначително зголемување. Освен порастот на цената на енергијата, значително еднократно влијание врз инфлацијата имаше воведувањето на данокот на додадената вредност во април 2000 година, како и спроведувањето на реформите во фискалната сфера. Во 2004 година, просечната промена на стапката на инфлација беше негативна и изнесуваше -0,4%, што првенствено се должи на пониските трошоци за исхраната заради намалувањето на царинското оптоварување на увозот во согласност со Спогодбата за стабилизација и асоцијација со ЕУ и членството во Светската трговска организација (СТО). Со тоа, во целост беше неутрализиран исклучително високиот пораст на цената на суровата нафта на светските берзи во 2004 година и немаше преносен ефект врз домашната инфлација. Позначително зголемување на инфлацијата повторно е забележано во 2006 година, кога за првпат по четири години, просечната инфлација надмина 2%, достигнувајќи 3,2%. Порастот на акцизата на тутунот и воведувањето други дополнителни давачки, преносниот ефект од порастот на цената на нафтата на светските берзи, како и зголемувањето на дел од регулираните цени, се факторите што имаа најголемо влијание врз придвижувањата на домашните цени. Како и во претходниот период, во 2008, 2011 и 2014 година, се забележани позначителни осцилации на инфлацијата коишто се под најголемо влијание на движењето на

светските цени на енергијата и храната. Историското движење упатува на фактот дека промените кај инфлацијата во Македонија се должат пред сè на немонетарни фактори, што е природна последица на високата отвореност на земјата, особено на значителната зависност од увоз од земјите на ЕУ

Графикон 64

Движење на просечната годишна инфлација во Македонија во однос на инфлацијата во еврозоната и кај новите земји членки во периодот од 2000 до 2015 година

(во проценти)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/?ItemID=750FC531FC3D1B49B16440313562D400>), пристапено во јануари 2017 година

Движењето на стапката на инфлацијата во Македонија и анализата на стандардната девијација во однос на утврдениот критериум од Мастрихт упатуваат на умерено отстапување коешто е релативно пониско во однос на просечното отстапување на новите земји членки, но е повисоко од остварувањата кај Чешка и Хрватска.

Се очекува дека растот на економијата, зголемувањето на нејзината конкурентност, нејзиното реструктурирање, порастот на продуктивноста и забрзувањето на процесот на реална конвергенција ќе доведат до повисоко ниво на доход и со тоа до промена на потрошувачките склоности на македонските потрошувачи. Ваквиот тренд ќе предизвика промена на структурата на инфлацискиот индекс, односно негово приближување кон оној на еврозоната, што може да доведе до појава на инфлациски притисок.

Во услови кога цените на стоките треба да се изедначуваат согласно со концептот на паритетот на куповна моќ, потенцијалните ризици во однос на

исполнувањето на критериумот за ценовната стабилност се согледуваат преку следниве аспекти.

Имајќи го предвид ефектот од Баласа-Семујелсоновиот концепт, растот на продуктивноста и платите во секторот на разменливи добра кај помалку развиените економии, неминовно води кон зголемување на платите и во секторот на неразменливи добра (услуги). Оттаму, стапката на инфлацијата во земјите во развој, коишто остваруваат побрз економски раст, е повисока во однос на развиените земји со побавен економски раст.

Потенцијален извор на раст на цените претставуваат и регулираните цени, особено цените на електричната енергија, горивата, транспортот, како и дел од услугите, коишто се потценети заради влијанието на државната интервенција и сè уште не се формираат на пазарна основа. Исто така, се очекува дека процесот на постепено приближување на нивото на доход кон она на унијата ќе доведе до поместување на потрошувачката кон поквалитетни производи, што може да предизвика повисоко ниво на цени.

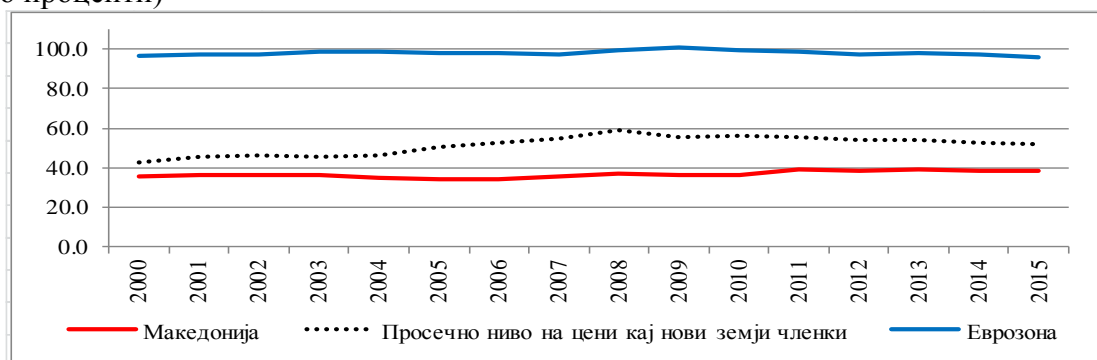
Прашањето на конвергенцијата на цените и инфлацијата е особено актуелно и помеѓу новите земји членки на ЕУ, кај кои со зголемувањето на БДП по глава на жител, сè до ескалацијата на финансиската криза, се забележува постепено стеснување на ценовните разлики. Имено, просечното ниво на цените кај шесте нови земји членки, при влезот во унијата на Чешка, Полска и Унгарија, во 2004 година, изнесуваше само 46,5% од просечното ниво на цени кај петнаесетте земји членки на ЕУ³⁶. Во истиот период, просечното ниво на цените кај земјите членки на еврозоната изнесуваше 96,7% од просекот на ЕУ 15. Процесот на реалната конвергенција, како и приклучувањето на Бугарија и Романија, придонесе за стеснување на ценовните разлики, така што во 2008 година ценовното ниво кај шесте нови земји членки изнесуваше 59,3% од просечното ниво на цени кај петнаесетте земји членки на ЕУ. Меѓутоа, последиците од кризата, фискалната консолидација и забавувањето на економската активност доведоа до забавување на процесот на реална конвергенција и повторно проширување на ценовниот јаз помеѓу овие земји и ЕУ.

³⁶ Во ЕУ-15 влегуваат: Австрија, Белгија, Данска, Финска, Франција, Германија, Грција, Исланд, Италија, Луксембург, Холандија, Португалија, Шпанија, Шведска и Велика Британија

Графикон 65

Ценовни нивоа според дефлаторот на БДП во Македонија и еврозоната во однос на ЕУ 15 (ЕУ15=100)

(во проценти)



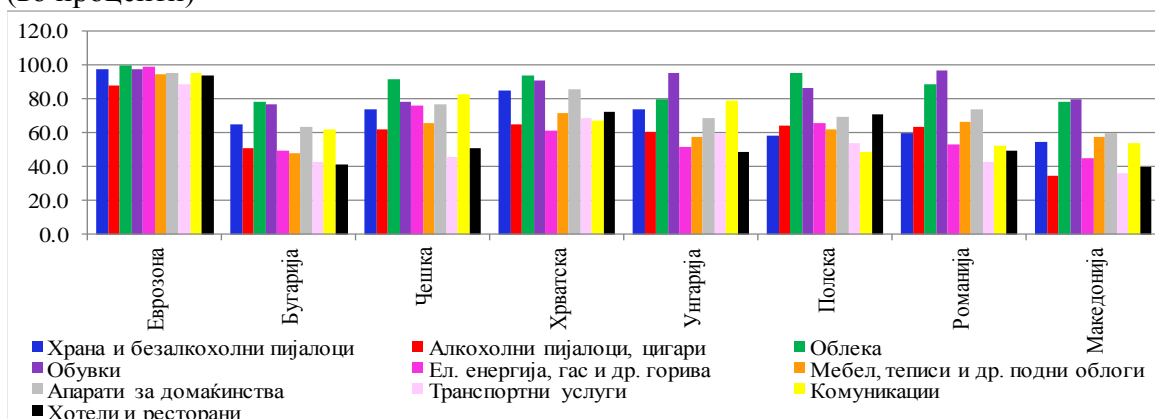
Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од [Еуростат](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_ppp_ind&lang=en) (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_ppp_ind&lang=en), пристапено во јануари 2017 година

Оттаму, вистинската слика за ценовната конвергенција на Македонија може да се добие доколку се споредат ценовните нивоа. Податоците на Еуростат коишто се однесуваат на дефлаторот на БДП покажуваат дека нивото на цените во Македонија во 2015 година изнесува 38,7% од нивото на цените кај петнаесетте земји членки на ЕУ, што соодветствува со ниското ниво на реалната конвергенција. Воедно, анализата на нивото на цените по одделни производи, претставена на графиконот 66, упатува дека во 2015 година, во Македонија, цените на услугите повеќе заостануваат во однос на цените на стоките, особено цените на транспортните услуги, хотелите и рестораните, како и на комуникациите.

Графикон 66

Споредба на нивото на цените по одделни производи во Македонија во однос на ЕУ 15 (ЕУ15=100) според дефлаторот БДП од 2015 година

(во проценти)



Извор: Сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/?ItemID=750FC531FC3D1B49B16440313562D400>), пристапено во јануари 2017 година

Ниската инфлација од една страна и значителната ценовна разлика претставува иден предизвик за монетарната власт и за процесот на номинална конвергенција. Оттаму, неопходно е постојано следење на основните двигатели на инфлацијата, анализа на потенцијалните ризици, односно извори на инфлациски притисоци, заради преземање мерки за справување со ефектите од стеснувањето на ценовните разлики коишто може да доведат до загрозување на исполнувањето на номиналната конвергенција.

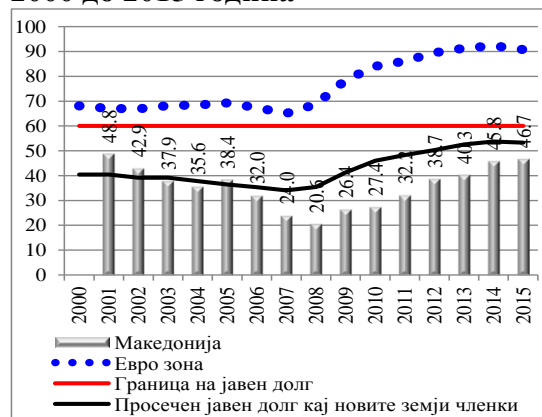
6. Фискални остварувања

Од аспект на одржливоста на јавните финансии, посебно внимание се посветува на оцената на исполнувањето на фискалните критериуми. Следејќи ги фискалните остварувања во Македонија, од графиконот 67 може да се согледа дека остварувањата во однос на буџетскиот дефицит подолг период биле позитивни. Одредени отстапувања се забележуваат во 2001 и 2002 година, кога како резултат на зголемените буџетски расходи за време на меѓуетничкиот конфликт во земјата е забележан позначителен дефицит од 6,3% и 5,6% од БДП. Во текот на наредниот период, со консолидацијата на буџетот, Македонија обезбеди поволни и урамнотежени буџетски остварувања, сè до 2008 година, кога со ескалацијата на кризата и преземањето силни мерки за поддршка на економијата, буџетскиот дефицит се зголеми, така што од 2012 година ја надминува утврдената граница со критериумот од Мاستрихт.

Графикон 67
Вкупно буџетско салдо на Македонија како процент од БДП во периодот од 2000 до 2015 година



Графикон 68
Ниво на јавен долг на Македонија како процент од БДП во периодот од 2000 до 2015 година



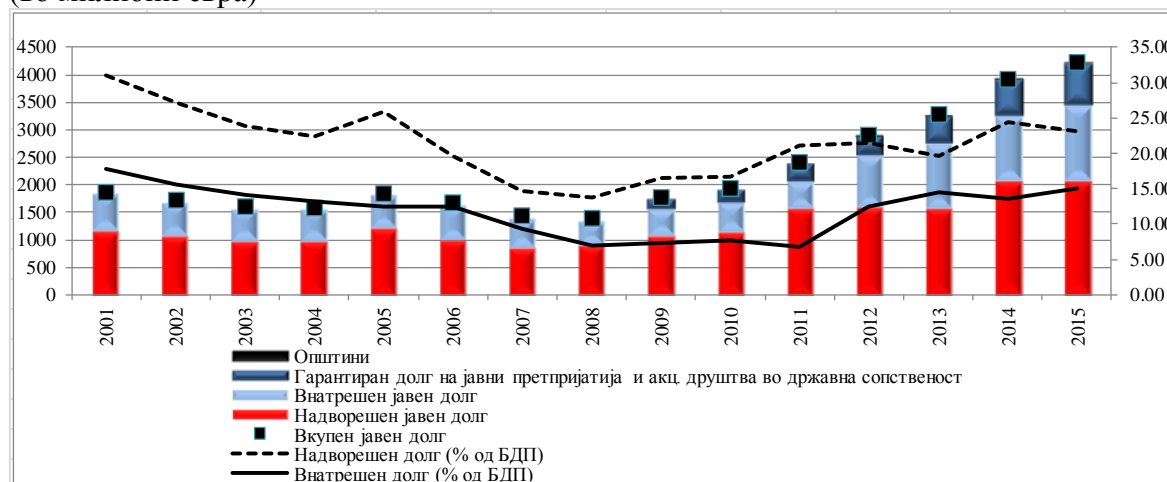
Извор: Министерство за финансии на РМ (<http://finance.gov.mk/mk/node/401>) и Еуростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en), пристапено во февруари 2017 година

Зголемената потреба за финансирање на дефицитот доведе до раст на јавниот долг за 26,6 процентни поени, во однос на 2008 година, така што во 2015 година го достигна нивото од 46,7% од БДП, односно 4.227,3 милиони евра.

Порастот на јавниот долг на Македонија го наметнува прашањето за неговото финансирање и отплаќање, особено и поради фактот што голем дел од долгот е деноминиран во странска валута. На графиконот 69 е претставена структурата на јавниот долг, при што може да се согледа дека иако учеството на надворешниот долг постепено се намалува, сè уште нивото на надворешниот долг е значително и на крајот на 2015 година изнесува 2.096,7 милиони евра, односно 23,16% од БДП.

Графикон 69

Структура на јавниот долг на Македонија во периодот од 2001 до 2015 година (во милиони евра)



Извор: Министерство за финансии на РМ, Билтен, септември 2016, стр. 37

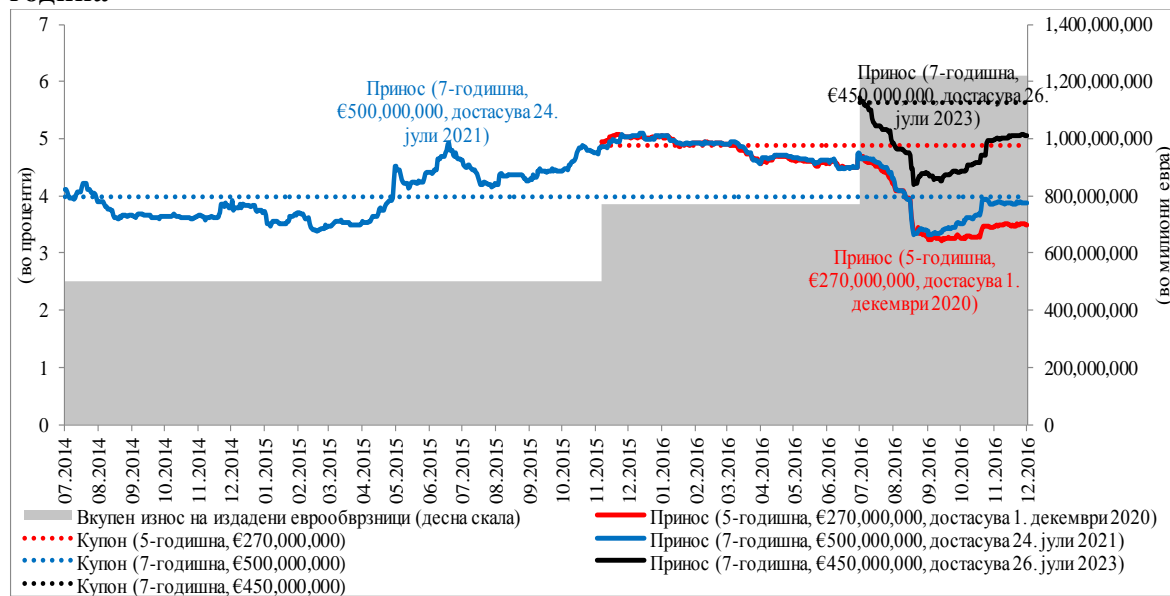
(http://finance.gov.mk/files/u9/Bilten_septemvri_1_0.pdf), пристапено во февруари 2017 година

Искуствата на голем број земји во развој покажуваат дека преовладувањето на надворешниот долг, односно високата изложеност кон валутен ризик ја зголемува чувствителноста на земјата кон економски шокови, бидејќи ризикот од депрецијацијата на домашната валута може да предизвика пораст на долгот во странска валута, финансиска криза, намалување на економската активност и натамошна депрецијација на домашната валута. Токму веројатноста од влегување во ваков маѓепсан круг и можноста за настанување банкрот и при пониско ниво на долг, упатува на фактот дека толеранцијата на растот на јавниот долг кај помалку развиените земји е пониска во однос на развиените економии (Reinhart, Savastano, Rogoff, 2003: 5).

Во случајот на Македонија, треба да се има предвид дека капацитетот на економијата за финансирање на долгот во странска валута е ограничен поради сè уште недоволните извозни остварувања и големата увозна зависност на економијата. Забавувањето на економската активност од кризата наваму предизвика и забавување на растот на буџетските приходи, а со европската должничка криза дополнително се намалија приходите врз основа на извоз на стоки и услуги. Воедно, ескалацијата на должничката криза и зголемувањето на јавниот долг во глобални рамки придонесоа за зголемување на приносите на државните хартии од вредност кај голем број земји во развој, меѓу кои и Македонија. На графиконот 70 е претставено движењето на приносите и купонската каматна стапка во однос на вкупниот износ на емитирани недостасани еврообврзници од страна на Македонија. Порастот на обемот на долгот, како и неизвесното домашно и меѓународно окружување придонесоа за зголемување на купонската каматна стапка при секоја наредна емисија на еврообврзниците, што дополнително го зголеми трошокот на финансирањето на јавниот долг.

Графикон 70

Движење на приносите во однос на купонската каматна стапка на македонските еврообврзници во периодот од јули 2014 година до декември 2016 година



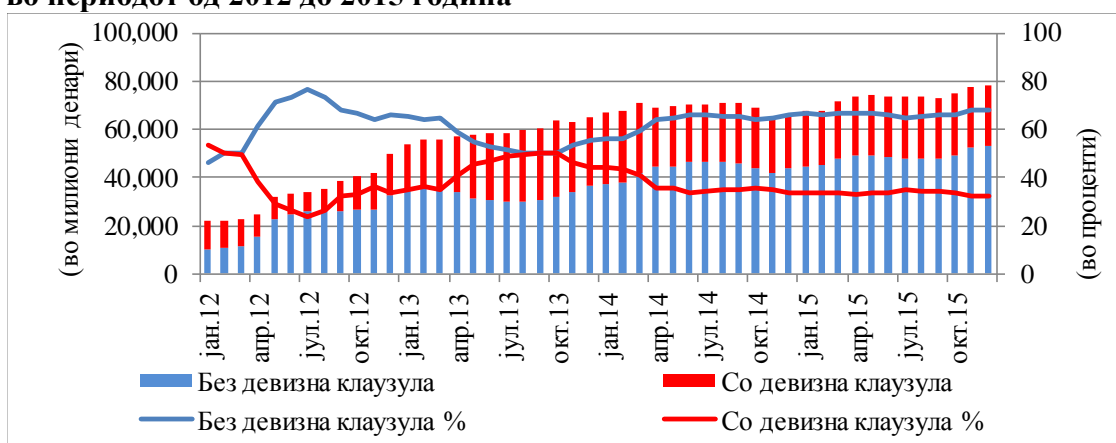
Извор: Блумберг (<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>), пристапено во февруари 2017 година

Со ескалацијата на кризата, согледувајќи поголеми ризици при кредитирањето и инвестирањето, финансиските и нефинансиските институции ја прифатија повисоката понуда на државни хартии од вредност на домашниот

должнички пазар. Според податоците од Министерството за финансии³⁷, на крајот на 2015 година, вкупниот износ на државни хартии од вредност во денари изнесува 78.333,65 милиони денари (1,284,3 милиони евра) и во однос на 2012 година е зголемен за повеќе од три и пол пати. Освен предноста од зголемувањето на обемот на емитираните државни хартии од вредност за заживување на домашниот пазар на хартии од вредност, пораст на обемот на тргување и нивно соодветно вреднување во согласност со тековните пазарни услови, развојот на домашниот пазар на државни должнички хартии од вредност деноминирани во домашна валута има голема улога за надминување на валутната неусогласеност на средствата и обврските на државата. Меѓутоа, треба да се има предвид дека значителниот пораст на домашниот долг во економијата може да доведе до истиснување на потенцијалот на банките за кредитирање на домашниот приватен сектор.

Графикон 71

Валутна структура на државните хартии од вредност емитирани во Македонија во периодот од 2012 до 2015 година



Извор: Министерство за финансии на РМ (<http://www.finance.gov.mk/mk/node/2284>), пристапено во февруари 2017 година

Во случајот на Македонија, забавувањето на кредитниот раст од кризата наваму е последица на ниската побарувачка за кредити од приватниот сектор, како и претпазливата политика на банките во однос на кредитниот ризик. Во прилог на оваа констатација е и структурниот вишок на ликвидност во банкарскиот сектор кој во целиот овој период се одржуваше на високо ниво и беше пласиран кај централната банка во форма на благајнички записи или други краткорочни инструменти. Од друга страна, од графиконот 71 може да се види дека во изминатите неколку години, учеството на државните хартии од вредност со валутна клаузула постепено се

³⁷ Министерство за финансии: <http://finance.gov.mk/mk/node/2284>

намалува. Имено, на крајот на 2015 година, учеството на државните хартии од вредност со девизна клаузула изнесуваше 32,22%, односно 25.236 милиони денари во однос на вкупните емитирани државни хартии од вредност во Македонија, што претставува намалување во однос на октомври 2013 година, кога нивното учество изнесуваше 50,02%. На тој начин, се овозможи постепено намалување на валутната изложеност на државата.

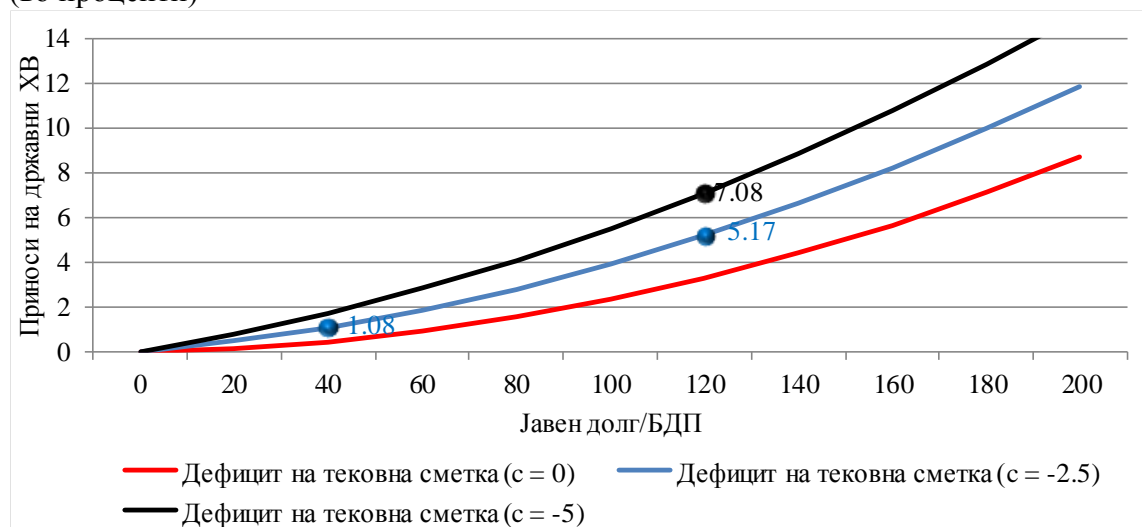
Меѓутоа, покрај намалувањето на валутната изложеност како и пониското ниво на долг од утврдената граница според критериумот од Мастрихт, сепак поголем број фактори упатуваат на потребата за итна фискална консолидација и намалување на нивото на јавниот долг. Во прилог на оваа констатација е фактот што трошоците на задолжувањето се зголемија, потребите за фискално финансирање пораснаа, додека агенцијата за кредитен рејтинг „Фич“ ја намали кредитната оценка на земјата на нивото ББ со негативен изглед за наредниот период. Во Извештајот за консултациите во согласност со членот IV од Статутот на ММФ³⁸ се наведува дека безбедното ниво на јавен долг за економиите во развој се движи од 49% до 58% од БДП, коешто доколку се надмине, може да доведе до намалување на ефикасноста на фискалната политика. За таа цел, за Македонија, како мала и отворена економија, којашто се одликува со висока ранливост, се препорачува одржување на јавниот долг блиску до долната граница на утврдениот распон.

Слични заклучоци може да се извлечат и од анализата на Гринлоу и др. (Greenlaw, Hamilton, Hooper, Mishkin, 2013: 19). Според анализата, кај земјите коишто во текот на пет години одржуваат дефицит на тековната сметка од 2,5% од БДП, зголемувањето на јавниот долг од 0% на 40% може да доведе до зголемување на трошоците на задолжувањето за 108 базични поени. Воедно, следејќи ја сината линија на графиконот 72, може да се согледа дека порастот на долгот од 0% на 120% доведува до зголемување на трошоците на задолжувањето за 517 базични поени. Во земјите во кои постојано се одржува висок дефицит на тековната сметка од 5%, порастот на долгот води кон значително зголемување на трошоците на задолжувањето. Имено, во такви услови, зголемувањето на нивото на јавниот долг на 120% од БДП може да предизвика зголемување на трошоците на задолжувањето и до 708 базични поени (црната линија на графиконот).

³⁸ IMF Executive Board Concludes Article IV Consultation with Former Yugoslav Republic of Macedonia, International Monetary Fund, November 21, 2016, стр. 12

Графикон 72

Проценка на приносите на државните хартии од вредност во однос на промените кај јавниот долг при одредено ниво на дефицит на тековната сметка од билансот на плаќање
(во проценти)



Извор: Greenlaw, Hamilton, Hooper, Mishkin, 2013 (<http://www.nber.org/papers/w19297.pdf>)

Следејќи го моделот, може да се заклучи дека Македонија, којашто во текот на изминатите пет години забележа дефицит на тековната сметка од околу 2,0% од БДП, евентуалното зголемување на јавниот долг до 60% од БДП може да доведе до зголемување на трошоците на задолжувањето за дополнителни 80 базични поени, така што купонската камата на македонските еврообврзници би го надминала нивото од 6%.

Оттука, фискалната политика треба да обезбеди консолидација на јавните финансии и обновување на капацитетот за спроведување контрациклични мерки при евентуално настанување економски шокови во иднина. По надминувањето на ефектите од глобалната економска криза, Македонија треба да се посвети кон постепено намалување на улогата на фискалната политика и кон создавање услови за зголемување на придонесот на приватниот сектор во поддршката на економијата. Во Извештајот за консултациите во согласност со членот IV од Статутот на ММФ, се наведува дека фискалната консолидација треба да се спроведе преку проширување на даночната основа, модернизација на даночниот систем заради зголемување на приходите, како и зголемување на ефикасноста на расходите преку јакнење на поврзаноста на планирањето со извршувањето на расходите.

Воедно, од особено значење за Македонија претставува и воведувањето на фискалното правило коешто првично требаше да се воведо во јануари 2017 година.

Иницијативата за примената на фискалното правило со кое се наметнува построга фискална дисциплина преку нормирање на дефицитот на буџетот во висина најмногу до 3% од БДП и ограничување на јавниот долг најмногу до нивото до 60% од БДП, произлегува од Спогодбата за фискална стабилност усвоена од страна на ЕУ во 2012 година, којашто по нејзината ратификација од страна на 16 држави членки на ЕУ, влезе во сила на 1 јануари 2013 година. Следејќи ги најдобрите европски практики по примерот на земјите коишто извршија уставни измени во оваа насока (Словенија, Германија, Полска, Италија, Шпанија, Австрија и други), од особено значење за Македонија и нејзината европска перспектива претставува можноста за вградување на механизмите коишто гарантираат фискална дисциплина и стабилност. Воведувањето на фискалните правила треба да обезбеди рамка за водење стабилна, предвидлива и одржлива фискална политика, зголемување на буџетската одговорност и кредибилитетот на макроекономската политика, како и правична и одржлива распределба на расходите помеѓу сегашните и идните генерации на корисници на јавни добра.

7. Движење на каматните стапки

Согласно со членот 121 од Договорот за ЕУ и членот 4 од Протоколот за критериумите за конвергенција³⁹, исполнувањето на овој критериум се однесува на каматните стапки на долгорочните државни обврзници деноминирани во домашна валута. Согласно со барањата, податоците за долгорочните каматни стапки треба да се однесуваат на бруто-приносите на 10-годишните државни обврзници на секундарниот пазар или други споредливи финансиски инструменти.

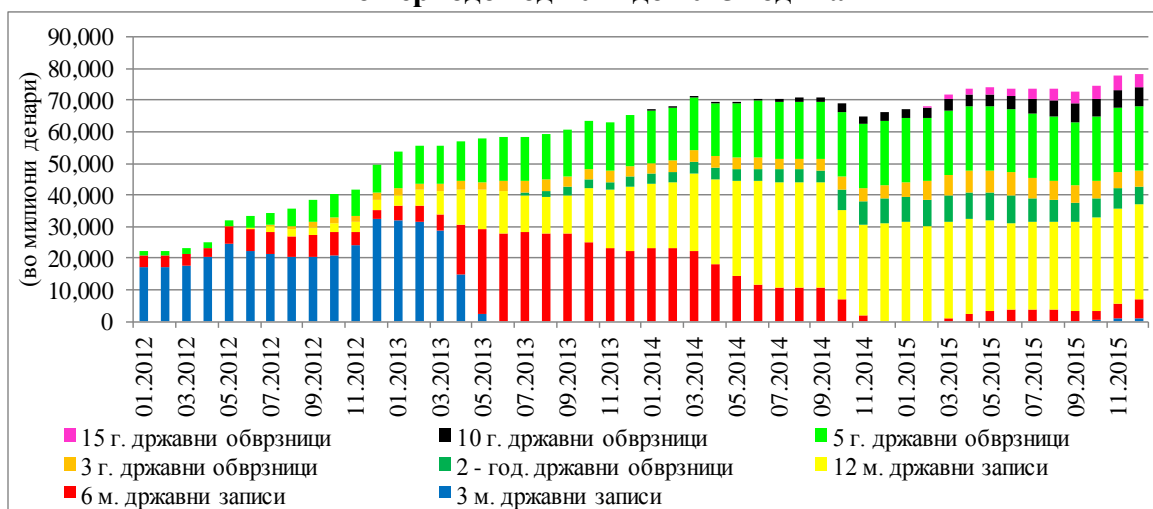
Во Македонија, пазарот на државни хартии од вредност започна да се развива во текот на последните неколку години, што природно налагаше постепено приспособување на рочната структура на емитираните хартии од вредност и создавање услови за развој и унапредување на секундарниот пазар на државните хартии од вредност. На графиконот 73 е прикажана рочната структура на емитираните државни хартии од вредност на домашниот пазар, при што може да се увиди дека учеството на долгорочните 10-годишни државни обврзници е многу мало и на крајот на 2015 година изнесува околу 8% од вкупните емитирани државни

³⁹ Protocol (No 13) on the convergence criteria, Official Journal of the European Union, C 115/282, 9.5.2008, https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_protocol_13_from_c_11520080509en02010328-4.pdf

хартии од вредност. Од средината на 2013 година се започна со зголемување на рокот на достасување на државните хартии од вредност со цел да се обезбеди заштита од ризикот за рефинансирање на портфолиото на долгот на централната влада. Меѓутоа, со оглед на малиот износ емитирани 10-годишни државни обврзници, обемот на тргување е многу низок, поради што секундарниот пазар е сè уште плиток и недоволно развиен за овие хартии од вредност.

Графикон 73

Рочна структура на емитираните државните хартии од вредност во Македонија во периодот од 2012 до 2015 година



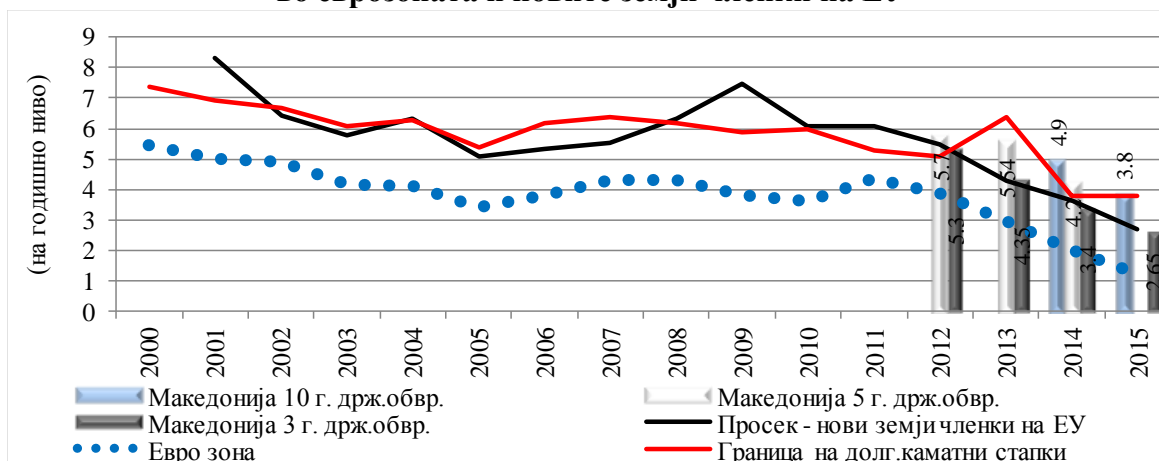
Извор: Министерство за финансии на РМ (<http://www.finance.gov.mk/mk/node/2284>), пристапено во февруари 2017 година

Сепак, и покрај раната фаза на развој на пазарот на државни хартии од вредност, од споредбата на приносите на долгорочните државни хартии од вредност во однос на еврозоната и новите земји членки на ЕУ од графиконот 74, може да се согледа дека приносите на долгорочните државни хартии од вредност во Македонија се одржуваа на релативно ниско и прифатливо ниво. Основна причина за ваквите остварувања на пазарот на државни обврзници претставува ниската и релативно стабилна стапка на инфлација којашто влијаеше врз приносите на хартиите од вредност преку ниските инфлациски очекувања. Оттаму, приносите на 3-годишните, 5-годишните и 10-годишните државни обврзници сосема благо отстапуваа во однос на референтната вредност од критериумот од Мастрихт. Доколку се направи споредба помеѓу приносот на 5-годишната државна обврзница, којшто на аукцијата одржана во септември 2015 година изнесувал 2,65% и приносот на емитираната еврообврзница на меѓународните пазари со соодветна преостаната рочност, којшто

на 31.12.2015 изнесувал 2,039%⁴⁰, може да се добие претстава дека големината на премијата за валутниот и останатите пазарни ризици во земјата е релативно ниска.

Графикон 74

Движење на приносите на долгорочните државни хартии од вредност во Македонија во однос на критериумот од Мастрихт, просечните каматни стапки во еврозоната и новите земји членки на ЕУ



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Министерство за финансии на РМ - Годишен извештај за управување со јавниот долг на РМ, стр. 25 и 26 (http://www.finance.gov.mk/files/u252/https_mail.finance.gov.pdf) и Еуростат ((http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a), пристапено во февруари 2017 година

Иако рокот на достасувањето на поголемиот дел од државните хартии од вредност коишто се предмет на анализа е пократок и не е целосно соодветен за споредба со референтните каматни стапки во еврозоната и кај новите земји членки, сепак дава одредена позитивна индикација за движењето на каматните стапки во Македонија.

8. Стабилност на девизниот курс и улогата на девизниот пазар во Македонија

Според Мундел (1961) и Меккинон (1963), клучни детерминанти при изборот на монетарната стратегија претставуваат големината и отвореноста на економијата, при што тие во своите трудови укажуваат дека примената на стратегијата на одржување фиксен курс претставува соодветно решение за малите и отворени економии, додека за големите и релативно затворени економии, тие го препорачуваат флексибилниот девизен режим. Поновата литература, покрај структурата и карактеристиките на економијата, при изборот на монетарната

⁴⁰ Графикон 72 - црвена линија, приносот на 5-годишната еврообврзница во износ од 270 милиони евра и рок на достасување 1. декември 2020 година

стратегија, упатува на потребата од испитување на ефектите од евентуалните промени кај внатрешните и надворешните варијабли коишто може да влијаат врз домашната економија. Во таа смисла, практиката покажа дека земјите коишто се карактеризираат со повисока монетарна нестабилност и коишто се склони кон номинални шокови треба да применуваат стратегија на одржување фиксен девизен курс, што истовремено го зголемува кредибилитетот на монетарната политика. Исто така, евроизираните и отворените економии имаат повеќе предности доколку применуваат фиксен девизен курс поради тоа што преносните ефекти од флукуациите на девизниот курс се многу посилни. Во такви услови, ефикасноста на монетарната политика се намалува, особено доколку цените и платите се индексирани за девизниот курс, така што промените кај номиналниот девизен курс не се одразуваат целосно како промени кај реалниот девизен курс, туку во релативно кус временски период се одразуваат како повисока инфлација. Од друга страна, кај земјите коишто се повеќе изложени кон реални шокови (извозници на суровини), примената на флексибилниот девизен курс придонесува за одржување на надворешната конкурентност на земјата.

Од октомври 1995 година, Народната банка започна со примена на монетарната стратегија на таргетирање на девизниот курс, најпрвин во однос на германската марка, а потоа во однос на еврото, заменувајќи ја стратегијата на монетарно таргетирање воведена од монетарното осамостојување.

Применуваната стратегија на таргетирање на девизниот курс според својата де јуре класификација, спаѓа во режими на раководено флукуирачки девизен курс. Овој девизен режим не претпоставува постоење на однапред објавен пат или таргет за девизниот курс, но монетарната власт влијае врз неговото движење преку спроведување интервенции на девизниот пазар. Во практиката, режимот којшто се спроведува во Македонија влегува во категоријата на режим на де факто фиксен девизен курс⁴¹, при што девизниот курс може да се движи околу централниот паритет во тесни маргини од $\pm 1\%$, или максимумот и минимумот на флукуации треба да биде во распон од 2% во период од најмалку три месеци.

Согласно со методологијата за пресметка на средниот девизен курс од февруари 2010, средниот курс на денарот во однос на еврото се пресметува како средна вредност од котираниите куповни и продажни курсеви во денари за евра на

⁴¹ IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2014, p.6

банките поддржувачи на девизниот пазар. Претходно, средниот курс се формира врз основа на курсевите на извршените трансакции во сите валути на меѓубанкарскиот девизен пазар, вклучително и интервенциите на Народната банка, при што сите трансакции се конвертираа во евра, а потоа средниот курс се утврдуваше како пондерирана аритметичка средина, намалена за 0,5%.

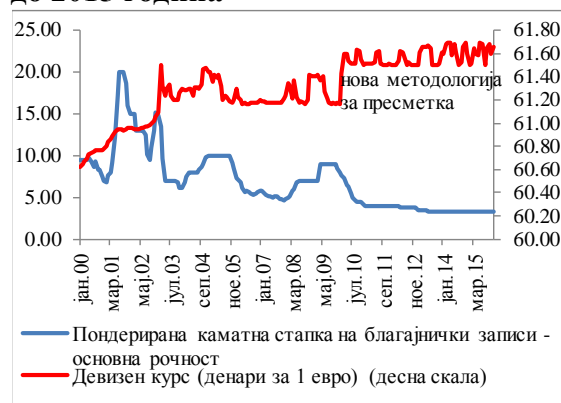
Од воведувањето на еврото, флукуациите на девизниот курс на денарот се многу пониски од предвидените маргини според дефиницијата за фиксен курс на ММФ, што воедно е потесно и од критериумите на Мастрихт согласно со ЕРМ II. Одредено отстапување се забележува на почетокот на 2010 година, кога заради споменатите методолошки промени при пресметката на средниот девизен курс, беше забележано одредено отстапување коешто имаше еднократен ефект. Од движењата на средниот курс на Народната банка, прикажани на графиконот 75, може да се заклучи дека флукуациите на средниот девизен курс на денарот во изминатиот период се многу ниски и се одржуваат во рамките на тесниот појас од 61,47 до 61,72 денари за едно евро, односно изнесуваат помалку од 0,5%.

Во услови на примена на стратегијата на таргетирање на девизниот курс, монетарните варијабли, вклучително и каматните стапки се поставени во функција на одбрана на стабилноста на девизниот курс. Следствено, во изминатиот период на примена на оваа стратегија, движењата на девизниот пазар и притисоците врз девизниот курс ги предодредија и соодветните приспособувања на каматните стапки на Народната банка. Имено, од графиконот 75 може да се види дека заради стабилизирање на движењата на девизниот пазар, Народната банка честопати ја менувала каматната стапка на основниот инструмент, благajничките записи. Освен преку каматните стапки, Народната банка редовно интервенира и со откуп и продажба на девизи на меѓубанкарскиот девизен пазар, што предизвикува промени кај нивото на девизните резерви и кај средствата на сметките на банките. Типичен пример за начинот на кој Народната банка реагира на надворешните економски шокови и нивните влијанија врз стабилноста на домашната валута е последната економска криза од 2007 година. Ескалацијата на економската и финансиската криза првично имаше ограничено влијание врз стабилноста на Македонија, што главно се должи на понискиот степен на интеграција на македонскиот финансиски сектор кон глобалните пазари. Меѓутоа, продолжената неизвесност во надворешното окружување и намалената економска активност на најзначајните трговски партнери

имаа негативно влијание врз македонската економија. По банкротот на инвестициската куќа „Леман брадерс“, согледувањата за ризик на инвеститорите се зголемија, што доведе до значително намалување на обемот на трансакции и недостаток на ликвидност во меѓународните пазари. Овие трендови се одразија и врз пазарите во Македонија, преку зголемување на надворешната нерамнотежа, пораст на побарувачката за девизи и притисоци за депрецијација на домашната валута. За да се надминат овие движења, Народната банка одговори со значителни интервенции преку продажба на девизи и обезбедување доволно ликвидност на девизниот пазар. Така, во периодот од септември до декември 2008 година, Народната банка интервенираше на девизниот пазар со речиси 200 милиони евра, со што загуби околу 14% од девизните резерви, што може да се согледа од графиконот 76. Истовремено, средствата на сметките на банките кај Народната банка се намалија за 10%. Заради смирување на притисоците на девизниот пазар и јакнење на вредноста на домашната валута, Народната банка ја зголеми основната каматна стапка од 7% на 9%. Монетарното затегнување придонесе за стабилизирање на движењата кај билансот на плаќања и одржување на девизните резерви на соодветно ниво.

Оттаму, следејќи го историското движење, може да се заклучи дека како резултат на интервенциите на девизниот пазар, девизните резерви се подложни на чести флукуации, коишто се проследени со промени кај средствата на сметките на банките.

Графикон 75
Девизен курс МКД/ЕУР и каматни стапки на благајничките записи на Народната банка во периодот од 2000 до 2015 година



Извор: Податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk>)

Графикон 76
Состојба на девизните резерви и на сметките на банките кај Народната банка во периодот од 2000 до 2015 година



Имајќи ги предвид карактеристиките на македонската економија, применуваната монетарна стратегија се покажа како еден од клучните фактори коишто придонесоа за постојано одржување ниска и стабилна инфлација во земјата.

Процесот на еволуција на економијата, во кој таа се стекнува со нови карактеристики, наметнува потреба од постојана оценка на ефикасноста на стратегијата, не само од аспект на постигнување на крајната цел на монетарната политика (ценовна стабилност), туку и од аспект на оптимализација на вкупните макроекономски придобивки. Оттука, може да се заклучи дека покрај процесот на либерализација на тековните и капиталните трансакции, финансиската интеграција и стекнатиот кредибилитет на монетарните власти, македонската економија ги задржа најголемиот дел од карактеристиките утврдени при воведувањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс, како што се мала и отворена економија, висок преносен ефект на девизниот курс врз инфлацијата и висок степен на евроизација.

Отвореноста на македонската економија, којашто се манифестира преку високото просечно учество на надворешнотрговската размена од 91,5% од БДП (2000-2015 година), претставува еден од основните фактори за избор на стратегијата на таргетирање на девизниот курс. Во рамки на надворешнотрговската размена, учеството на еврото на крајот на 2015 година изнесува 83,1%⁴² и неговиот растечки тренд претставува дополнителен аргумент за применуваната монетарна стратегија. Исто така, имајќи ја предвид високата евроизираност, стабилноста на домашната валута има особено големо значење, со оглед на тоа што искуството покажа дека појавата на каква било неизвесност или сомнеж во врска со стабилноста на девизниот курс, предизвикува дополнително зголемување на депозитите во странска валута. Евроизираноста на македонската економија се согледува преку високото учество на девизните депозити во вкупните депозити⁴³, учеството на вкупниот приватен долг во вкупниот надворешен долг, како и преку учеството на девизниот или индексираниот долг во вкупниот јавен долг. Имајќи предвид дека финансиските пазари се сè уште плитки и неразвиени за да овозможат заштита од валутен ризик, постои можност за пренесување на надворешните шокови врз целата економија.

⁴² Министерство за финансии, [Билтен](http://www.finance.gov.mk/files/u9/Bilten_dekemvri_2015_1%20-%20so%20korekcii.pdf), декември 2015, стр. 2 (http://www.finance.gov.mk/files/u9/Bilten_dekemvri_2015_1%20-%20so%20korekcii.pdf)

⁴³ По зголемувањето на учеството на девизните депозити во вкупните депозити за време на кризата, од 2010 година, тоа повторно е намалено до најниското преткризно ниво. Сепак, девизните депозити и натаму имаат високо учество кое на крајот на 2015 година изнесуваше 40,3%.

Дополнителен аргумент за примена на стратегијата на таргетирање на девизниот курс претставува и сè уште нискиот степен на финансиска интеграција и поврзаност со меѓународните финансиски пазари, така што правилото на „невозможното тројство“ (англ. impossible trinity) не може целосно да се примени во македонската економија (Maral, 2011:12). Тоа значи дека при појавата на одредени домашни шокови, постои поголем простор за одредена автономна реакција на монетарната политика поради тоа што врската помеѓу монетарната политика и нивото на девизните резерви е релативно слаба. Во такви услови, благодарение на тоа што основната каматна стапка на монетарната политика на Народната банка не е целосно условена од движењата на стапката на ЕЦБ, монетарната политика може соодветно да реагира за ублажување на шоките, без да влијае врз девизните текови во економијата.

Во прилог на применуваната стратегија се и резултатите од емпириските анализи со кои се испитува преносниот ефект на девизниот курс на денарот во однос на еврото врз промените на цените во Македонија. Имајќи ја предвид стабилноста на девизниот курс, Крстевска (2003: 3) упатува дека преносниот ефект врз цените е умерен и изнесува 0,10%. Од друга страна, Бесими (2004) укажува дека заради високиот преносен ефект на промената на девизниот курс врз цените, евентуалната депрецијација на денарот во однос на еврото за 1% може да предизвика просечно зголемување на цените на индустриските производи и на малопродажните цени за околу 0,52% и 0,39% соодветно, со временско задоцнување од еден месец. Јовановиќ (Jovanović, 2009: 339-368), во анализата на ефектите од депрецијацијата на девизниот курс, предупредува дека иако влијанието на девизниот курс врз нето-извозот е мало, треба да се има предвид дека евентуалната депрецијација може да има сериозни негативни последици поради губењето на довербата во националната валута. Фетаи (Fetai: 2011) упатува дека увозните цени претставуваат директен преносен канал преку кој девизниот курс влијае врз инфлацијата во Република Македонија, така што во услови на депрецијација на домашната валута во однос на еврото, домашните цени би се зголемиле за околу 0,59% уште во текот на првиот месец.

Сепак, треба да се има предвид дека долгорочното одржување на девизниот курс во рамките на тесни маргини не секогаш подразбира целосна одржливост на применуваната монетарна стратегија. Високиот трговски дефицит, којшто се одржува веќе подолг временски период претставува значаен ризик за македонската

економија. Голем дел од негативното трговско салдо се надоместува со приватните трансфери со околу 80%, коишто иако по природа се доста нестабилни, сепак придонесуваат за остварување релативно низок дефицит на тековната сметка во изминатите неколку години. Трансферите, како и странските директни инвестиции имаат особено значење за надминувањето на овие нерамнотежи во македонската економија. Меѓутоа, истовремено се наметнува прашањето за нивниот континуитет и извесност, прашањето за стерилизацијата на девизните приливи и решавањето на евентуалните притисоци за апрецијација на домашната валута со кои се соочуваат и голем дел од новите земји членки. Во тој поглед, треба да се има предвид дека конкурентноста на македонската економија мерена преку трошокот по единица труд, заостанува зад новите земји членки, па оттаму може да се заклучи дека реалната апрецијација на девизниот курс може да предизвика значителни негативни ефекти врз платниот биланс.

Со влегувањето во ЕРМ II, Македонија ќе мора да ги отстрани сите ограничувања во однос на капиталните текови со што ризикот од осцилации на девизниот курс ќе биде поголем од порано, додека обврската за одржување на стабилноста на девизниот курс ќе биде задолжителна. Во тој поглед, Македонија треба да ги следи искуствата на новите земји членки, што значи дека евентуалното влегување во ЕРМ II треба да се одложи сè додека не оствари најголемиот дел од претпоставките коишто се предвидени со процесот на реално и номинално приближување кон ЕУ.

9. Оцена на степенот на конвергенција на Македонија кон ЕМУ

Анализата на исполнувањето на претходно утврдените критериуми за конвергенција упатува на фактот дека Македонија има остварено значителен напредок, особено во однос на критериумите за номинална конвергенција. Меѓутоа, подготвеноста на земјата за прифаќање на единствената валута се оценува и врз основа на други критериуми коишто се однесуваат на степенот на реалната конвергенција. Покрај потенцијалните предности што ги носи влезот во унијата, пред сè преку елиминацијата на трансакциските трошоци и на валутниот ризик, како и позитивните перспективи за постигнување повисок економски раст, ризиците за македонската економија се сè уште високи. Ниската синхронизација на економските циклуси, како и разликите во однос на економската структура придонесуваат за

зголемување на ранливоста и изложеноста на економијата кон специфични (идиосинкратски) економски шокови коишто не се карактеристични за останатите земји членки на унијата. Во услови кога алтернативните механизми на приспособување не се доволно изградени и ефикасни за да ги неутрализираат негативните ефекти од асиметричните економски шокови, потребата за водење независна монетарна политика и политика на девизен курс е особено голема.

Испитувањето на синхронизираноста на економските циклуси во Македонија во однос на еврозоната и новите земји членки, преку споредбата на стапката на поврзаност, упатува на заклучокот дека и покрај позитивните промени во последните неколку години, Македонија сè уште има значителни отстапувања, како во однос на еврозоната, така и во однос на новите земји членки. Исто така, и покрај засилувањето на економската активност во текот на изминатите години, стапката на растот на БДП е сè уште многу ниска и недоволна за да обезбеди поизвесно економско доближување на Македонија кон ЕУ. Од друга страна, споредбата на економската структура упатува на повисока зависност на македонската економија од земјоделството, шумарството, ловот и риболовот во однос на останатите земји во унијата, додека придонесот на индустријата и на дејностите со повисока додадена вредност е многу помал. Имајќи ги предвид структурните разлики во однос на еврозоната и шесте нови земји членки, се укажува на потреба од натамошни економски реформи насочени кон зголемување на учеството на инвестициите, технолошкиот развој и привлекувањето СДИ. Сепак, анализата на стапката на поврзаност на секторската структура со просечната во еврозоната покажува дека македонската економија има поголема усогласеност во однос на повеќето нови земји членки, со исклучок на Хрватска и Унгарија.

Од аспект на ефикасноста на механизмите за надминување на евентуалните асиметрични економски шокови, оцената на мобилноста на работната сила е многу неповолна. Во прилог на оваа констатација е фактот што Македонија сè уште има највисока стапка на невработеност во однос на сите анализирани земји, којашто е придружена со изразито неповолни миграциски движења, односно со значителни одливи на високообразовани кадри, коишто се всушност основните носители на растот и реформите во земјата. Од тие причини, образовната структура на невработените постојано се влошува, што дополнително придонесува за долгорочно одржување на високата стапка на невработеност.

Испитувањето на флексибилноста на пазарот на трудот, како еден од основните елементи за обезбедување макроекономска стабилност на долг рок, упатува на заклучокот дека динамиката на платите не е усогласена со промените кај продуктивноста на трудот. Во однос на испитуваните земји членки на еврозоната и шесте нови земји членки, Македонија е во групата земји со најниска стапка на поврзаност на платите во однос на продуктивноста, по Хрватска, Италија, Кипар и Луксембург. Неповолните движења на пазарот на трудот претставуваат потенцијален ризик за економијата, со оглед на тоа што идниот процес на приспособување на домашната економија кон ЕУ ќе придонесе за натамошен раст на платите и зголемени миграциски движења, како и промена на економската структура во земјата. Забрзаниот раст на платите во однос на продуктивноста води кон раст на трошоците по единица производ, што неповолно влијае врз конкурентноста на економијата, нарушување на економскиот раст и влошување на екстерната позиција на земјата, односно зголемување на трговскиот дефицит и дефицитот на тековната сметка од билансот на плаќања.

Капиталните текови претставуваат значајна претпоставка за оптимално функционирање на валутната унија со оглед на тоа што, покрај позитивните ефекти врз економскиот раст, трговската отвореност на земјата и преносот на технологии и знаења, тие може да придонесат за полесно надминување на краткорочните економски шокови кај земјите членки. Во изминатите неколку години, во однос на привлекувањето СДИ, Македонија направи извесен напредок, особено во однос на можностите за водење бизнис во земјата, ниските трошоци за работната сила и релативно стабилното макроекономско опкружување. Меѓутоа, споредбата на состојбата на странските директни инвестиции во земјата како процент од БДП, во однос на останатите анализирани земји, упатува на заклучокот дека Македонија има најслаби остварувања во однос на овој критериум.

Трговската отвореност на економијата претставува еден од главните аргументи на теоријата за оптималните валутни зони за влез на земјата во монетарна унија со земјите коишто се нејзини главни трговски партнери. Во Македонија, како мала и отворена економија, високиот обем на надворешнотрговската размена упатува на фактот дека прифаќањето на единствената валута може да придонесе за намалување на трансакциските трошоци заради елиминацијата на валутниот ризик при извршувањето на плаќањата за увоз и извоз на стоки и услуги, а со тоа и за

натамошно засилување на трговските врски со европските партнери. Следејќи го показателот за отвореноста на економијата, односно вкупната вредност на увозот и извозот во однос на БДП, може да се заклучи дека Македонија има поволни остварувања во однос на анализираниите земји. Во однос на новите земји членки, отвореноста на македонската економија е на пониско ниво од Унгарија, Чешка и Бугарија, но охрабрувачки е фактот што е на повисоко ниво во однос на Полска, Хрватска и Романија, коишто како земји членки на ЕУ, подолг период имаат можност да ги користат придобивките од укинувањето на трговските бариери.

Од аспект на номиналните критериуми, анализата на стапката на инфлацијата упатува дека Македонија има постигнато високи остварувања. Споредбата на македонската инфлација со инфлацијата во еврозоната упатува на значителна усогласеност на трендовите. Исто така, следејќи го националниот индекс на инфлацијата, мерен преку трошоците на живот, може да се заклучи дека остварувањата на инфлацијата во Македонија се во рамки или блиску до критериумот од Мастрихт. Историското движење на стапката на инфлацијата во Македонија и анализата на стандардната девијација во однос на утврдениот критериум од Мастрихт упатуваат на умерено отстапување, коешто е релативно пониско во однос на просечното отстапување на новите земји членки, но е повисоко од остварувањата кај Чешка и Хрватска. Меѓутоа, високите ценовни разлики претставуваат иден предизвик за монетарната власт и за процесот на номинална конвергенција. Оттаму, неопходно е постојано следење на основните двигатели на инфлацијата, анализа на потенцијалните ризици, односно извори на инфлациски притисоци заради преземање мерки за справување со ефектите од стеснувањето на ценовните разлики коишто може да подразбираат потенцијално загрозување на исполнувањето на номиналната конвергенција.

Во однос на фискалните критериуми, може да се заклучи дека Македонија има постигнато позитивни остварувања со оглед на тоа што во поголем дел од анализираниот период, буџетскиот дефицит и нивото на јавниот долг биле во рамките на утврдените критериуми од Мастрихт. Меѓутоа, ескалацијата на кризата и мерките за поддршка на економијата, придонесоа за умерено влошување на фискалните остварувања на земјата. Растот на трошоците на задолжувањето, зголемувањето на потребите за фискално финансирање и намалувањето на кредитната оценка на земјата ја нагласуваат потребата од итна фискална

консолидација и обновување на капацитетот за спроведување контрациклични мерки, при евентуално настанување на економски шокови во иднина.

Споредбата на приносите на долгорочните државни хартии од вредност во Македонија во однос на еврозоната и новите земји членки на ЕУ упатува на умерено отстапување, односно постепено доближување кон критериумот од Мастрихт. Имајќи ја предвид раната фаза на развој на пазарот на државни хартии од вредност, основен двигател на конвергенцијата на каматните стапки е ниската и стабилна стапка на инфлацијата. Поради ниските инфлациски очекувања, коишто се основна компонента на номиналните каматни стапки, приносите на македонските обврзници умерено отстапуваат од утврдениот критериум од Мастрихт.

Од аспект на стабилноста на девизниот курс, може да се заклучи дека Македонија успешно го остварува критериумот имајќи предвид дека флукуациите на девизниот курс на денарот во изминатиот период се многу ниски и се одржуваат во рамките на тесниот појас од 61,47 до 61,72 денари за едно евро. Значаен предизвик за македонската економија претставува влегувањето во ЕРМ II и барањата за отстранување на трговските бариери, со што ризикот од осцилации на девизниот курс ќе биде поголем од порано, додека обврската за одржување на стабилноста на девизниот курс ќе биде задолжителна. Од тие причини, од особено значење за земјата претставува исполнувањето на најголемиот дел од претпоставките коишто се предвидени со процесот на реално и номинално приближување кон ЕУ, со што ќе се обезбеди поголема подготвеност на земјата за влегување во ЕРМ II.

ГЛАВА 6 – МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА НАРОДНАТА БАНКА НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Понапред спомнатите емпириски истражувања потврдуваат дека преку остварувањето и одржувањето на ценовната стабилност, монетарната политика позитивно придонесува за економскиот раст. Исто така, од искуствата на земјите членки на еврозоната, како и од новите земји членки согледаваме дека поставеноста на монетарната политика претставува значаен фактор за непречено функционирање на економијата, со оглед на тоа што премногу експанзивната монетарна политика може да доведе до висока стапка на инфлација, намалување на ефикасноста на економијата, што може да предизвика забавување на економскиот раст. Од друга страна, премногу рестриктивната монетарна политика може да предизвика рецесија којашто води кон намалување на економската активност и вработеноста.

Определбата за одржување на ценовната стабилност, како примарна цел на монетарната политика, подразбира постојано следење на клучните економски варијабли коишто имаат влијание врз трансмисиониот механизам. Оттука, Народната банка го користи девизниот курс како посредна цел на монетарната политика, којшто воедно претставува номинално сидро за формирање и стабилизирање на очекувањата на економските субјекти (производители, потрошувачи, работодавачи, работници итн.) во поглед на идната инфлација. Кога номиналното сидро има кредибилитет, односно кога економските субјекти имаат доверба во способноста на монетарните власти да обезбедат стабилност на девизниот курс, инфлациските очекувања се формираат во согласност со движењата на номиналното сидро.

Во контекст на применуваната монетарна стратегија на таргетирање на девизниот курс, од особена важност е прашањето за одржување соодветно ниво на девизните резерви. Девизните резерви на Македонија ја задоволуваат потребата од обезбедување заштита на домашната економија од ефектите на надворешните економски шокови, но воедно тие претставуваат значајна поддршка на применуваната монетарна стратегија, во услови на одржување значителен трговски дефицит и сè уште ниска интегрираност на земјата во меѓународните финансиски пазари.

Покрај посредните цели, централните банки користат и оперативни цели коишто се под нивна директна контрола и претставуваат прв чекор во монетарната трансмисија. Како единствен носител на понудата на примарни пари во економијата,

централната банка може да ги контролира или цената на примарните пари или количеството на примарните пари во економијата. Во таа смисла, доколку централната банка ја контролира цената на примарните пари, оперативна цел се краткорочните каматни стапки на средствата коишто ги одобрува или на депозитите коишто ги прибира. Од друга страна, ако централната банка го контролира количеството на примарни пари, оперативен таргет би била монетарната база или одредени нејзини компоненти како што се: ликвидните средства на банките, нето меѓународните резерви или нето домашната актива.

Во практиката на Македонија, во услови на примена на монетарна стратегија на таргетирање на девизниот курс, изборот на оперативниот таргет е подреден на девизниот курс како номинално сидро и потребата од интервенции за негово одржување во дефинираните рамки. Всушност, прифаќањето стратегија на таргетирање на девизниот курс е резултат на согледувањата дека поврзаноста помеѓу растот на понудата на пари и инфлацијата е нестабилна, со што и контролата на нивото на цените преку управувањето со растот на понудата на пари е отежната. Следствено, во вакви околности, доведена е во прашање можноста на Народната банка да ги контролира примарните пари, поради високата променливост на примарните пари под влијание на автономните фактори⁴⁴. Оттаму, отсуството на силна и системска врска помеѓу примарните пари и девизниот курс ја ограничува можноста за користење на примарните пари како експлицитен оперативен таргет, при што примарните пари (особено ликвидноста на банките, како компонента на примарните пари) имаат третман на квази оперативен таргет на монетарната политика.

Од друга страна, ефективноста на каматните стапки како оперативен таргет е условена од развиеноста на финансиските пазари, како и од респонзивноста на краткорочните каматни стапки на банките во однос на промените на основните каматни стапки на Народната банка. Во услови на постоење на структурен вишок на ликвидност во македонскиот банкарски систем, каматниот преносен канал на монетарната политика преку основната каматна стапка е помалку ефикасен со оглед на тоа што основната каматна стапка претставува опортунитетен трошок за банките,

⁴⁴ Автономните фактори претставуваат позиции од билансот коишто не се под директно влијание на централната банка и чие движење зависи од останатите сектори во економијата. Вообичаено, тоа се готовите пари во оптек, трансакциите на државата, како и девизните трансакции на централната банка со домашните банки.

а не трошок за обезбедување финансиски средства (Jovanovic, Krstevska, Popovska-Kamnar, 2015). Иако најновите истражувања во оваа област упатуваат на фактот дека постои релативно силен преносен механизам на каматните стапки на Народната банка врз каматните стапки на депозитите и врз каматните стапки на домаќинствата, тие сè уште не се користат како оперативна цел на монетарната политика. Оттаму, во применуваната монетарна стратегија на Народната банка не постои експлицитно дефиниран оперативен таргет.

Ваквата поставеност на монетарната политика налага постојано следење на клучните економски и финансиски варијабли коишто се однесуваат на вкупната економска активност, агрегатната побарувачка и нејзините компоненти, фискалната политика, условите на пазарите на капитал и работна сила, испитувањето на голем број ценовни показатели, движењето на девизниот курс, глобалната економија, платниот биланс, финансиските пазари, како и позициите на билансите на одделните сектори во економијата.

1. Двигатели на понудата и побарувачката за ликвидност во банкарскиот систем на Македонија

Поставеноста на оперативната рамка на монетарната политика на одредена земја е условена од структурната ликвидносна позиција на банкарскиот систем. Доколку на подолг рок, ефектот на автономните фактори е креирање ликвидност, станува збор за структурен вишок на ликвидност и обратно, доколку нивниот ефект е повлекување ликвидност, банкарскиот систем се наоѓа во структурен недостиг на ликвидност. За разлика од развиените економии, коишто се карактеризираат со структурен недостиг на ликвидност, голем дел од централните банки на земјите во транзиција и земјите во развој ја спроведуваат монетарната политика во услови на структурен вишок на ликвидност. Вообичаено, основен фактор за генерирање на вишокот на ликвидност се девизните приливи. Оттаму, инструментите на монетарната политика во овие земји придонесуваат за повлекување на вишокот ликвидност од банкарскиот систем.

Во Македонија, веќе подолг период, монетарната политика се спроведува во услови на структурен вишок на ликвидност, којшто како и кај останатите земји во транзиција, е резултат на трансакциите на Народната банка за откуп на вишокот на девизи на девизниот пазар.

Процесот на трансформација на сопственоста и продажба на државниот капитал на надворешни стратешки инвеститори, надополнет со поголем интерес за странски директни и портфолио-инвестиции и приватни трансфери, при стабилен макроекономски амбиент, услови засилување на девизните приливи во Македонија. Во рамките на девизните приливи, приватните трансфери имаат значително учество, така што во текот на изминатите пет години тие во просек изнесуваат околу 18,5% од БДП, со што целосно го надомесуваат негативното трговско салдо и придонесуваат дефицитот на тековната сметка да се движи околу 2% од БДП. Порастот на трансферите, во услови на неможност за конкретна идентификација на изворите од кои потекнуваат и следствено, тешкотијата да се антиципира нивната идна големина и одржливост⁴⁵, претставува значаен фактор кој предизвикува чувствителност на македонската економија. Од друга страна, приливите врз основа на СДИ добија постабилен тек во изминатите неколку години, за разлика од портфолио-инвестициите и останатите инвестиции, пред сè трговските кредити коишто се доста променливи. Оттаму, и покрај постојаниот трговски дефицит, девизните приливи придонесоа за зголемување на понудата на девизи на девизниот пазар и притисоци за апрецијација на вредноста на денарот, со исклучок на периодите на поголеми сезонски одливи и валутни шокови. Имајќи ја предвид применуваната монетарна стратегија на таргетирање на девизниот курс, Народната банка интервенира со откуп на вишокот девизи на девизниот пазар, со што од една страна придонесуваше за пораст на девизните резерви, но истовремено предизвика зголемување на понудата на пари.

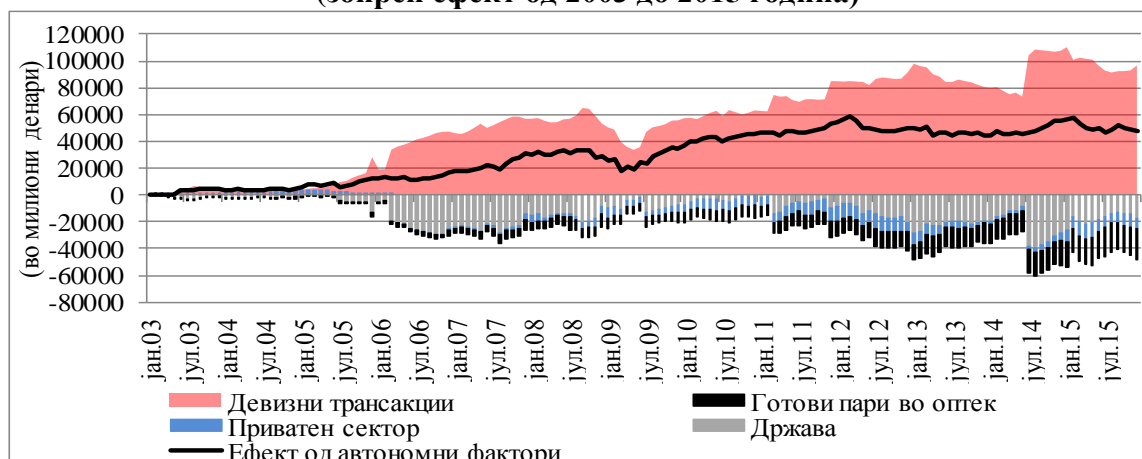
Од графиконот 77 може да се забележи дека девизните приливи особено се засилија во периодот од 2006 до 2008 година, со стекнувањето кандидатски статус за пристапување кон ЕУ и влезот на странски капитал во земјата. Ескалацијата на глобалната финансиска криза и нејзиниот преносен ефект врз македонската економија, којшто се почувствува во 2009 година, придонесе за значително намалување на капиталните приливи, проширување на трговскиот дефицит и влошување на очекувањата кај економските субјекти, а јазот помеѓу понудата и побарувачката за девизи на девизниот пазар значително се зголеми. Заради одржување на стабилноста на домашната валута, Народната банка имаше силни

⁴⁵ Согласно со платнобилансната статистика на Народната банка, значајна компонента претставуваат приливите врз основа на менувачкото работење и во рамките на приватните трансфери учествуваат со 71%.

интервенции на девизниот пазар со продажба на девизи, што доведе до намалување на состојбата на девизните резерви и вкупните средства на сметките на банките кај Народната банка, што е прикажано на графиконот 75.

Графикон 77

**Двигатели на понудата на ликвидни средства во Македонија
(збирен ефект од 2003 до 2015 година)**



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од Билансот на НБРМ (Квартален билтен, III 2016, табели од монетарниот сектор, <http://nbrm.mk/?ItemID=B472AE87A5DCF948AED08AC6F398F16B>), пристапено во март 2017 година

Со стабилизирањето на очекувањата на економските субјекти, движењата на девизниот пазар повторно се стабилизираа, а Народната банка најчесто интервенира на страната на откупот на вишокот девизи, зголемувајќи ја понудата на ликвидни средства. Збирниот ефект на девизните трансакции, како автономен тек којшто придонесе за зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем, почнувајќи од 2003 година, изнесува околу 96 милијарди денари. Со тоа, повторно се актуализира прашањето на стерилизацијата на емитираните ликвидни средства преку девизните трансакции и растот на структурниот вишок на ликвидност. Потребата за продолжување и засилување на структурните реформи, реалните очекувања за остварување повисок раст и очекувањата за почеток на преговорите за добивање статус на земја членка во ЕУ, засилувањето на процесот на либерализација на капиталните текови, како и поголемата финансиска интеграција на европските пазари на капитал дефинитивно градат основа на реални очекувања за многу повисоки приливи на капитал и натамошно зголемување на структурниот вишок на ликвидност во наредниот период. Во услови на задржување на применуваната стратегија на таргетирање на номиналниот девизниот курс на денарот во однос на еврото, потенцијално се поставува прашањето за начините за стерилизацијата на

девизните приливи и нивните влијанија врз водењето на монетарната политика, особено во однос на нејзината оперативна ефикасност во иднина.

Трансакциите на државата претставуваат автономен тек којшто ја определува понудата на ликвидни средства и спаѓаат во рамките на факторите коишто се надвор од контрола на централната банка. Имено, сметката на државата се наоѓа кај Народната банка, така што приливите врз основа на даноци, придонеси, царини, кредити или, пак, задолжувања придонесуваат за повлекување ликвидни средства од банкарскиот сектор, додека одливите од сметката на државата врз основа на плати, субвенции, капитални инвестиции и останати плаќања, придонесуваат за зголемување на ликвидноста. Анализирани динамички, следејќи ја состојбата на средствата на сметката на државата од Билансот на Народната банка⁴⁶, во периодот од 2003 година наваму, може да се заклучи дека трансакциите на државата имаат различни ефекти врз ликвидноста на банките. Имено, од графиконот 77 може да се забележи дека сè до првата половина на 2005 година, овој автономен фактор претставуваше тек на креирање ликвидност во банкарскиот систем. Во наредниот период до 2008 година, во услови на поволни макроекономски движења, коишто доведоа до повисоки буџетски приливи, трансакциите на државата придонесоа за повлекување ликвидност од банкарскиот систем. Од крајот на 2008 година, со зголемување на буџетскиот дефицит и потребата за надминување на негативните ефекти од глобалната економска и финансиска криза, овој автономен фактор придонесе за зголемување на понудата на ликвидни средства во банкарскиот систем, што може да се согледа од графиконот 77, преку намалување на збирната состојба на средствата на сметките на државата кај Народната банка. Со засилувањето на емисиите на државни хартии од вредност, дојде до повторно зголемување на состојбата на сметките на државата кај Народната банка, така што збирниот нето-ефект на државата во периодот од 2003 година наваму придонесе за намалување на ликвидноста во банкарскиот систем во износ од околу 17,8 милијарди денари.

Готовите пари во оптек имаат постојан тренд на пораст, така што предизвикуваат намалување на ликвидноста на банките. Вообичаено, промените кај готовите пари во голема мера произлегуваат од економските циклуси во земјата.

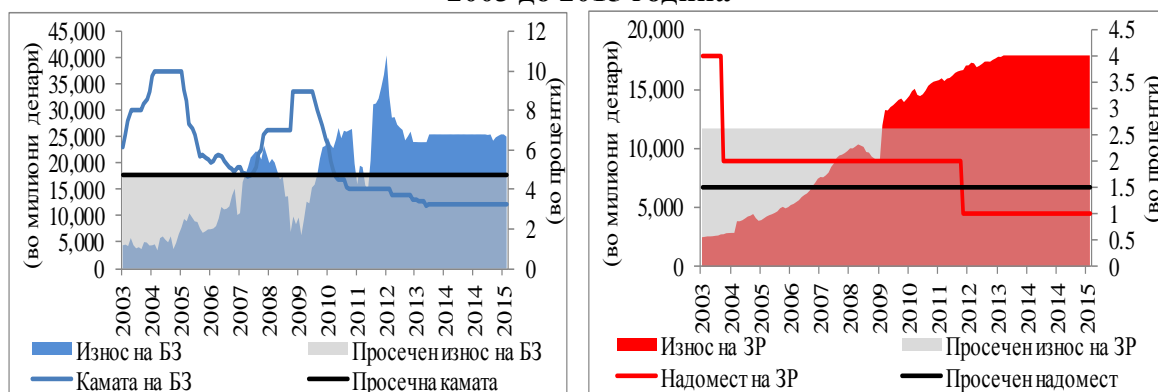
⁴⁶ Биланс на НБРМ (Квартален билтен, III 2016, табели од монетарниот сектор, <http://nbrm.mk/?ItemID=B472AE87A5DCF948AED08AC6F398F16B>)

Така, во услови на заживување на економијата, во периодот 2006–2008 година, готовите пари во оптек имаа растечки тренд (црните столбови прикажани на графиконот 77. Падот на економската активност во 2009 година за 0,4% придонесе за намалување на нивото на готовите пари во оптек, но со стабилизирањето на движењата во економијата, во последните неколку години, продолжи трендот на раст на движењето на готовите пари во оптек. Покрај економскиот раст, врз динамиката на готовите пари во оптек одредено влијание има и инфлацијата, при што, во периодите на повисоки стапки на инфлација (2008 и 2011 година), се забележува нивен посилен раст. Почнувајќи од 2003 година, збирниот ефект на готовите пари во оптек изнесува 23,6 милијарди денари, предизвикувајќи намалување на ликвидноста од банкарскиот сектор.

Од категоријата **останати автономни фактори – нето**, позначителен придонес за креирањето ликвидност во банкарскиот систем имаше и исплатата на средства врз основа на камата од монетарните операции, пред сè каматата на благајничките записи и надоместот на задолжителната резерва. Имено, од графиконот 78 може да се согледа дека доколку се има предвид просечниот износ на благајнички записи од околу 18 милијарди денари и просечната годишна каматна стапка на благајничките записи од 4,76%, како и просечниот износ на задолжителната резерва во денари од околу 11,7 милијарди денари за кој стапката на надомест, просечно, годишно, изнесува 1,52%, во периодот од 2004 до 2015 година, само врз таа основа во банкарскиот систем, просечно, годишно, беше креирана дополнителна ликвидност од околу една милијарда денари.

Графикон 78

Стерилизиран износ преку благајничките записи и задолжителната резерва во денари и движење на каматната стапка и стапката на надомест во периодот од 2003 до 2015 година



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk>), пристапено во март 2017 година

Побарувачката за ликвидност во изминатиот период произлезе од потребата за исполнување на обврската за задолжителната резерва и од вишокот на средства над задолжителната резерва. Побарувачката за ликвидни средства, креирана преку задолжителната резерва во денари, во изминатиот период имаше тренд на пораст, што беше во согласност со растот на основата за задолжителна резерва и промената на стапките на задолжителна резерва. Од 2003 година, побарувачката за ликвидност по оваа основа збирно се зголеми за околу 15,4 милијарди денари, што претставува околу 32% од вкупната понуда на ликвидност, креирана преку автономните фактори во истиот период. Од друга страна, релативно мало влијание врз побарувачката за ликвидност имаше промената на вишокот на средства над задолжителната резерва, којшто придонесе за намалување на побарувачката за околу 0,3 милијарди денари, во просек. Имено, како резултат на подобро управување со ликвидноста од страна на банките, процентот на вишок на средства над задолжителната резерва значително се намали, така што за разлика од 2003 година, кога банките одржуваа просечен вишок на средства над обврската за задолжителна резерва од 39%, на крајот на 2015 година, просечниот вишок изнесуваше 1,6%⁴⁷. Сепак, апсолутниот ефект врз побарувачката е минимален со оглед на високиот пораст на задолжителната резерва во истиот период.

2. Поставеност на оперативната рамка на монетарната политика во услови на стратегија на таргетирање на девизниот курс на домашната валута

Монетарната политика на Народната банка се спроведува во услови на структурен вишок на ликвидност, креиран од автономните фактори на ликвидноста. Имено, од графиконот 77 може да се забележи дека во периодот од 2003 година, збирниот нето-ефект од влијанието на автономните фактори изнесуваше околу 48 милијарди денари, предизвикувајќи зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем.

Во услови на структурен вишок на ликвидност, постојаната стерилизација придонесува за пораст на каматните стапки, што самото по себе привлекува натамошни девизни приливи, со што се неутрализира влијанието на стерилизацијата. Истовремено, порастот на каматните стапки предизвикува зголемени трошоци за

⁴⁷ Квартален билтен на Народната банка, III/2016, <http://nbrm.mk/?ItemID=B472AE87A5DCF948AED08AC6F398F16B>

централната банка. Доколку се спроведува преку операции на отворен пазар, нето-трошокот од стерилизацијата на централната банка се мери преку разликата меѓу каматната стапка на домашните хартии од вредност и стапката на остварениот принос од пласираните девизни резерви, приспособена со промените кај девизниот курс. Колку е поголем обемот на стерилизација, толку е поголем трошокот. Во литературата овој трошок е познат како „квази фискален“ трошок, бидејќи трошоците на централната банка паѓаат на товар на државата во форма на понизок трансфер на профит или загуба⁴⁸.

Освен овој, стерилизацијата на структурниот вишок на ликвидност наметнува различни предизвици за централната банка. Постојаното одржување ликвидносен вишок во банкарскиот систем ја намалува контролата на централната банка врз паричната маса, како и можноста да влијае врз домашните каматни стапки, што претставува ризик за постигнување и одржување на ценовната и финансиската стабилност во земјата. Од друга страна, доколку централната банка спроведува пазарно ориентирани инструменти и операции за повлекување на вишокот ликвидност, треба постојано да се брани од останатите инвестициски алтернативи коишто може да го загорат остварувањето на нејзините цели. Ваквата стратегија може да доведе до пораст на каматните стапки, дополнително зголемување на девизните приливи и потреба од нови интервенции на централната банка, со што се зголемуваат трошоците на монетарната политика. Соочувајќи се со оваа дилема, многу централни банки се обидуваат да најдат решение за намалување на дел од структурниот вишок на ликвидност, преку користење широк спектар инструменти на монетарната политика.

Сетот на монетарните инструменти на Народната банка во голема мера соодветствува со вообичаената поставеност на оперативната рамка на монетарната политика на голем број современи централни банки. Имено, Народната банка ги применува операциите на отворен пазар, задолжителната резерва и расположливите кредити и депозити.

⁴⁸ Продлабочувањето на разликата помеѓу домашните и странските каматни стапки ја намалува профитабилноста на централната банка. Така, на пример, голем број централни банки во одредени периоди се соочуваат со загуби предизвикани од стерилизацијата на девизните приливи.

2.1 Операции на отворен пазар

Операциите на отворениот пазар претставуваат индиректни пазарни инструменти, преку кои се врши продажба и купување хартии од вредност, при што се остварува влијание врз нивото на расположливите ликвидни средства на банките, односно врз нивото на краткорочните каматни стапки. Каматната стапка од операциите на отворен пазар претставува основна каматна стапка преку која централната банка ја сигнализира насоката на монетарната политика. Оваа каматна стапка вообичаено има централно место во коридорот на каматни стапки, чијашто долна граница ја претставува каматната стапка на расположливите депозити, додека горната граница е утврдена со каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ. Основната функција на коридорот е да обезбеди стабилно движење на каматната стапка на пазарот на пари којашто флукутира во рамки на коридорот.

Имајќи го предвид структурниот ликвидносен вишок во Македонија, операциите на отворен пазар се насочени кон повлекување ликвидноста од банкарскиот систем. Од тие причини, од графиконот 79 може да се види дека емисијата на хартии од вредност (благајнички записи) претставува главен инструмент на Народната банка веќе подолг временски период. Во рамките на операциите на отворен пазар спаѓаат и репо-операциите за обезбедување ликвидност, коишто се применуваат повремено за задоволување на краткорочниот ликвидносен недостиг во банкарскиот систем. Дефинитивните купопродажби на хартии од вредност на секундарниот пазар се помалку застапени.

Благајничките записи се основниот инструмент на монетарната политика за регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем и трансмисија на монетарните сигнали. Каматната стапка на благојничките записи е основната каматна стапка, којашто ја определува насоката на монетарната политика. Основната функција на инструментот е управување со ликвидноста на банкарскиот систем преку продажба на краткорочни хартии од вредност од страна на Народната банка на примарниот пазар.

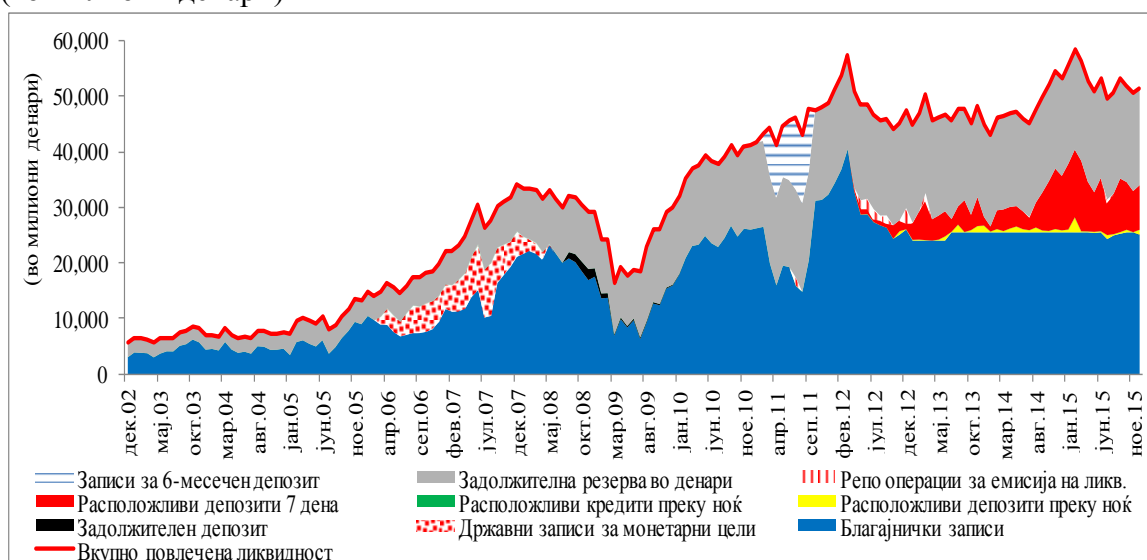
Во периодот од појавата на структурниот вишок, примената на благојничките записи како инструмент за монетарно регулирање овозможи одржување на нивото на ликвидност во банкарскиот систем во контролирани рамки. Во зависност од макроекономските услови и случувањата на домашните финансиски пазари,

карактеристиките на благајничките записи (рок на достасување, техника и фреквентност на нивната емисија) беа менувани и приспособувани со цел да обезбедат поголема ефикасност

Графикон 79

Структурна ликвидносна позиција по инструментите на Народната банка во периодот од 2003 до 2015 година

(во милиони денари)



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од НБРМ (<http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=79503DAEBBFEF9498DF8E8DAE60C8BE4>), пристапено во март 2017 година

Емисијата на благајничките записи се спроведува преку аукции коишто се одржуваат во редовни термини, а износот на продадени благајнички записи се утврдува во зависност од краткорочните ликвидносни проекции (на подолг рок, зависи од проекцијата на монетарната политика). Право на учество на аукциите имаат сите банки.

Народната банка има можност флексибилно да управува со каматните стапки и со понудата на благајничките записи преку менување на процедурата на аукцирање, односно типот на аукцискиот тендер. Постојат два основни типа на тендери: тендер со износи и тендер со каматни стапки.

При спроведувањето на аукција со тендер со износи, понудата на благајничките записи и каматната стапка се однапред одредени од страна на Народната банка, а банките аукцираат само со износите. Доколку вкупната побарувачка е поголема од понудата, распределбата на благајничките записи се врши сразмерно на износот со кој аукцирале банките. Исто така, при

спроведувањето на тендерот со износи, Народната банка може да објави и продажба на неограничен износ на благајнички записи по однапред утврдена каматна стапка. Во таков случај, се прифаќаат сите понуди на банките за купување благајнички записи, со што се избегнува ризикот од несоодветно одредување на големината на понудата на благајнички записи од страна на Народната банка, но се зголемува изложеноста на банкарскиот систем кон ликвидносни осцилации поради премало или преголемо повлекување ликвидност, што може да има и други влијанија врз меѓубанкарските каматни стапки, користење кредити и депозити преку ноќ, проблеми при исполнувањето на задолжителната резерва и сл.

Кај аукциите со тендер со каматни стапки, Народната банка го определува износот на благајничките записи којшто го нуди за продажба, а предмет на аукцирање (наддавање) е каматната стапка. Доколку вкупната побарувачка на банките го надминува понудениот износ, благајничките записи најпрвин им се распределуваат на банките коишто понудиле најповолна (најниска) каматна стапка. Воедно, доколку повеќе банки аукцираат со иста гранична каматна стапка, понудите се распределуваат сразмерно на аукцираниот износ. Понудите на банките со повисока каматна стапка од граничната се неостварени.

Народната банка има искуство во примената на двата типа тендери. Вообичаено, тендерите со каматни стапки се применувани кога условите на девизниот пазар и пазарот на пари се постабилни, така што Народната банка ги остава каматните стапки да се формираат пазарно. Тендерите со износи имаат посилен сигнален ефект, со оглед на тоа што каматната стапка е однапред определена, па оттаму придонесува за стабилизирање на пазарните очекувања. Народната банка го применува овој тип тендер во услови кога се јавуваат притисоци на девизниот курс или треба да се влијае врз каматните стапки на домашните пазари на пари и пошироко во економијата.

Согласно со тековната поставеност, Народната банка применува тендер со износи и однапред утврдена каматна стапка. Тендерот со износи започна да се применува во периодот на глобалната криза, од 2008 година, заради потребата за давање јасен сигнал преку зголемување на каматната стапка којшто требаше да го спречи прекумерниот одлив на девизи од економијата и да ги смири очекувањата за пораст на цените. И покрај стабилизирањето на овие движења, поради позитивните искуства од примената на овој тип тендер, Народната банка го применуваше долг

временски период, а каматната стапка постепено се намалуваше, до нивото од 3,75%, според податоците од Народната банка на крајот на 2016 година.

Во однос на фреквентноста на аукциите, од мај 2012 година, тие се спроведуваат еднаш месечно, а рокот на достасување на благајничките записи е 28 или 35 дена, во зависност од времетраењето на периодот на задолжителната резерва, што е во согласност со месечниот циклус промени на автономните фактори.

Значајна промена кај аукцискиот механизам беше направена во текот на 2013 година, кога во услови на зголемување на ликвидноста во банкарскиот сектор и забавување на кредитната активност на банките, интересот за благајничките записи значително се зголеми, така што побарувачката за благајнички записи беше повисока од понудата на Народната банка за околу 24%, во просек. Од тие причини, почнувајќи од третиот квартал од 2013 година, Народната банка воведо нов модалитет на аукцијата на благајничките записи при примената на тендерот со износи. Имено, беше воведена Методологија за утврдување на потенцијалната побарувачка за благајничките записи во зависност од потребите за ликвидност на банките, од една страна и нивниот реален ликвидносен потенцијал, од друга страна. Појдовна основа при утврдувањето на потенцијалната побарувачка се сметките на банките на последниот ден од периодот на задолжителната резерва, зголемени за ликвидносниот ефект од достасаните монетарни инструменти на денот на аукцијата, меѓубанкарските побарувања и обврски, како и задолжителната резерва за периодот којшто започнува на денот на аукцијата. Согласно со поставениот механизам, доколку се утврди дека постои повисока побарувачка од потенцијалната на ниво на вкупниот банкарски систем, банките коишто аукцираат со повисоки износи од сопствениот ликвидносен потенцијал имаат обврска да ја пласираат разликата во однос на потенцијалот во депозити со рок на достасување од седум дена. Во 2015 година, повторно беше воведен нов модалитет на аукцискиот механизам за благајничките записи. Имено, заради поттикнување на растот на депозитната основа и мотивацијата на банките за привлекување депозити во домашна валута, Народната банка воспостави правило според кое распределбата на понудениот износ на аукциите по банки се поврза со соодветното учество коешто секоја банка го има во вкупните обврски во домашна валута без валутна клаузула на ниво на банкарскиот систем. Овие измени беа надополнување на мерките коишто истовремено беа

воведени кај системот на задолжителна резерва, заради поддршка на процесот на деевроизација и стимулирање на долгорочното денарско штедење во економијата.

Освен емисијата на благајничките записи, во услови на краткорочни промени на ликвидноста во банкарскиот систем коишто би можеле да доведат до значителни флукутации на краткорочните каматни стапки, Народната банка може да применува **репо-трансакции со хартии од вредност**. Овие трансакции може да се спроведуваат преку аукции, преку кои Народната банка може да обезбеди повлекување или зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем. Аукциите за повлекување ликвидност се спроведуваат преку продажба на хартии од вредност, со обврска за нивен реоткуп на некој иден датум по однапред утврдена цена. Аукциите за обезбедување ликвидни средства се спроведуваат преку купување хартии од вредност, со обврска за нивна повторна продажба на некој иден датум по однапред утврдена цена. Износот на репо-трансакциите се утврдува во согласност со проектираните движења на автономните фактори, коишто влијаат врз ликвидноста. Како и аукциите на благајничките записи, репо-аукциите може да се спроведуваат со примена на двата основни типа тендери: тендер со каматни стапки и тендер со износи. Како обезбедување на одобрените средства врз основа на репо-трансакциите за обезбедување ликвидност на банките се користат хартиите од вредност утврдени во Листата на хартии од вредност за спроведување монетарни операции на Народната банка. Вообичаено, аукциите за обезбедување ликвидност се спроведуваат еднаш неделно, со рочност од седум дена. Сепак, треба да се има предвид дека во услови на вишок на ликвидност, банките ретко го користат овој инструмент.

За разлика од репо-трансакциите коишто влијаат врз ликвидноста на краток рок, **дефинитивните трансакции** овозможуваат структурно регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем. Народната банка ги спроведува дефинитивните трансакции на билатерална основа, со секоја банка поодделно и може да се користат за обезбедување или за повлекување ликвидност од банкарскиот систем, преку дефинитивен откуп, односно продажба на хартии од вредност.

2.2 Задолжителна резерва

Задолжителната резерва е традиционален инструмент на монетарната политика, којшто ги обврзува банките во Македонија да издвојуваат средства на сметките кај Народната банка. Задолжителната резерва се пресметува со примена на одредени стапки на основата за задолжителната резерва којашто се состои од широк спектар обврски на банките, утврдени како просек во текот на календарскиот месец.

Покрај стандардната основа за пресметка на задолжителната резерва којашто се состои од обврските на банките во домашна валута, потоа од обврските на банките во домашна валута со валутна клаузула и од обврските во странска валута, во услови на забавување на кредитирањето кон корпоративниот сектор, Народната банка започна да применува одредени ослободувања кај задолжителната резерва во денари. Имено, во 2013 година, заради обезбедување кредитна поддршка на системски важните сектори за домашната економија (извозниот и енергетскиот сектор), Народната банка овозможи основата за задолжителна резерва да се намали за новоодобрените кредити или вложувањата во должнички хартии од вредност на нефинансиските друштва – нето-извозници и/или нефинансиските друштва коишто средствата ги користат за финансирање проекти за домашно производство на електрична енергија.

Позитивните ефекти од мерката беа забележани уште во првата година на примена на мерката, поконкретно кон крајот на 2013 година, преку засилување на растот кај кредитите на корпоративниот сектор. Овие трендови продолжија и во 2014 година, кога годишната стапка на раст на кредитирањето на корпоративниот сектор достигна 8,6%. Поволните ефекти од примената на оваа мерка се согледуваа преку: а) подобрување на условите за одобрување кредити на фирмите (поповолни каматни стапки и трошоци за провизија, олеснувања кај обезбедувањата), б) зголемување на достапноста и искористеноста на кредитите од страна на фирмите, в) активно насочување на деловната политика на банките кон зголемување на кредитната поддршка на извозниот и енергетскиот сектор (нови кредитни производи, како и широк спектар на други активности) и г) зголемување на придонесот на кредитите одобрени на таргетираните сектори од големите банки во вкупните кредити на корпоративниот сектор.

Во 2015 година, во услови на забавување на растот на депозитната основа на банките, кредитната поддршка на корпоративниот сектор умерено забави. Сепак, согледувањата на Народната банка за ефектите од примената на нестандартната мерка во однос на растот на кредитите одобрени од големите банки кон таргетираните сектори беа позитивни. Во такви околности, иако првично беше предвидено мерката да се применува две години, важноста на мерката беше продолжена до крајот на 2017 година.

Во однос на стапките на издвојување на задолжителната резерва, позначајна промена беше направена во средината на 2013 година, кога беше извршено зголемување на стапката на задолжителна резерва за обврските во странска валута за 2 п.п., од 13% на 15%, при истовремено намалување на стапката на задолжителна резерва за обврските во домашна валута од 10% на 8%. Основна цел на оваа промена беше да се одржи и да се зголеми привлечноста за штедење во денари. Исто така, со измените се воведо стапка на издвојување задолжителна резерва од 0% за обврските на банките кон нерезидентите финансиски друштва, со договорна рочност над една година, како и за сите обврски кон нерезидентите со договорна рочност над две години. За краткорочните обврски кон нерезидентите финансиски друштва во странска валута со договорна рочност до една година, стапката на издвојување е непроменета и изнесува 13%. Во мај 2016 година, беше зголемена стапката на задолжителната резерва за обврските на банките во домашна валута со девизна клаузула од 20% на 50%. Освен поддршката на растот на штедењето во домашна валута, основна цел на измените на стапките на задолжителната резерва беше да се поттикне долгорочниот прилив на странски капитал во домашната економија, којшто претставува дополнителен прилив во билансот на плаќања, ги зголемува изворите за финансирање на банките и воедно, остварува контрациклично влијание, поддржувајќи ја кредитната активност.

Во табелата 31 се прикажани стапките на задолжителната резерва за одделни категории обврски на банките.

Табела 31
Стапки на задолжителна резерва на банките на крајот на 2016 година

Обврски	Стапка на задолжителна резерва (во проценти)	Се применува од:
во домашна валута	8%	11.09.2013

Обврски	Стапка на задолжителна резерва (во проценти)	Се применува од:
во домашна валута со валутна клаузула	50%	01.05.2016
во странска валута	15%	11.09.2013
Исклучок:		
- обврски кон нерезидентите финансиски друштва во странска валута со договорна рочност до една година	13%	11.09.2013
- обврски кон физичките лица во домашна валута со валутна клаузула и во странска валута, со договорна рочност над две години	0%	11.01.2012
- обврски кон физичките лица во домашна валута со договорна рочност над една година	0%	01.09.2015
- обврски врз основа на репо-трансакции во домашна валута	0%	11.01.2012
- обврски врз основа на издадени должнички хартии од вредност во домашна валута со оригинален рок на достасување од најмалку две години	0%	13.02.2013
- обврски кон нерезидентите финансиски друштва во домашна валута, во домашна валута со валутна клаузула и во странска валута, со договорна рочност над една година и обврските кон нерезидентите во домашна валута, во домашна валута со валутна клаузула и во странска валута, со договорна рочност над две години	0%	11.09.2013

Извор: НБРМ (<http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=7DD46E6A571EC94BA1D36781ADA5760A>), пристапено во март 2017 година

Задолжителната резерва на банките во денари се пресметува со примена на стапките за задолжителната резерва врз основата којашто е пресметана од обврските во домашна валута, зголемена за 30% од износот на задолжителната резерва во странска валута. Обврската за задолжителната резерва во денари се исполнува со средствата на сметките на банките кај Народната банка, на просечна основа, во текот на периодот на исполнување, што овозможува поголема флексибилност при управувањето со ликвидноста и има позитивно влијание врз стабилноста на каматните стапки на пазарите на пари. Обврската за задолжителна резерва во странска валута се исполнува во евра со издвојување средства на девизната сметка на Народната банка во странство.

Согласно со тековната поставеност, Народната банка не плаќа надомест на задолжителната резерва од јануари 2014 година.

2.3 Расположливи депозити

Основната функција на расположливите депозити е управување со вишокот ликвидност во банкарскиот систем на краток рок, при што банките можат да пласираат средства во расположливи депозити кај Народната банка на сопствена иницијатива. Расположливите депозити се со рочност преку ноќ и на седум дена. Банките можат да пласираат депозити преку ноќ кај Народната банка секој работен ден, додека на седум дена, можат да пласираат еднаш неделно. Каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ претставува долна граница на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари и според податоците на Народната банка, на крајот на 2016 година изнесува 0,25%. Каматната стапка на расположливите депозити на седум дена изнесува 0,50%.

2.4 Распожлив кредит преку ноќ

Во услови на настанување привремен недостиг на ликвидни средства, банките може да користат расположлив кредит преку ноќ, којшто се одобрува на нивна иницијатива, во форма на репо-трансакција. Користењето на расположливиот кредит преку ноќ овозможува полесно надминување на ликвидносните проблеми кај поединечни банки, стабилизирање на побарувачката за ликвидни средства на пазарите на пари и смирување на флукуациите на краткорочните каматни стапки. Кредитот се одобрува со рок на достасување преку ноќ. Каматната стапка на расположливиот кредит преку ноќ претставува горна граница на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари и се утврдува со додавање 0,50 п.п. над каматната стапка остварена на аукцијата на благајнички записи. Како обезбедување на средствата одобрени во форма на расположлив кредит преку ноќ се користат хартиите од вредност коишто се вклучени во Листата на хартии од вредност за спроведување монетарни операции на Народната банка.

Со оглед на структурниот вишок на ликвидност во банкарскиот систем, улогата на расположливите кредити е незначителна.

2.5 Интрадневен кредит

Интрадневниот кредит се одобрува во услови на настанување ликвидносни нерамнотежи кај банките предизвикани од поголемите одливи во однос на приливите во текот на денот. Интрадневниот кредит овозможува непречено спроведување на платните трансакции во текот на денот и зголемување на ефикасноста при ликвидносното управување на банките. Народната банка не наплаќа камата на интрадневниот кредит. Како и кредитот преку ноќ, интрадневниот кредит исто така се одобрува на иницијатива на банките, во форма на репo-трансакција, а како обезбедување се користат хартиите од вредност согласно со Листата на хартии од вредност за спроведување монетарни операции.

2.6 Други инструменти и мерки на Народната банка

Покрај модификациите на редовните инструменти преку воведувањето одредени нестандартни карактеристики, во текот на изминатите десетина години, коишто го опфаќаат и периодот на глобалната криза, Народната банка имаше потреба од дополнителни мерки и инструменти коишто имаа точно утврдена цел и намена. По остварувањето на таргетираната цел, примената на овие инструменти завршуваше, така што тие имаа привремен карактер.

Во 2008 година, растот на инфлациските притисоци, притисоците на девизниот пазар, комбинирани со притисоците од банкарскиот сектор преку силниот раст на кредитирањето на населението⁴⁹, беа причина за воведување на задолжителниот депозит за банките кај Народната банка. Засилувањето на кредитирањето на населението претставуваше директна поддршка на личната потрошувачка, од која еден дел се прелеваше во повисоки стапки на раст на увозот и предизвикуваше понатамошно влошување на трговското салдо. Истовремено, растот на личната потрошувачка го актуализира ризикот од „прегревање“ на домашната потрошувачка и појавата на инфлациски притисоци. Исто така, искуствата на голем број земји упатуваа на фактот дека пребрзиот кредитен раст придонесува за креирање ризични пласмани и влошување на квалитетот на кредитното портфолио

⁴⁹ На крајот на 2007 година, годишниот пораст на кредитирањето на населението изнесуваше 56,2%, наспроти растот на кредитите на претпријатијата од 29,7%. ([Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2007 година](#), стр. 18)

на банките. Имајќи ги предвид наведените ризици на прекумерниот кредитен раст во секторот „население“, Народната банка го вовеле задолжителниот депозит, преку кој директно придонесе за забавување на кредитирањето на населението.

Механизмот на функционирање на задолжителниот депозит се состоеше од обврската за издвојување задолжителен депозит од страна на банките кај Народната банка, во случај кога состојбата на кредитите на населението ја надминува дозволената стапка на раст. Издвојувањето на задолжителниот депозит се спроведуваше месечно, а Народната банка плаќаше надомест на издвоените средства по каматна стапка од 1%. Оваа мерка се применуваше од август 2008 година, до декември 2009 година.

Во јануари 2009 година, беше проширен сетот инструменти, со воведување аукции на девизни депозити на банките кај Народната банка. Инструментот, пред сè, имаше за цел да ја диверзифицира понудата на инструменти во домашната економија, преку коишто ќе може да се исполнува потребното минимално ниво на ликвидни средства. Со тоа, во услови на нестабилни движења на меѓународните финансиски пазари, на домашните банки им се овозможи да го намалат кредитниот ризик преку пласирање на средствата во девизни депозити кај Народната банка. Каматните стапки на девизните депозити пласирани кај Народната банка беа еднакви со каматните стапки на депозитите пласирани кај централните банки во еврозоната, во меѓународните финансиски институции или со приносите на државните записи на земјите членки на еврозоната. Аукциите на девизни депозити беа организирани со примена на тендерот со износи (со неограничен износ).

Во февруари 2011 година, Народната банка вовеле нов инструмент – запис за шестмесечен депозит, којшто беше од претпазлив карактер, како поддршка на финансиската стабилност во земјата. Банките имаа можност да пласираат средства во денари, на посебна сметка кај Народната банка, во форма на депозити, со рочност од шест месеци, за којшто Народната банка плаќаше камата на ниво од шестмесечен ЕУРИБОР, зголемен за 0,5 процентни поени. Исто така, средствата вложени во овој краткорочен инструмент беа вклучени во исполнувањето на коефициентите за денарска и девизна ликвидност на банките согласно со регулативата за управување со ликвидносниот ризик. Кон крајот на годината, интересот на банките за вложување во овој инструмент се намали, што беше реакција на промените во регулативата за управување со ликвидносниот ризик. Имено, согласно со промените во Одлуката за

управување со ликвидносниот ризик на банките, се изврши извесно олабавување на условите за исполнување на пропишаното минимално ниво на ликвидност на банките, преку кое се овозможи интегрирано следење на ликвидноста, независно од валутата, преку одржување единствена стапка на ликвидност, наместо дотогашното следење на стапките на ликвидност одделно, за позициите во денари и во девизи. Целта на оваа измена беше да се овозможи полесно управување со ликвидноста од страна на банките, а истовремено и да даде позитивен импулс за поголема кредитна поддршка на домашната економија. Како резултат на овие промени, кон крајот на годината, банките повеќе немаа инвестиции во записите за шестмесечен депозит.

За справување со последиците од глобалната криза и за одржување на финансиската стабилност, покрај овие мерки, Народната банка воведо серија макропрудентни мерки за подобрување на адекватноста на капиталот на банките, ограничување на изложеноста кон странските финансиски институции, а воедно воведо и методологија за управување со ризикот од промена на каматните стапки во портфолиото на банките.

Проактивниот карактер на монетарната политика на Народната банка овозможи успешно справување со последиците од глобалната криза, одржување на ценовната и финансиската стабилност во земјата.

2.7 Мерките на Народната банка како одговор на глобалната криза

Мерките коишто беа спроведени како одговор на глобалната криза предизвикаа силна интеракција на монетарната, фискалната и макропрудентната политика, што доведе до одредени промени кај рамката на монетарната политика. Истовремено, промените кај поставеноста на монетарната политика, како и искуствата на земјите коишто ги анализираваме понапред го посочија значењето на анализата на одредени квантитативни варијабли од билансите на централните банки. Користејќи го моделот на Патипелохи за испитување на промените кај структурата и големината на билансите на централните банки, во продолжение ќе се направи анализа на одговорот на монетарната политика на Народната банка и нејзината улога при стимулирањето на одредени сектори во економијата.

За потребите на истражувањето, се користат податоците од билансите на Народната банка во периодот пред кризата, од 2006 година, од динамичната 2011

година и периодот на постепено стабилизирање на движењата, во 2015 година. Податоците од билансите се претставени во табелата 32, во форма на стилизиран биланс и се групирани во основните категории коишто се објаснети понапред. На страната на средствата на Народната банка се претставени девизните резерви (FX), побарувањата од домашниот приватен сектор (L) и побарувањата врз основа на домашниот државен долг (G). На страната на обврските на Народната банка се готовите пари во оптек (Bn), обврските кон банките (Rs) и обврските кон државата (Rg).

Табела 32

Стилизиран биланс на Народната банка согласно со податоците од 2006, 2011 и 2015 година

(во милиони денари)

Средства	2006	2011	2015	Обврски	2006	2011	2015
Девизни резерви (FX)	75,375	110,024	135,166	Готови пари во оптек (Bn)	16,700	23,394	34,194
Побарувања од домашниот приватен сектор (L)	3,260	1,959	1,454	Обврски кон банки (Rs)	21,757	60,806	65,715
Домашен државен долг (G)	5,108	16,816	6,806	Обврски кон држава (Rg)	31,846	25,255	26,131

Извор: сопствени пресметки врз основа на податоци од монетарниот сектор од Кварталниот билтен IV/2015 на НБРМ (<http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=B3512F995847784F8A064C53E4C25280>), пристапено во март 2017 година

Во зависност од структурата и промените на страната на средствата, со примена на показателите од табелата 13, моделот овозможува да се оцени поставеноста на монетарната политика на Народната банка во даден период, односно ориентираноста кон одржување високи износи на девизни резерви, кредитирање на државата, или, пак, кредитирање на домашниот приватен сектор. Пресметката на показателите на страната на обврските овозможува да се оцени дали настанале промени во однос на улогата на Народната банка, како банка на банките или како банка на државата, или, пак, под влијание на зголемената емисија на готовите пари во оптек, придонесла за зголемување на готовинското работење.

Резултатите од пресметката на показателите се претставени на графиконот 80 и на графиконот 81, на кои преку примената на логаритамска скала се овозможува подобро согледување на промените кај поставеноста на монетарната политика низ неколку димензии.

Од графиконот 80, на којшто е претставена поставеноста на монетарната политика во зависност од структурата на средствата од билансот на Народната банка, може да се забележи дека Народната банка е позиционирана на десната страна од графиконот, што упатува на заклучокот дека побарувањата на Народната банка од државата се повисоки од побарувањата кон домашниот сектор. Ова е природна последица на структурниот вишок на ликвидност во банкарскиот сектор и малиот и незначителен износ на средства на Народната банка врз основа на побарувања од домашниот приватен сектор. На почетокот на 2011 година, се зголемуваат побарувањата од државата, што произлегува од евиденцијата на средствата повлечени од ММФ врз основа на аранжманот, склучен со Владата на Република Македонија за кредитната линија за претпазливост во износ од 220 милиони евра. Соодветно на ова, на страната на обврските во билансот на Народната банка, беа зголемени средствата на сметките на државата во странска валута.

Графикон 80

Промени на структурата на средствата во билансот на Народната банка во 2006, 2011 и 2015 година



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоците од монетарниот сектор од Кварталниот билтен IV/2015 на НБРМ (<http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=B3512F995847784F8A064C53E4C25280>), пристапено во март 2017 година

Со стабилизирање на движењата, во февруари 2015 година, Министерството за финансии изврши предвремена отплата на кредитната линија за претпазливост од

ММФ⁵⁰, што е евидентирано како намалување на побарувањата од државата во билансот на Народната банка.

Анализата на промените на показателите по должината на вертикалната оска, којашто го покажува односот помеѓу средствата во домашна (G+L) и странска валута (FX), слично како кај новите земји членки, од билансот на Народната банка јасно може да се согледа ориентираноста кон зголемување на девизните резерви, наспроти кредитирање на приватниот сектор. Во однос на 2006 година, односно по ескалацијата на економската и финансиската криза во 2011 година, како резултат на силните интервенции на девизниот пазар за смирување на депрецијациските притисоци на девизниот пазар, нивото на девизните резерви се намали, што се согледува преку придвижување на вредноста на показателот нагоре. Во 2015 година, како резултат на девизните приливи и откупот на девизи од страна на Народната банка на девизниот пазар, дојде до повисок релативен пораст на девизните средства на Народната банка во однос на порастот на домашната актива, што услови придвижување на показателот надолу и доближување до преткризното ниво од 2006 година.

На графикон 81 се претставени резултатите од пресметката на показателите на страната на обврските во 2006, 2011 и 2015 година. Од графиконот може да се забележи дека слично како и централните банки на новите земји членки и ЕЦБ, кај Народната банка, преовладува улогата на банка на банките. За разлика од 2006 година, улогата на Народната банка како банка на банките се зголемува, со оглед на тоа што обврските кон банкарскиот сектор релативно се зголемиле во однос на обврските кон државата, што се согледува од хоризонталното поместување на билансните позиции на графиконот од десно кон лево.

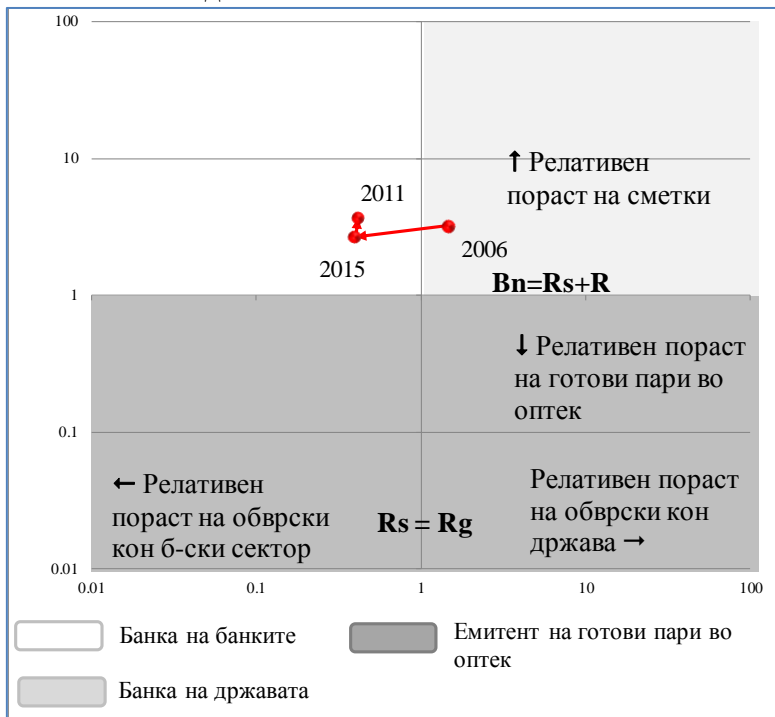
Од друга страна, временските поместувања по должината на вертикалната оска упатуваат на релативно стабилни движења, што значи дека во билансот на Народната банка немало значителни промени помеѓу соодносот на состојбата на сметките (Rs+Rg) и готовите пари во оптек (Bn), односно релативните промени кај

⁵⁰ Повлекувањето на средствата од страна на Владата на Република Македонија беше последица на неповолните услови на меѓународните финансиски пазари, како и на променетата политичка состојба во земјата, односно очекувањата за предвремени избори, што наметна потреба од одлагање на издавањето на планираната еврообврзница. Во вакви услови, повлечените средства од кредитната линија за претпазливост претставуваа алтернативен извор за финансирање на буџетскиот дефицит во 2011 година.

готовите пари во оптек биле следени со соодветна промена на средствата на сметките кај Народната банка.

Графикон 81

Промени на структурата на обврските во билансот на Народната банка во 2006, 2011 и 2015 година



Извор: сопствени пресметки врз основа на податоците од монетарниот сектор од Кварталниот билтен IV/2015 на НБРМ (<http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=B3512F995847784F8A064C53E4C25280>), пристапено во март 2017 година

Анализата на поставеноста на монетарната политика покажа дека за време на кризата, Народната банка премина од традиционалниот начин на спроведување на монетарната политика, кон комбинирање на целите на монетарна и финансиска стабилност, како комплементарни елементи на макроекономската стабилност. Сетот инструменти стана посложен заради примената на нестандартните мерки, коишто беа осмислени со цел да придонесат за премостување на периодот на вонредни околности и да влијаат врз ефикасноста на стандардните инструменти, но воедно и да придонесат за зајакнување на финансиската стабилност и обезбедување одржливо економско здравување. Досегашното искуство и резултатите од примената на мерките на монетарната политика го потврдува широко прифатениот консензус дека „монетарниот стимул“ навистина придонесе за одржување на ценовната и финансиската стабилност во земјата, со што се обезбеди силна поддршка за економијата. Остварувајќи ги овие цели, може да се заклучи дека монетарната политика има значаен придонес во процесот на структурното приспособување на

земјата и продолжување на патот кон ЕУ како основно економско сидро на македонската економија.

Меѓутоа, процесот на доближување кон ЕУ, како и евентуалното влегување во ЕРМ II, ќе значи отстранување на сите ограничувања во однос на тековите на капиталот со што ризикот од осцилации на девизниот курс ќе биде поголем од порано, додека обврската за одржување на стабилноста на домашната валута и стабилноста на цените отвора нови предизвици за Македонија. Во тој поглед, Македонија треба да ги следи искуствата на новите земји членки, а евентуалното влегување во ЕРМ II треба да се одложи сè додека не оствари најголемиот дел од претпоставките коишто се предвидени со процесот на реално и номинално приближување кон ЕУ.

Воедно, глобалните ризици, политичките превирања во еврозоната, одлуката за излез на Велика Британија од ЕУ, неизвесноста околу идните политики на новата американска администрација и можноста за зголемување на протекционизмот во глобалната трговија и ограничувањата во миграцијата, се фактори коишто може неповолно да делуваат врз глобалниот раст и глобалната продуктивност, а со тоа и врз македонската економија. Макроекономското окружување и присутната неизвесност налагаат висока претпазливост при водењето на монетарната политика, јакнење на капацитетите за рано препознавање на ризиците со цел да се обезбеди навремена и ефикасна реакција преку монетарните инструменти со цел да се овозможи успешно остварување на монетарните цели.

ЗАКЛУЧОК

Докторската дисертација има за цел да го испита процесот на конвергенцијата и улогата на монетарната политика при структурното приспособување на земјите при влезот во монетарната унија. Имајќи ја предвид широчината на областа, истражувањето се насочува кон потесен опсег на прашања утврдени со основната хипотеза на трудот дека исполнувањето на критериумите за реална и номинална конвергенција придонесуваат за обезбедување стабилен и одржлив економски раст кај земјите членки на монетарната унија. Користејќи ги основните теоретски постулати и претпоставки за формирање валутна унија, којашто треба да функционира како оптимална валутна зона, во трудот се прави опсежна анализа на остварувањата на економиите на земјите членки на ЕМУ, на новите земји членки на ЕУ и на Македонија, во периодот од последните петнаесет години.

Реалната конвергенција подразбира долгорочно, структурно приспособување на земјите за остварување синхронизирани економски циклуси, диверзифицирана економска структура, висока мобилност на факторите за производството, како и значителен степен на отвореност на економијата, што води кон макроекономска стабилност на унијата во целина. Номиналната конвергенција се согледува преку постигнувањето одредени специфични макроекономски показатели коишто земјите треба да ги исполнат како предуслов за влез во ЕМУ, а се однесуваат на ценовната и фискалната стабилност, долгорочната стабилност на каматните стапки и на девизниот курс на националната валута во рамките на ЕРМ II.

Во контекстот на основата на економското обединување, односно формирањето на валутната унија, втората област на истражувањето е улогата на монетарната политика и нејзиното влијание врз економските остварувања на анализираните земји, што всушност треба да даде одговор на посебната хипотеза на овој труд дека монетарната политика, преку постигнувањето и одржувањето на ценовната стабилност, влијае врз економските остварувања на земјите членки и на земјите кандидатки за влез во ЕМУ, како и врз нивната отпорност за справување со ефектите од надворешните економски шокови.

Истражувањата на овие две клучни прашања треба да ги посочат основните насоки кон коишто треба да се стремат земјите при влезот во монетарната унија, но и да укажат на клучните слабости при функционирањето на европскиот монетарен систем, коишто во крајна линија доведоа до ескалација на економската и

финансиската криза во еврозоната. Всушност, проблемите со коишто се соочија земјите за време на кризата претставуваат добар тест за значењето на критериумите за конвергенцијата во процесот на интегрирање кон еврозоната, којшто треба да функционира како оптимална валутна зона.

Покрај заедничката рамка за монетарното управување, воспоставувањето единствена валута во комбинација со независните национални фискални политики претставуваше значаен предизвик за обезбедување координација и синхронизација на економските политики. Алтернативните механизми за надминување на евентуалните економски шокови во еврозоната беа компаративно слаби, поради тоа што мобилноста на работната сила беше ниска, респонзивноста на цените и платите во однос на економските циклуси беше недоволна, а степенот на интеграција на финансиските пазари беше незадоволителен. Истовремено, дел од земјите членки на еврозоната се соочуваа со потребата од спроведување економски и структурни реформи, заради послабите економски остварувања во поглед на економскиот раст и невработеноста, додека високите буџетски дефицити требаше да бидат редуцирани преку намалување на даноците и расходите, во исто време. Како одговор на овие предизвици и дилеми, беа воспоставени соодветни механизми, коишто се преточени како критериуми од Мастрихт чиешто номинално исполнување требаше да го осигури процесот на долгорочното структурно приспособување и намалување на ризиците од појава на интерни и екстерни нерамнотежи кај земјите членки на монетарната унија.

Врз основа на вака поставената рамка, со обединување на теоретските и емириските аспекти, се доаѓа до заклучокот дека покрај тврдењата на еврооптимистите коишто се потпираа врз ендегената хипотеза дека монетарната интеграција автоматски ќе придонесе за забрзување на процесот на конвергенцијата на земјите членки, искуствата на земјите членки на еврозоната од последната економска криза покажаа дека интеграцијата во ЕМУ бара исполнување, барем во одреден степен, на претходно наведените критериуми. На ова се однесуваат и размислувањата дека причините за послабите остварувања на некои земји членки од ЕМУ, всушност, произлегуваат од делумното или целосното неисполнување на критериумите за оптимални валутни зони.

Истражувањето на степенот на синхронизираност на економските циклуси, секторската усогласеност, мобилноста на работната сила, флексибилноста на платите, движењето на капиталот, отвореноста на економијата, стапката на

инфлацијата, буџетскиот дефицит, нивото на јавниот долг и движењето на долгорочните каматни стапки, упатува на основните слабости со коишто се соочуваат земјите членки коишто всушност ги трасираат насоките на макроекономските политики при спроведувањето на структурните реформи за непречено функционирање на еврозоната како оптимална валутна зона.

Оттука, резултатите од истражувањето упатуваат дека иако постојат одредени позитивни остварувања, сепак постојат голем број слабости во однос на анализираниите критериуми кај Португалија, Летонија, Кипар, Естонија, Ирска и Словенија. Основната слабост на овие економии е неусогласеноста на економските циклуси, високата секторска зависност, неповолната структура на капиталните текови, високите стапки на инфлацијата и преголемите фискални оптоварувања, поради што тие се исклучително чувствителни на економски шокови. Токму тоа се основните области кон кои треба да бидат насочени структурните реформи во овие земји со цел да се доближат до економското темпо на земјите од јадрото на еврозоната. За разлика од овие земји, Грција целосно не ги исполнува критериумите за влез во валутната унија. Имајќи ги предвид недоволно развиените механизми за приспособување кон економските шокови, практиката покажа дека парцијалното решавање на прашањето на Грција, па и на останатите периферни земји членки, преку корекција на домашните цени и плати, дава ограничени можности за справување со кризата. Единствен начин за излез на Грција од кризата е да спроведува експанзивна фискална политика, што практично е тешко остварливо решение во постојното макроекономско окружување (слаба економска активност, лоши фискални остварувања, отсуство на приливи на капитал). Во таа смисла, се смета дека едно од решенијата за непречено функционирање на еврозоната во целина претставува формирањето на фискална унија преку којашто би се воспоставиле неопходните фискални трансфери кон економиите со проблеми и би се обезбедил потребниот финансиски капацитет за спроведување контрациклични мерки. На тој начин, паралелно со воспоставувањето поголема фискална дисциплина, реформите на пазарот на трудот и подобрувањето на продуктивноста, ќе се обезбеди јакнење на конкурентноста на економиите, поттикнување на економската активност и надминување на економските нерамнотежи помеѓу земјите членки. Сепак, треба да се има предвид дека ова претставува политичко решение коешто длабоко задира во основата на интеграцијата и во националните преференции на земјите членки.

Од друга страна, резултатите од истражувањето ги посочија Холандија, Луксембург, Германија, Австрија, Белгија, Финска и Франција како земји членки на еврозоната коишто се одликуваат со најпозитивни остварувања во однос на критериумите за оптимални валутни зони. Овие земји се одликуваат со висока синхронизираност на економските циклуси, структурна усогласеност, мобилност на работната сила и капиталот, а воедно имаат и релативно стабилни макроекономски и фискални остварувања. Германија може да се смета за земја „котва“ или како што често се нарекува, „локомотива“ на еврозоната. Имено, Германија остварува високо учество во БДП на унијата, обезбедува висока стабилност на цените и претставува еден од најзначајните трговски партнери на земјите од еврозоната. Силните трговски врски со останатите економии, особено со Австрија, Холандија, Франција и Италија, обезбедуваат синхронизација на нивните бизнис-циклуси со најголемата економија во еврозоната.

Ваквата поларизираност на еврозоната упати на фактот дека единствената монетарна политика на ЕЦБ не претставуваше универзално решение за земјите членки коишто се соочуваа со различни макроекономски остварувања. Иако просечната стапка на инфлацијата во еврозоната долго време се одржуваше блиску до посакуваното целно ниво од 2% на годишно ниво, различните остварувања кај стапките на инфлацијата на земјите членки го поттикнаа прашањето за соодветноста на единствената монетарна политика (англ. one-size-fits-all). ЕЦБ номинално ја утврдува каматната стапка којашто важи за сите земји на еврозоната, при што кај земјите со повисока инфлација, ваквата политика подразбира пониски, во одредени случаи дури и негативни реални каматни стапки, а за земјите со ниска инфлација, обезбедува повисоки и позитивни реални каматни стапки. Колку е пониска домашната реална каматна стапка (единствената заедничка каматна стапка намалена за домашната инфлација), толку е повисока мотивацијата за зголемување на економската активност, но и за раст на домашната инфлација. Исто така, ЕЦБ мораше да се соочи со асиметричните економски шокови, коишто претставуваат најголем проблем за монетарните униии заради тоа што во такви услови, сосема е извесно дека заедничката монетарна политика може да има субоптимално влијание во одредени делови на унијата. За време на кризата, обидувајќи се да обезбеди економски стимул и заживување на растот, монетарната политика на еврозоната набргу ја достигна долната граница на каматните стапки, така што беше принудена

да применува повеќе видови нестандартни мерки. Примената на овие мерки и јасниот став на гувернерот Марио Драги, дека „ќе се преземе сè што е потребно“ за спас на еврото, всушност значат пресвртница во спроведувањето на монетарната политика на ЕЦБ. Нестандардните мерки придонесоа за олеснување на условите за обезбедување ликвидност во банкарскиот сектор и спречување на негативните последици за финансискиот сектор. Подоцна, од 2011 година, ЕЦБ започна со опсежни програми за поттикнување на кредитната активност на банките кон приватниот сектор, а со тоа придонесе за постепено заживување на економската активност кај земјите членки на еврозоната.

Меѓутоа, треба да се има предвид дека монетарната политика претставува само неопходен предуслов, но тој не е доволен за „нормализација“ на економијата на еврозоната. Покрај монетарната политика, неопходно е носителите на останатите макроекономски политики да преземат мерки за решавање на структурните и институционалните фактори коишто го попречуваат економското закрепнување на долг рок. Со други зборови, одржливото враќање во нормала зависи од придонесот на сите носители на политиките – и колку повеќе се одолговлекуваат, толку ќе бидат поголеми проблемите коишто еврозоната ќе треба да ги надмине (Praet, 2015).

Надоврзувајќи се на случувањата во еврозоната, се испитуваат и економските остварувања и степенот на реална и номинална конвергенција на новите земји членки на ЕУ. Анализата на остварувањата на овие земји, од аспект на претходно одбраните критериуми за влез во валутната унија, како и разработката на поставеноста на нивните монетарни политики претставува добра основа за оцена на остварувањата и за трасирањето на основните насоки на движење на македонската економија во процесот на конвергенцијата кон ЕУ.

Економиите на новите земји членки на ЕУ во текот на последните неколку години во голема мера беа под влијание на глобалната финансиска и економска криза, а потоа и на европската должничка криза. Како последица на кризата, тие се соочија со рецесија и значително влошување на фискалните позиции, што доведе до процес на консолидација на јавните финансии. Фискалните затегнувања предизвикаа забавување на економското закрепнување и намалување на домашната економска активност. Иако ескалацијата на кризата имаше негативни ефекти коишто доведоа до забавување на процесот на конвергенцијата, сепак таа овозможи да се направи ревизија и проверка на поставеноста на макроекономските политики, како и да се

утврдат насоките на структурните реформи и мерки во процесот до влегувањето на новите земји членки во монетарната унија.

Истражувањето на остварувањата на земјите членки, според одделните критериуми, упатува на фактот дека Унгарија има значителни резултати во однос на мобилноста на работната сила, отвореноста на економијата, флексибилноста на платите и движењето на долгорочните каматни стапки. Од друга страна, Унгарија има одредени слабости во однос на стабилноста на цените, имајќи ги предвид проблемите во однос на исполнувањето на овој критериум непосредно по влегувањето во ЕУ.

Чешка се одликува со позитивни остварувања во однос на големината на јавниот долг, синхронизираноста на економските циклуси, големината на буџетскиот дефицит и движењето на долгорочните каматни стапки. Сепак, оваа земја членка може да се соочи со одредени проблеми и ризици од појава на асиметрични економски шокови заради неусогласеноста на економската структура со структурата во еврозоната.

Основни позитивни карактеристики на Полска се мобилноста на работната сила, флексибилноста на платите и усогласеноста на долгорочните каматни стапки со каматните стапки во еврозоната. Од друга страна, потенцијален проблем претставува недоволната синхронизираност на економските циклуси и неусогласената економска структура.

Бугарија има позитивни остварувања во однос на јавниот долг, буџетскиот дефицит и движењето на долгорочните каматни стапки, но сè уште ги носи последиците од високите инфлациски притисоци, како и неусогласената економска структура.

Романија се истакнува со позитивни остварувања во однос на движењето на долгорочните каматни стапки и мобилноста на работната сила, меѓутоа истовремено се соочува со проблемот на неусогласената економска структура, послабите остварувања во однос на стабилноста на цените, синхронизираноста на економските циклуси и нестабилноста на девизниот курс, којашто особено дојде до израз за време на економската криза.

Позитивите остварувања на Хрватска од аспект на движењето на долгорочните каматни стапки и стабилноста на девизниот курс може да бидат

неутрализирани со сè уште недоволните остварувања во однос на флексибилноста на платите, движењето на капиталот и големината на буџетскиот дефицит.

Анализирајќи ги остварувањата на новите земји членки во однос на одделните критериуми, може да се заклучи дека иако имаат напредок, постојат одредени слабости коишто упатуваат на заклучокот дека сè уште треба да бидат надвор од еврозоната, заради можноста од спроведување независни макроекономски мерки и политики коишто се специфични за националните економии. Од почетокот на економската криза, новите земји членки усвоија голем број мерки за економско приспособување со коишто би се предизвикало намалување на разликите со земјите од јадрото на еврозоната. Последните искуства укажаа на потребата од спроведување реформи, коишто всушност значат враќање кон поставените критериуми за формирање оптимални валутни униии.

Глобалната финансиска криза посочи на неколку предизвици за националните макроекономски политики, а воедно и за централните банки на новите земји членки. Имено, централните банки на новите земјите членки се соочија со предизвикот за одржување на стабилноста на цените, потребата за олеснување на монетарните услови, спречување или надминување на нарушувањата на меѓубанкарскиот пазар, подобрување на трансферот на ликвидните средства кон одредени пазарни сегменти, спречување или надминување на високите флукуации на девизниот курс (намалување на валутниот ризик), одржување на стабилноста на банкарскиот систем и одржување или поттикнување на кредитната активност кон приватниот сектор.

Компаративната анализа на поставеноста на монетарната политика упатува на заклучокот дека независно од применуваните стратегии, во периодот по ескалацијата на кризата, централните банки на новите земји членки примениле голем број мерки и инструменти. Во услови на значителни нарушувања на финансиските пазари, високи и непостојани капитални текови, флукуации на девизните курсеви, како и ризици во однос на стабилноста на финансискиот систем, мерките на централните банки на новите земји членки овозможија одржување на ценовната стабилност, што претставува еден од приоритетите во процесот на конвергенцијата на кон ЕМУ.

Во однос на Македонија, резултатите од истражувањето на степенот на конвергенцијата преку избраните критериуми ги посочуваат потенцијалните слабости и полиња на делување на макроекономските политики за структурно

приспособување на земјата кон ЕМУ. Иако Македонија има остварено значителен напредок, особено во однос на критериумите за номинална конвергенција, сепак подготвеноста на земјата за прифаќање на единствената валута се оценува и врз основа на други критериуми коишто се однесуваат на степенот на реалната конвергенција. Ниската синхронизација на економските циклуси, како и разликите во однос на економската структура придонесуваат за зголемување на ранливоста и изложеноста на економијата кон специфични (идиосинкратски) економски шокови коишто не се карактеристични за останатите земји членки на унијата. Во услови кога алтернативните механизми на приспособување не се доволно изградени и ефикасни за да ги неутрализираат негативните ефекти од асиметричните економски шокови, потребата за водење независна монетарна политика и политика на девизен курс е особено голема. Имено, во прилог на оваа констатација е фактот што Македонија сè уште има највисока стапка на невработеност во однос на сите анализирани земји, којашто е придружена со изразито неповолни миграциски движења, односно со значителни одливи на високообразовани кадри, коишто се всушност основните носители на растот и реформите во земјата. Истовремено, испитувањето на флексибилноста на пазарот на трудот, како еден од основните елементи за обезбедување макроекономска стабилност на долг рок, упатува на заклучокот дека динамиката на платите не е усогласена со промените кај продуктивноста на трудот. Во однос на испитуваните земји членки на еврозоната и шесте нови земји членки, Македонија е во групата земји со најниска стапка на поврзаност на платите во однос на продуктивноста, по Хрватска, Италија, Кипар и Луксембург.

Во однос на капиталните текови, во изминатите неколку години, Македонија направи извесен напредок во однос на привлекувањето СДИ, особено во однос на можностите за водење бизнис во земјата, ниските трошоци за работната сила и релативно стабилното макроекономско опкружување. Меѓутоа, споредбата на состојбата на странските директни инвестиции во земјата како процент од БДП, во однос на останатите анализирани земји, упатува на заклучокот дека Македонија има најслаби остварувања во однос на овој критериум. Оттука, основните заложби на носителите на економските политики треба да бидат насочени кон спроведување структурни реформи коишто ќе го поттикнат приливот на СДИ од еврозоната, а со тоа и трговската поврзаност со земјите од ЕУ, со што ќе се овозможи забрзување на процесот на конвергенцијата.

Од аспект на трговската отвореност, Македонија, како мала и отворена економија, остварува висок обем на надворешнотрговската размена, што упатува на фактот дека прифаќањето на единствената валута може да придонесе за намалување на трансакциските трошоци заради елиминацијата на валутниот ризик при извршувањето на плаќањата за увоз и извоз на стоки и услуги, а со тоа и за натамошно засилување на трговските врски со европските партнери. Следејќи го показателот за отвореноста на економијата, односно вкупната вредност на увозот и извозот во однос на БДП, може да се заклучи дека Македонија има поволни остварувања во однос на анализираните земји.

Од аспект на номиналните критериуми, анализата на стапката на инфлацијата упатува дека Македонија има постигнато високи остварувања. Споредбата на македонската инфлација со инфлацијата во еврозоната упатува на значителна усогласеност на трендовите. Исто така, следејќи го националниот индекс на инфлацијата, мерен преку трошоците на живот, може да се заклучи дека остварувањата на инфлацијата во Македонија се во рамки или блиску до критериумот од Мастрихт. Историското движење на стапката на инфлацијата во Македонија и анализата на стандардната девијација во однос на утврдениот критериум од Мастрихт упатуваат на умерено отстапување, коешто е релативно пониско во однос на просечното отстапување на новите земји членки, но е повисоко од остварувањата кај Чешка и Хрватска. Меѓутоа, високите ценовни разлики претставуваат иден предизвик за монетарната власт и за процесот на номинална конвергенција. Оттаму, неопходно е постојано следење на основните двигатели на инфлацијата, анализа на потенцијалните ризици, односно извори на инфлациски притисоци, заради преземање мерки за справување со ефектите од стеснувањето на ценовните разлики коишто може да доведат до загрозување на исполнувањето на номиналната конвергенција.

Во однос на фискалните критериуми, Македонија има постигнато позитивни остварувања со оглед на тоа што во поголем дел од анализираниот период, буџетскиот дефицит и нивото на јавниот долг биле во рамките на утврдените критериуми од Масрихт. Меѓутоа, ескалацијата на кризата и мерките за поддршка на економијата придонесоа за умерено влошување на фискалните остварувања на земјата. Растот на трошоците на задолжувањето, зголемувањето на потребите за фискално финансирање и намалувањето на кредитната цена на земјата ја

нагласуваат потребата од итна фискална консолидација и обновување на капацитетот за спроведување контрациклични мерки при евентуално настанување на економски шокови во иднина.

Споредбата на приносите на долгорочните државни хартии од вредност во Македонија во однос на еврозоната и новите земји членки на ЕУ упатува на умерено отстапување, односно постепено доближување кон критериумот од Мастрихт. Имајќи ја предвид раната фаза на развој на пазарот на државни хартии од вредност, основен двигател на конвергенцијата на каматните стапки е ниската и стабилна стапка на инфлацијата. Како резултат на ниските инфлациски очекувања коишто се основна компонента на номиналните каматни стапки, приносите на македонските обврзници умерено отстапуваат од утврдениот критериум од Мастрихт.

Од аспект на стабилноста на девизниот курс, може да се заклучи дека Македонија успешно го остварува критериумот, имајќи предвид дека флукуациите на девизниот курс на денарот во изминатиот период се многу ниски и се одржуваат во рамките на тесниот појас од 61,47 до 61,72 денари за едно евро. Имајќи ја предвид високата евроизираност на македонската економија и значителното учество на еврото во надворешнотрговската размена со странство, преносниот ефект на девизниот курс врз стабилноста на цените е висок. Од тие причини, за Македонија, како мала и отворена економија, најпрепорачливо решение е одржувањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс. Значаен предизвик за македонската економија претставува влегувањето во ЕРМ II и барањата за отстранување на трговските бариери, со што ризикот од осцилации на девизниот курс ќе биде поголем од порано, додека обврската за одржување на стабилноста на девизниот курс ќе биде задолжителна. Од тие причини, од особено значење за земјата претставува исполнувањето на најголемиот дел од претпоставките коишто се предвидени со процесот на реално и номинално приближување кон ЕУ, со што ќе се обезбеди поголема подготвеност на земјата за влегување во ЕРМ II.

Анализата на поставеноста на монетарната политика покажа дека за време на кризата, Народната банка премина од традиционалниот начин на спроведување на монетарната политика, кон комбинирање на целите на монетарна и финансиска стабилност, како комплементарни елементи на макроекономската стабилност. Сетот инструменти стана посложен заради примената на нестандартните мерки, коишто беа осмислени со цел да придонесат за премостување на периодот на вонредни

околности и да влијаат врз ефикасноста на стандардните инструменти, но воедно и да придонесат за зајакнување на финансиската стабилност и обезбедување одржливо економско здравување. Досегашното искуство и резултатите од примената на мерките на монетарната политика го потврдуваат широко прифатениот консензус дека „монетарниот стимул“ навистина придонесе за одржување на ценовната и финансиската стабилност во земјата, со што се обезбеди силна поддршка за економијата. Остварувајќи ги овие цели, може да се заклучи дека монетарната политика има значаен придонес во процесот на структурното приспособување на земјата и продолжувањето на патот кон ЕУ, како основно економско сидро на македонската економија.

Општо земено, презентираниите резултати од истражувањата им даваат поддршка на хипотезите дека исполнувањето на критериумите за реална и номинална конвергенција придонесуваат за обезбедување стабилен и одржлив економски раст кај земјите членки и земјите кандидатки за влез во монетарната унија и дека монетарната политика, преку постигнувањето и одржувањето на ценовната стабилност, влијае врз економските остварувања на земјите, како и врз нивната отпорност за справување со ефектите од надворешните економски шокови. Воедно, резултатите од истражувањето ги посочуваат клучните области на делување на макроекономските политики за преземање структурни реформи коишто овозможуваат поголема отпорност и стабилност, обезбедување силен и одржлив економски раст, како на земјите членки на ЕМУ, така и на новите земји членки и Македонија, како земја кандидатка за влез во ЕУ.

СПИСОК НА ЛИТЕРАТУРА И ДРУГИ ИЗВОРИ

А) Книги, публикации, часописи

1. Akerlof, G., Blanchard, O., Romer, D., Stiglitz, J., "What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis", The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 2014
2. Alphan ery, E., Boot, A. W.A. , Buchheit, L. C., Calomiris C.W., Cassis, Y., Gulati, M., Hellwig, M., Kersnar, J., Marimon, R., M nchau, W., Nielsen E. F., Panetta, F., Siekmann, H., Skeel, D. A., Whelan, K., "Life in the Eurozone With or Without Sovereign Default?", European University Institute, Florence, Italy, and Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, Philadelphia, USA
3. Baldwin, R. and Giavazzi, F., „The Eurozone Crisis A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions, A VoxEU.org eBook, CEPR Press, 2015 (стр. 20)
4. Barbosa, J. P and Alves, R. H., "Divergent Competitiveness in the Eurozone and the Optimum Currency Area Theory", FEP Working Papers, n.436, Nov. 2011
5. Barro, R.J., „Determinants of Economic Growth – A Cross-Country Empirical Study“, The MIT Press, Massachusetts Institute of Technology 1997, стр. 69
6. Bayomi T. and Eichengreen, B., “Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries”, European Economic Review, 41, 1997 стр. 763
7. Bayoumi, T. and Eichengreen, B., “Aftershocks of Monetary Unification: Hysteresis with a Financial Twist”, IMF Working Paper, WP/17/55, March 2017
8. Bayoumi, T. and Eichengreen, B., “Shocking Aspects of Monetary Unification”, University of California, Working Paper No. 92-187, January 1992, стр. 34
9. Belka Marek, “The Eurozone in the aftermath of the Euro Crisis”, Euro50 Group Meeting, Washington DC, 12 October, 2014
10. Besimi, F., “The role of the exchange rate stability in a small and open economy: the case of the Republic of Macedonia”, NBRM Working Paper No. 10, 2004

11. Bondare, O., "Joining the European Monetary Union - Institutional considerations and economic impact on new Member States", RGS Research Papers, No. 3, 2011
12. Botta, A., "Structural Asymmetries at the Roots of the Eurozone Crisis: What's New for Industrial Policy in the EU?" Levy Economics Institute, Working Paper No. 794, March 2014
13. Bräuninger, D. „The dynamics of migration in the euro area“, Deutsche Bank Research, July 14, 2014
14. Bräuninger, Dieter and Majowski, Christine, „Labour mobility in the euro area“, Deutsche Bank Research, EU Monitor 85, 2011
15. Bukovski, S. I., "The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in EMU", EconPapers No 24/2006, стр. 11
16. Burret, H. T. and Schnellenbach, J., "Implementation of the Fiscal Compact in the Euro Area Member States", German Council of Economic Experts, Working Paper 08/2013, November 2013
17. Cesarano, F., „The origins of the theory of optimal currency areas. History of Political Economy“, 2006, стр. 326
18. Chai, H. and Sodsriwiboon, P., „FDI Spillovers on Growth and Employment“, IMF, Selected Issues Paper Macedonia, October 2016, стр. 16
19. Claeys, G. and Leonardo A., " The European Central Bank's Quantitative Easing Programme: Limits and Risks", Brugel Policy Contribution, Issue 2016/04, February 2016
20. Claeys, G., "The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008", European Parliament, IP/A/ECON/2014-02, February 2014
21. Criste, A., „Monetary Policy Adjustment at the Global Financial Crisis Constraints“, Hyperion Economic Journal Year II, no. 4(2), December 2014, стр. 4
22. Csajbók, A., Árvai, Z., Csermely, A., Gyenes, Z., Horváth, A., Kiss, G., Kovács, M.A., Kovács, V., Krekó, J., Papp, E., Szalai, Z., Világi, B. and Vonnák, B.,

- "Adopting the Euro in Hungary: Expected Costs, Benefits and Timing" National Bank of Hungary, Occasion Papers No. 24, 2002, стр. 120,
23. Dabrowski, M., "The global financial crisis: Lessons for European integration ", Case Network Studies and Analyses, No. 384, 2009
24. Dallago, B., "Financial and real crisis in the Eurozone and vulnerable economies", The European Journal of Comparative Economies, Vol. 10, n. 3, pp. 295-315, 2013
25. Darvas, Z., Hüttl, P., Merler, S., De Sousa, C. and Walsh, T., „Analysis of developments in EU capital flows in the global context“, Bruegel N°50, 2013, стр. 17
26. De Grauwe, P. "Economics of Monetary Union", Oxford, Oxford University Press. Ninth edition, 2012, стр. 55-56
27. De Lucia, C., "The Eurozone: an Optimal currency Area?", Economic Research – BNP Paribas, March 2011, стр. 5
28. Dellas, H., Tavlas, G. S., An optimum-currency-area odyssey, Bank of Greece, Working Paper No 102, September 2009
29. Draghi, M., President of the European Central Bank, Keynote speech at a Euro Conference Latvia, Riga, 12 September 2013
30. Durčáková J., "Foreign Exchange Rate Regimes and Foreign Exchange Markets in Transitive Economies", Prague Economic Papers, 4, 2011
31. Enderlein, H., Letta, E. et al. "Repair and Prepare: Growth and the Euro after Brexit", Gütersloh, Berlin, Paris: Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut – Berlin and Jacques Delors Institute in Paris, 2016
32. Fetaj, B., "Exchange Rate Pass-Through in Transition Economies: The Case of the Republic of Macedonia" William Davidson Institute, Working Paper No. 1014, April 2011

33. Flek, V., "The Blundered Strategy of Euro Adoption in the Czech Republic: A "Pre-crisis" Retrospective", *Review of Economic Perspectives – Národohospodářský Obzor*, vol. 13, issue 3, 2013, str. 132–145,
34. Fleming Marcus, "On exchange rate unification", 1971, *Economic Journal*, 81, str. 467-488
35. Forgó, B., Jevčák, A., "Economic Convergence of Central and Eastern European EU Member States over the Last Decade (2004-2014)", *European Commission, Discussion Paper 001*, July 2015
36. Frankel, J. A. and Rose, A. K., „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria“, revised draft: 24 September 1997, str. 3
37. Frankel, A. J. and Rose, A.K. "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income", *Quarterly Journal of Economics*, 117, 2002, str. 23
38. Gayer, C, "A fresh look at business cycle synchronisation in the euro area", *European Commission, Number 287 – September 2007*, str. 19
39. Georgiou, C., "'Whatever it takes': The Eurozone Crisis as a Catalyst of European Integration", *The Cyprus Review*, Vol. 26:1, 2014
40. Gibson, H. D., Palivos, T., Tavlas, G. S., "The crisis in the euro area: an analytic overview", *Bank of Greece, Special Conference Paper*, May 23-24, 2013
41. Gligorov V., „Elusive Development in the Balkans: Research Findings“, *Policy Notes and Reports 17*, *The Vienna Institute for International Economic Studies* , June 2016, str. 21
42. Gogas, P. and Kothroulas, G., “Two speed Europe and business cycle synchronization in the European Union: The effect of the common currency”, *Munich Personal RePEc Archive*, February 2009, str. 10
43. Gogas, Periklis and Kothroulas, Georgios, „Two Speed Europe and Business Cycle Synchronization in the European Union: The Effect of the Common Currency“, *MPRA Paper No. 13909*, March 2009

44. Goretti , M., "Wage-Price Setting in New EU Member States", IMF Working Paper, WP/08/243, October 2008
45. Gouveia, S., „Business cycle correlation between the Euro area and the Balkan countries“, 2014, International Journal of Economic Sciences and Applied Research 7 (1), стр. 40
46. Greenlaw, D., Hamilton, J.D., Hooper, P., Mishkin, F. S., "Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy" , U.S. Monetary Policy Forum, New York City, February 22, 2013, стр. 19
47. Hildebrandt, A. and Moder, I., „Business cycle synchronization between the Western Balkans and the European Union“, Focus on European Economic Integration, 2015, issue 3, pages 8-25
48. Ingram JC, “State and regional payment mechanism”, Quarterly Journal of Economics; November 1959, Vol. 73 Issue 4, стр.619
49. Jagelka, T., "Bilateral Trade and the Eurozone: Evidence from New Member Countries", The World Economy, Volume 36, Issue 1, January 2013, стр. 48–63
50. Jager, J. and Hafner, K. A. “The Optimum Currency Area Theory and the EMU - An Assessment in the Context of the Eurozone Crisis”, ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, 2013, стр. 315-322
51. Janáčková, S., "Convergence for European Union Accession: Challenges for Czech Monetary Policy", Eastern European Economics, Vol. 36, No. 3, May - Jun., 1998, стр. 80-95
52. Janáčková, S., "Eurozone Expansion: Certain Risks for Countries Catching Up", Eastern European Economics, Vol. 42, No. 2, стр. 6-44, 2004
53. Janchevska, M.,“The Importance of FDI in the Macedonian Economy”, University of Ljubljana, Faculty of Economics, April, 2014, стр. 60.
54. Janeska V., „Labor Market and Labor Migration in the Republic of Macedonia – changes and current

- situation“, http://www.iza.org/conference_files/EUEnlargement_2013/janeska_v9631.pdf, 2013
55. Jauer J., Liebig, T., Martin, J. P. and Puhani, P. “Migration as an adjustment mechanism in the crisis? A comparison of Europe and the United States”, OECD Social, Employment and Migration Working Papers N° 155, 09. Jan, 2014
 56. Jovanovic B., Krstevska A., Popovska-Kamnar N., „Can Monetary Policy Affect Economic Activity under Surplus Liquidity? Some Evidence from Macedonia“, NBRM Research Paper, 2015
 57. Jovanović, B., “Should the Macedonian denar be devalued? Some evidence from the trade equations”, SouthEast Europe Review for Labour and Social Affairs, issue: 03/2009, pages: 339-368
 58. Juncker, J.C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. and Schulz, M., "Completing Europe's Economic and Monetary Union", European Commission, 2015
 59. Kalchev, E., “The Currency Board in Bulgaria – Staus Quo and Perspectives”, Economy & Business, Journal of International Scientific Publications, Volume 9, 2015, стр. 554
 60. Kenen, P.B. „A Theory of optimum currency areas: An Eclectic View in Mundell", Monetary Problems of the International Economy, Chikago University Press, 1969
 61. Krugman, P., “Revenge of the Optimum Currency Area”, The New York Times, June 24, 2012, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area>
 62. Lane, P. R. , "Capital Flows in the Euro Area", European Commission, Economic Papers 497 | April 2013
 63. Lane, P. R. , "Growth and Adjustment Challenges for the Euro Area", The Economic and Social Review, Vol. 44, No. 2, 2013
 64. Maehle, N., "Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Regimes", IMF Working Paper, WP/14/xx, September 2014

65. Magnifico, G., European monetary unification for balanced growth: a new approach. Essays in international finance, no 88, Princeton University, Princeton, August 1971, стр. 12
66. Malloy, M., "Factors Influencing Emerging Market Central Banks' Decision to Intervene in Foreign Exchange Markets", IMF Working Paper, WP/13/70, March 15, 2013
67. Manuel Sanchis i Marco, "The Economics of the Monetary Union and the Eurozoni Crisis", Springer Briefs in Economics, 2014, стр. 6
68. Maral, S., "Inflation Dynamics in FYR Macedonia", IMF Working Paper, WP/11/287, December 2011, стр. 12.
69. McKeown, J., "Can QE revive the euro-zone?", Capital Economics, European Economics Focus, December, 2014
70. McKinnon, R. I., "Optimum Currency Areas", American Economic Review, No. 53/1963, стр. 717
71. Milea, C., Glod, A.G., Lupu, I., Criste, A., „New Challenges for the Fulfillment of Nominal Convergence Criteria in the New Member States of the European Union in the Context of the Global Financial and Economic Crisis“, Centre of Financial and Monetary Research “Victor Slăvescu” , Vol. LXII No. 1/2010, стр. 76
72. Miteski, M. and Georgievska, Lj., "Financial and Real Cycle Synchronization in Central, Eastern and Southeastern European Countries", NBRM Working Paper, 2016
73. Monastiriotis, V. and Zartaloudis, S., "Beyond the crisis: EMU and labour market reform pressures in good and bad times", London School of Economics and Political Science, LEQS Paper No. 23/2010, June 2010
74. Mongelli, F. P. and Vega, J. L., "What Effects is EMU Having on the Euro Area and its member Countries?", ECB, Working Paper Series, No. 599, March 2006

75. Mongelli, F. P., "European economic and monetary integration and the optimum currency area theory", European Commission, Economic Papers 302| February 2008
76. Mongelli, Francesco Paolo, "The "New" Theory of Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?", April 2002, стр. 10
77. Mundel, R.A. „A Theory of optimum currency areas" American economic review“ 1961 (стр. 661)
78. Mundel, R.A., "International Trade and Factor Mobility", The American Economic Review, Vol. 47, No. 3, jun., 1957
79. Mundel, R.A., Zak, P., Schaeffer D.M., "International Monetary Policy After the Euro", Edward Elgar Publishing, UK, 2005
80. Murgasova, Z., Ilahi, N., Miniane, J., Scott, A., Vladkova-Hollar, I. „The Western Balkans: 15 years of economic transition“,International Monetary Fund, Regional economic issues, Special report, 2015
81. Patterson, B. and Amati S., "Adjustment to Asymmetric Shocks", European Parliament, Directorate-General for Research, Working Paper 09-98, September, 1998, стр. 14
82. Pattipeilohy, C., "A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition", BIS Working Papers, 2016, No 559, стр.9
83. Petrovska, M., „Business cycle regimes in a group of South East European Economies. Evidence from a threshold SUR approach“, Int. J. Economic Policy in Emerging Economies, Vol. 5, 2012, стр. 283
84. Praet, P., Member of the Executive Board of the ECB, Keynote speech at a Pension Funds Conference organised by De Nederlandsche Bank in Bussum, The Netherlands, 10 September 2015
85. Priewe, J., "Reconsidering the theories of optimum currency area – a critique", European Integration in Crisis, Marburg/Lahn, 2007

86. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., Savastano, M. A., „Debt Intolerance“, NBER Working paper series, Working Paper 9908, August 2003, стр. 5
87. Rose, A. K. and Stanely, T. D., “A Meta Analysis of the Effect of Common Currencies on the International Trade”, 2005, стр. 17
88. Schaechter, A., "Implementation of Monetary Policy and Central Bank's Balance Sheet", IMF Working Paper, WP/01/149, October 2001
89. Smaghi, L. B., „Conventional and unconventional monetary policy“, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009
90. Spath, N. J., "Automatic Stabilizers for the Euro Area: What is on the Table? (promises and problems of three proposals for cyclical stabilization)", Jacques Delors Institut - Berlin, Policy Paper 166, June 2016
91. The Economist, "The sick man of Europe", Feb 12th, 2010 , <http://www.economist.com/node/15521489>
92. The Economist, European labour mobility, “On the move”, January 13th 2014, <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2014/01/european-labour-mobility>
93. Tressel, T., and Wang, S., "Rebalancing in the Euro Area and Cyclicalities of Current Account Adjustments", IMF Working Paper, WP/14/130, July, 2014
94. Trichet, Jean-Claude, "Unconventional Monetary Policy Measures: Principles—Conditions—Raison d’être", speech delivered at the IJCB conference “Central Banking: Before, During, and After the Crisis” held on March 23–24, 2012 at the Board of Governors of the Federal Reserve System in Washington, DC.
95. Turner, P., "The exit from non-conventional monetary policy: what challenges?", BIS Working Papers, No. 448, May 2014
96. Vaubel, Roland, “Real exchange rate changes in the European Community: The empirical evidence and its implications for European currency unification”, Kiel Working Papers, No. 39, January 1976, стр. 24

97. Velickovski, I., Petreski, M., Jovanovic, B. „The Macedonian economy and the European Union“(http://branimir.ws/wp-content/uploads/2013/07/Macedonia_chapter-on-small-states_site.pdf), стр. 17
98. Vetter, S., “Do all roads lead to fiscal union? Options for deeper fiscal integration in the eurozone”, Deutsche bank AG DB Research, www.dbresearch.com, April 11, 2013
99. Vujčić, B., "Challenges for policy responses within the European Union in the context of post-crisis reconstruction", Keynote speech at the international conference “Economic and Financial Cycle Spillovers: Reconsidering Domestic and Cross Border Channels and Policy Responses”, organized by the National Bank of the Republic of Macedonia, Skopje, 7–8 April 2016
100. Жан-Клод Трише, воведна изјава на состанокот на Комитетот за економски и монетарни прашања на Европскиот парламент во Брисел, октомври 2011 година. Достапно на:
www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111004.en.html
101. Крстевска, А., Бојчева - Терзијан, С., Давидовска - Стојанова, Б., Бесими, Ф., „Трансмисиониот ефект на девизниот курс во монетарната стратегија на НБРМ“, “Економски истражувања”, Број 7; II 2003, стр. 3
102. Мојсоска-Блажевски, Н., „Стратегии за поддршка на заздравувањето од кризата во југоисточна Европа – процена на земјата, Поранешна Југословенска Република Македонија“, 2011

Б) Регулатива, извештаи и други официјални документи

1. Commission of the European Communities, One market, one money - An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, Study of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Number 44, October 1990, стр. 21
2. Consolidated Versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, Protocol No.13 on certain provisions relating

- to Denmark, (<https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/st06655-re01.en08.pdf>)
3. ECB, „The Monetary Policy of the ECB”, 2004, стр. 53
 4. European Commission, "The Economic Outlook after the UK Referendum: A First Assessment for the Euro Area and the EU", Institutional Paper 032, July 2016
 5. European Commission, „White Paper on the future of Europe: Avenues for unity for the EU at 27th”, Brussels, 1 March 2017, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-385_en.htm
 6. European Commission, Commission Staff Working Document, The former Yugoslav Republic of Macedonia 2016 Report, Brussels, 9.11.2016
 7. European Commission, Report from the Commission to the European Parliament and the Council „Convergence Report 2016", June 2016
 8. IMF Country Report No. 13/179, Selected issues paper on Macedonia, June 3, 2013, стр. 11
 9. IMF Executive Board Concludes Article IV Consultation with Former Yugoslav Republic of Macedonia, International Monetary Fund, November 21, 2016
 10. IMF Staff Country Report, No. 15/97, "Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014, Staff Report on Cluster Consultations—Common Policy Frameworks and Challenges", April 2015
 11. IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2014, p.6
 12. Invest Macedonia, Agency for Foreign Investments and Export Promotion of the Republic of Macedonia (<http://www.investinmacedonia.com/why-macedonia/trade-agreements>)
 13. The Treaty on the Functioning of the European Union, член 127(1), <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=EN>

14. Treaty on European Union – Final Act, 1992,
http://www.cvce.eu/content/publication/2002/4/9/2c2f2b85-14bb-4488-9ded-13f3cd04de05/publishable_en.pdf.
15. Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (т.н. ‘fiscal compact’),
http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=URISERV:1403_3&from=EN.
16. Министерство за финансии на РМ, Билтен, септември 2016, стр. 2
17. Министерство за финансии, Билтен, декември 2015, стр. 2
(http://www.finance.gov.mk/files/u9/Bilten_dekemvri_2015_1%20-%20so%20korekcii.pdf)
18. Министерство за финансии: <http://finance.gov.mk/mk/node/2284>
19. НБРМ - Одлука за утврдување на инструментите за обезбедување при спроведување монетарни операции:
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=F9CF638CA4F0B644AD2F49793C30164D>
20. НБРМ - Биланс на НБРМ (Квартален билтен, III 2016, табели од монетарниот сектор, <http://nbrm.mk/?ItemID=B472AE87A5DCF948AED08AC6F398F16B>)
21. НБРМ - Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2007 година
(http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Godisen_izvestaj_za_bankarski_sistem_2007.pdf)
22. НБРМ - Квартален билтен на Народната банка, III/2016,
<http://nbrm.mk/?ItemID=B472AE87A5DCF948AED08AC6F398F16B>
23. НБРМ - Квартален извештај, НБРМ, април 2014 година, стр. 53
(http://www.nbrm.mk/WBStorage/Files/Istrazuvanje_Kvartalen_izvestaj_april_2014.pdf.)
24. НБРМ - Одлука за благajничките записи -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=753A6CD5B230D446A4F776EA9F137A4D>

25. НБРМ - Одлука за девизен депозит кај Народната банка на Република Македонија -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=665D9164480D844489E8817693AE4A82>
26. НБРМ - Одлука за задолжителната резерва -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=A3C8D5D92A45494F8DB489B6FC543E01>
27. НБРМ - Одлука за запис за шестмесечен депозит кај Народната банка на Република Македонија -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=0302BD3900A17A44A289DB7F228F10D8>
28. НБРМ - Одлука за интрадневен кредит -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=6AB951EB122E43428F1D9E6DB90E30BB>
29. НБРМ - Одлука за купување и продавање хартии од вредност на привремена и дефинитивна основа од страна на Народната банка на Република Македонија -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=0288E743EAF35D428D96A3E622F3769E>
30. НБРМ - Одлука за начинот и условите на купување и продавање на странски платежни средства -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=2EDC22BCCB086C4CA3C74498DFC34C9B>
31. НБРМ - Одлука за начинот на формирање и објавување на курсевите на Народната банка на Република Македонија,
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=5DF1C82EA5E4004387ABB870164946B6>
32. НБРМ - Одлука за расположлив кредит преку ноќ -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=0507B9C91AC27B46B63C3591C78257D6>
33. НБРМ - Одлука за расположливите депозити -
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=22CAF3C5BDFFE44EADDBD69AD96B6D49>
34. НБРМ, Ефекти од излезот на Велика Британија од Европската Унија –
Брегзит, август, 2016
(http://nbrm.mk/WBStorage/Files/WebBuilder_Efekti_od_izlezot_na_Velika_Britanija_od_Evropskata_Unija_Bregzit.pdf)

В) Интернет-врски

1. Bulgarian National Bank, Annual Report, Consolidated statement of financial position as of 31 december 2015,
http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_publication/anual_report_2015_en.pdf, стр. 94
2. Central Bank of Hungary, Balance sheet of the Magyar Nemzeti Bank,
<https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-annual-report-2015.pdf>, стр. 86
3. Central Bank of Hungary, Price Stability, <https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/monetary-policy-framework/what-is-price-stability>
4. Czech National Bank, Annual Report 2015,
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/about_cnb/performance/annual_reports/download/vz_2015_en.pdf, стр. 61
5. Czech National Bank, Monetary Policy, https://www.cnb.cz/en/monetary_policy/
6. Hrvatska Narodna Banka, CNB balance sheet,
<https://www.hnb.hr/en/web/guest/statistics/statistical-data/central-bank-cnb/cnb-balance-sheet>
7. Hrvatska Narodna Banka, <https://www.hnb.hr/en>
8. National Bank of Poland, Annual Report 2015, Balance Sheet of NBP,
http://www.nbp.pl/en/publikacje/r_roczny/rocznik2015_en.pdf, стр. 148
9. National Bank of Poland, Monetary Policy,
http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka_pieniezna.html
10. National Bank of Romania, Monetary Policy, <http://www.bnr.ro/Monetary-Policy-1864.aspx>
11. Блумберг, податоци за движењето на приносите во однос на купонската каматна стапка на македонските еврообврзници,
<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>

12. Државен завод за статистика, база на податоци за просечно исплатената нето-плата по вработен во Македонија,
[http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat__PazarNaTrud__P
lati__MesecnaBrutoNeto/175_PazTrud_Mk_neto_mk.px/table/tableViewLayout2/?
rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef](http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat__PazarNaTrud__P
lati__MesecnaBrutoNeto/175_PazTrud_Mk_neto_mk.px/table/tableViewLayout2/?
rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef)
13. Државен завод за статистика, база на податоци за учеството на невработените според школската подготовка во вкупниот број невработени во Македонија,
[http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat__PazarNaTrud__
AktivnosNaNaselenie/600_PazTrud_Mk_20Nevrab_mk.px/table/tableViewLayout
2/?rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef](http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat__PazarNaTrud__
AktivnosNaNaselenie/600_PazTrud_Mk_20Nevrab_mk.px/table/tableViewLayout
2/?rxid=46ee0f64-2992-4b45-a2d9-cb4e5f7ec5ef)
14. Државен завод за статистика, база на податоци за учеството на одделните сектори во БДП во Македонија,
[http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat__BDP__BDPInve
sGodisni__BDPsporedESS2010/125_NacSmA_Mk_03ProGod_01mk.px/table/tab
eViewLayout2/?rxid=ffbe9bdf-2fb0-449b-93ec-05d934f47876](http://makstat.stat.gov.mk/PXWeb/pxweb/mk/MakStat/MakStat__BDP__BDPInve
sGodisni__BDPsporedESS2010/125_NacSmA_Mk_03ProGod_01mk.px/table/tab
eViewLayout2/?rxid=ffbe9bdf-2fb0-449b-93ec-05d934f47876)
15. Еуростат, База на податоци за БДП,
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>
16. Еуростат, База на податоци за вредноста на увозот и извозот,
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>
17. Еуростат, База на податоци за движењето на буџетското салдо,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en
18. Еуростат, База на податоци за движењето на долгорочните каматни стапки,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a
19. Еуростат, База на податоци за движењето на јавниот долг,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en
20. Еуростат, База на податоци за движењето на тековната сметка и компонентите на финансиската сметка,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_ext_intpos&lang=en

21. Еуростат, База на податоци за индексот на потрошувачки цени,
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>
22. Еуростат, База на податоци за нето-миграциите,
<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>
23. Еуростат, База на податоци за продуктивноста и трошоците на трудот
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=lc_lci_r2_a&lang=en
24. Еуростат, База на податоци за реални каматни стапки,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a
25. Еуростат, База на податоци за секторската распределба на СДИ,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_fdi_pos_r2&lang=en
26. Еуростат, База на податоци за стапките на невработеност,
www.eurostat.ec.europa.eu
27. Еуростат, База на податоци за структурата на компонентите на БДП според трошочниот метод, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do>
28. Еуростат, База на податоци за трговскиот биланс,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_exi_c&lang=en
29. Еуростат, Учеството на одделните сектори во БДП,
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_nace10_c&lang=en
30. ЕЦБ, База на податоци за движењето на девизниот курс на валутите,
<http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=2018794&CURRENCY>
31. ЕЦБ, База на податоци за движењето на основните каматни стапки на ЕЦБ,
<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?periodSortOrder=ASC&node=bbn131>
32. ЕЦБ, База на податоци за примената на инструментите на ЕЦБ,
<https://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=SEARCHRESULTS&FREQ=M&q=Liquidity+Management+&type>
33. ЕЦБ, Биланс на состојба, <https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do>

34. Меѓународна организација на трудот (ILO), База на податоци за движењето на номиналните плати и продуктивноста на трудот,
<https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/st06655-re01.en08.pdf>
35. Меѓународна организација на трудот (ILO), База на податоци за учеството на вработените по сектори во вкупниот број вработени,
http://www.ilo.org/ilostat/faces/help_home/data_by_subject?_afLoop=200763408057418#!%40%40%3F_afLoop%3D200763408057418%26_adf.ctrl-state%3Dln08zgxo4
36. Министерство за финансии на РМ, податоци за валутната структура на државните хартии од вредност емитирани во Македонија,
<http://www.finance.gov.mk/mk/node/2284>
37. Министерство за финансии на РМ, податоци за движењето на приносите на долгорочните државни хартии од вредност во Македонија,
http://www.finance.gov.mk/files/u252/https___mail.finance.gov_.pdf
38. Министерство за финансии на РМ, податоци за рочната структура на емитираните државните хартии од вредност во Македонија,
<http://www.finance.gov.mk/mk/node/2284>
39. Министерство за финансии на РМ, податоци за структурата на државниот долг на Македонија, http://finance.gov.mk/files/u9/Bilten_septemvri_1_0.pdf
40. Министерство за финансии на РМ, податоци за фискалните остварувања на Македонија, <http://finance.gov.mk/mk/node/401>
41. ММФ, База на податоци за БДП по тековни цени,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015>
42. НБРМ, База на податоци за движењето на девизниот курс на денарот,
<http://www.nbrm.mk>
43. НБРМ, База на податоци за движењето на просечната годишна инфлација во Македонија,
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=750FC531FC3D1B49B16440313562D400>

44. НБРМ, База на податоци за извозот и увозот во Македонија,
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=65ECF833E0F65F4EAA483D4F158C91AF>
45. НБРМ, База на податоци за учеството на СДИ по дејности во Македонија,
<http://www.nbrm.mk/?ItemID=3509205177007045B166ED83AC99B8E4>
46. НБРМ, Биланс на НБРМ,
<http://nbrm.mk/?ItemID=B472AE87A5DCF948AED08AC6F398F16B>
47. НБРМ, Структурна ликвидносна позиција по инструментите на Народната банка,
<http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=79503DAEBBFEF9498DF8E8DAE60C8BE4>
48. ОЕЦД, База на податоци за номиналните плати,
http://stats.oecd.org/OECDStat_Metadata/ShowMetadata.ashx?Dataset=AV_AN_WAGE&ShowOnWeb=true&Lang=en
49. Унктадстат, База на податоци за состојбата на СДИ по земји, Inward and outward flows and stock, annual, 1970-2015,
<http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>