



УНИВЕРЗИТЕТ “СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ” - СКОПЈЕ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ – СКОПЈЕ



**ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА
И ЕФЕКТИТЕ ВО САД И ЕВРОПА
СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

- ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА -

м-р БРАНКИЦА ЛАЗАРЕВСКА

Ментор:

Проф. д-р. Михаил Петковски

Скопје, 2012 година



UNIVERSITY OF "Ss. CYRIL AND METHODIUS" - SKOPJE
FACULTY OF ECONOMICS - SKOPJE



**GLOBAL FINANCIAL CRISIS
AND EFFECTS IN USA AND EUROPE
WITH SPECIAL REVIEW TO REPUBLIC OF MACEDONIA**

- DOCTORAL DISSERTATION -

BRANKICA LAZAREVSKA MSc.

Mentor:

Prof. Mihail Petkovski, PhD

Skopje, 2012

ЧЛЕНОВИ НА КОМИСИЈАТА

1. **Проф.Д-р. Михаил Петковски**
Економски факултет – Скопје
2. _____
Економски факултет – Скопје
3. _____
Економски факултет – Скопје
4. _____
Економски факултет – Скопје
5. _____
Економски факултет – Скопје

Датум на одбрана _____ во Скопје

Doktorskata disertacija ja
posvetuvam
na mojata }erki~ka Nina
i na mojot sakan soprug Dim~e.
Im blagodaram za bezrezervnata
poddr{ka koja mi ja dadoa vo
periodot na pi{uvawe na ovoj
trud.

Sekoj od niv na svoj na~in
pridonese i e zaslu`en za mojot
dosega{en edukativen i
profesionalen uspeh.

Nikoga{ nema da ja zaboravam
`rtvata koja ja napravija za
mene.

**Brankica
Lazarevska**

*I dedicate this dissertation
to my daughter Nina
and my beloved husband Dimce.
I want to express my gratefulness for the unreserved support they
gave me in the period of writing this dissertation.
Each one of them on its own way has contributed and takes credit*

*for my educational and professional success.
I will never forget the sacrifice they have done for me.*

Brankica Laxarevska

„ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА И ЕФЕКТИТЕ ВО САД И ЕВРОПА, СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА”

СОДРЖИНА

АПСТРАКТ.....	13
ABSTRAKT	15
ВОВЕД.....	16
ГЛАВА I	18
ВОВЕД.....	18
1. ПРИЧИНИ ЗА ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА.....	19
1.1. Глобалната економска состојба пред кризата.....	19
1.2. Макроекономски причини за појава на глобалната финансиска криза.....	20
1.2.1. Глобални дебаланси на тековните сметки	21
1.2.1.1. Зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД	23
1.2.1.1.1. Трговскиот дефицит како причина за зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД.....	24
1.2.1.1.2. Штедењето и инвестициите како причина за зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД.....	25
1.2.1.2. Зголемување на суфицитот на тековните сметки во економиите во развој.....	26
1.2.1.2.1. Причини за зголемување на суфицитот на тековните сметки на економиите во развој.....	27
1.2.2. Глобален тренд на ниски реални каматни стапки	29
1.2.2.1. Улогата на монетарната политика	30
1.2.2.1.1. Монетарната политика на САД пред почетокот на кризата ...	31
1.2.2.1.1.1. Евалуација на монетарната политика на САД (Тејлорово правило).....	32
1.2.2.2. Штедење и инвестиции на глобално ниво	35
1.2.2.2.1. Дебаланс помеѓу штедењето и инвестициите.....	36
1.2.2.3. Промена на инвеститорските преференции	40
1.2.2.3.1. Акумулација на девизни резерви и петродолари (<i>petrodollars</i>)	40
1.2.2.3.2. Портфолија на пензиските фондови и промена во класи на средства.....	41
1.3. Микроекономски причини за појава на глобалната финансиска криза	42
1.3.1. „Меур” на пазарот на недвижности – централен елемент на глобалната финансиска криза	42
1.3.1.1. Настанување на „меурот” на пазарот на недвижности во САД	42
1.3.1.2. „Меур” на пазарот на недвижности во САД.....	48
1.3.2. Пазар на хипотекарни кредити со лош квалитет (<i>the subprime mortgage market</i>)	51
1.3.2.1. Поим за кредити со лош квалитет (<i>subprime loan</i>).....	51
1.3.2.2. Развој на кредитирањето со лош квалитет (<i>subprime lending</i>) - високоризични кредити и кредитна практика.....	51

1.3.2.3. Рефинансирање со кеш (<i>cash-out refinancing</i>).....	54
1.3.2.4. Стапка на ненаплатливост на кредитите со лош квалитет	55
1.3.3. Секјуритизација	56
1.3.3.1. Агенциска секјуритизација и хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (<i>mortgage backed securities</i>)	59
1.3.3.2. Неагенциска секјуритизација и хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (<i>mortgage backed securities</i>)	60
1.3.3.2.1. Пораст на неагенциската секјуритизација	60
1.3.3.3. Кредитни подобрувања (<i>credit enhancements</i>)	63
1.3.3.4. Колатерализирани обврски за долг (<i>collateralized debt obligations</i>)..	64
1.3.3.5. Корист од секјуритизацијата	66
1.3.3.6. Секјуритизацијата и кризата на хипотекарниот пазар.....	67
1.3.3.7. „Кредитни дефолт свопови”(<i>credit default swaps -CDS</i>)	68
1.3.4. Кредитни рејтинг-агенции	70
1.3.4.1. Грешки на кредитните рејтинг-агенции	71
1.3.5. Левериџ (<i>leverage</i>).....	74
1.3.5.1. Финансиски левериџ и глобалната финансиска криза	74
1.3.5.2. Левериџ на домаќинствата.....	75
1.3.6. Банкарски систем во сенка (<i>shadow banking system</i>)	77
1.4. Државната регулација и финансиската криза	78
1.4.1. Улогата на <i>Fannie Mae</i> и <i>Freddie Mac</i>	80
1.4.2. Законска регулатива.....	82
1.4.2.1. Законот за банки од 1933 година (<i>Glass-Steagall act</i>) и Законот за модернизација на финансиски услуги од 1999 година (<i>Gramm-Leach-Bliley act</i>) и финансиската криза	84
ГЛАВА II.....	88
ВОВЕД.....	88
2. ФИНАНСИСКАТА КРИЗА ВО САД.....	89
2.1. Почеток на финансиската криза во САД.....	89
2.1.1. Криза на хипотекарниот пазар во САД.....	89
2.1.1.1. АВХ-индекс.....	90
2.1.2. Паника на пазарите на пари.....	92
2.1.2.1. Комерцијални хартии од вредност	94
2.1.2.1.1. Комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства (<i>Asset-backed Commercial Paper- ABCP</i>)	96
2.1.2.1.1.1. Фондови на пазарот на пари (<i>Money market funds</i>).....	97
2.1.2.1.2. Колапсот на пазарот на комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства (<i>asset backed commercial paper – ABCP</i>).....	98
2.1.2.2. ТЕД распон (<i>TED spread</i>).....	102
2.2. Финансиските институции во САД и финансиската криза	104
2.2.1. Беар Стернс (<i>Bear Stearns</i>).....	104
2.2.2. Банкротот на <i>Lehman Brothers</i>	108
2.2.2.1. Последици од банкротот на <i>Lehman Brothers</i>	109
2.2.3. <i>AIG</i>	111
2.2.4. <i>Fannie Mae</i> и <i>Freddie Mac</i>	114

2.2.5. Коефициент на финансиски левериџ и рочна структура на средствата и обврските на инвестиционите банки во САД.....	116
2.2.6. Влијанието на финансискиот левериџ врз промената на пазарната капитализација на инвестиционите банки	118
2.3. Деловен циклус и економски индикатори	121
2.4. Ефекти од кризата во САД.....	125
2.4.1. Ефекти од кризата врз пазарот на капитал.....	125
2.4.1.1. Индекс на волатилност (<i>Volatility index - "VIX"</i>)	127
2.4.2. Ефекти од кризата врз реалниот сектор.....	130
2.4.2.1. Бруто домашен производ (БДП)	130
2.4.2.2. Инфлација	132
2.4.3. Ефекти од кризата врз социјалниот сектор	135
2.4.3.1. Стапка на невработеност	135
2.4.3.1.1. Долгорочна невработеност	137
2.4.4. Ефекти од кризата врз надворешниот сектор	138
2.4.4.1. Дефицит на тековна сметка и трговски биланс	138
2.4.4.2. Девизен курс.....	140
2.4.5. Ефекти од кризата врз фискалниот сектор.....	145
2.4.5.1. Ефекти од кризата врз буџетскиот дефицит	145
2.4.6. Движењето на цената на нафтата и автомобилската индустрија во САД	148
ГЛАВА III.....	152
ВОВЕД.....	152
3. ФИНАНСИСКАТА КРИЗА ВО ЕВРОПА.....	153
3.1. Прелевање на кризата во Европа.....	153
3.1.1. Меур на пазарот на недвижности во Европа.....	155
3.1.2. Ширење на финансискиот шок (финансиски потреси)	157
3.1.2.1. Недостиг од доларско финансирање и пазар на валутни свопови	157
3.1.2.2. Достапност на финансиските средства на меѓубанкарскиот пазар	158
3.1.2.2.1. ЛИБОР – ОИС распон.....	159
3.2. Ефекти од кризата врз земјите членки на евро-зоната.....	160
3.2.1. Ефекти од кризата врз реалниот сектор.....	160
3.2.1.1. Бруто домашен производ	160
3.2.1.1.1. Инфлација	166
3.2.2. Ефекти од кризата врз социјалниот сектор	168
3.2.2.1. Стапка на невработеност	168
3.2.3. Ефекти од кризата врз надворешниот сектор	173
3.2.3.1. Дефицит на тековната сметка и трговски биланс	173
3.2.3.2. Девизен курс.....	175
3.2.4. Ефекти од кризата врз фискалниот сектор.....	178
3.2.4.1. Буџетски дефицит и јавен долг	178
3.3. Должничка криза (<i>souvereign debt crisis</i>) во рамки на еврозоната	182
3.3.1. Причини за појава на должничката криза во еврозоната	182
3.3.1.1. Динамиката на раст на германската економија	182
3.3.1.2. Губење на монетарна независност	184

3.3.2. Почеток на должничката криза во еврозоната	184
3.3.2.1. Движење на каматните распони помеѓу државните обврзници во еврозоната.....	185
3.3.2.1.1. Детерминанти на движењето на каматните распони помеѓу државните обврзници во земјите членки на еврозоната	188
3.3.2.2. Пазар на кредитни дефолт свопови на државен долг (<i>Sovereign CDS маркеџ</i>)	189
3.3.3. Должничка криза во Грција	191
3.3.3.1. Причини за должничката криза во Грција	191
3.3.3.1.1. Домашни фактори	191
3.3.3.1.2. Меѓународни фактори	193
3.3.3.2. Почеток на должничката криза во Грција	194
3.3.3.3. Мерки за справување со должничката криза во Грција	196
3.3.3.3.1. Домашни мерки	196
3.3.3.3.2. Меѓународна помош и помош од ММФ	198
3.3.4. Поврзаност на европската должничка криза и глобалната финансиска криза од 2007 година	199
3.4. Исланд и глобалната финансиска криза	205
3.4.1. Исланд пред почетокот на кризата	206
3.4.1.1. Економска состојба	206
3.4.1.2. Банкарски сектор.....	207
3.4.1.3. Задолжување на компаниите	208
3.4.1.4. Задолжување на домаќинствата	208
3.4.1.5. Финансиски пазар	209
3.4.2. Причини и потекло на финансиската криза во Исланд	210
3.4.2.1. Дерегулација и приватизација на банкарскиот сектор.....	210
3.4.2.2. Макроекономски причини за финансиската криза во Исланд	211
3.4.3. Финансиската криза во Исланд	213
3.4.3.1. Колапс на банкарскиот систем	213
3.4.3.2. Финансиски пазар	216
3.4.3.3. Економска активност	216
ГЛАВА IV	218
ВОВЕД.....	219
4. МЕРКИ ЗА НАДМИНУВАЊЕ НА КРИЗАТА ВО САД И ЕВРОПА	219
4.1. Мерки за надминување на кризата во САД	220
4.1.1. Федерални резерви на САД (<i>Federal reserve system- FED</i>).....	220
4.1.1.1. Конвенционални монетарни мерки – Референтна стапка на САД	221
4.1.1.2. Неконвенционални монетарни мерки.....	223
4.1.1.2.1. <i>Term Auction Facility – TAF</i>	225
4.1.1.2.2. <i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i>	227
4.1.1.2.3. <i>Primary Dealer Credit Facility (PDCF)</i>	229
4.1.1.2.4. <i>Commercial Paper Funding Facility (CPFF)</i>	232
4.1.2. Владини мерки	234
4.1.2.1. Мерки насочени кон финансискиот сектор	234

4.1.2.1.1. Програма за помош на проблематична актива – (<i>Troubled Asset Relief Program - TARP</i>).....	235
4.1.2.1.1.1. Ефекти од <i>TARP</i> програмата	237
4.1.2.1.2. Законот Дод-Френк (<i>Dodd-Frank Act</i>).....	239
4.1.2.2. Фискални мерки насочени кон реалната економија	240
4.2. Мерки за надминување на кризата во Европа	242
4.2.1. Европска централна банка	242
4.2.1.1. Период на финансиски турбуленции (август 2007 година - септември 2008 година).....	243
4.2.1.1.1. Мерки за управување со ликвидноста	243
4.2.1.1.2. Преземени мерки во соработка со други централни банки ...	244
4.2.1.2. Период на интензивирање на финансиската криза (септември 2008 година – декември 2009 година)	245
4.2.1.2.1. Референтна стапка на ЕЦБ	245
4.2.1.2.2. Неконвенционални монетарни мерки – зголемена кредитна поддршка	247
4.2.1.2.2.1. Ефекти од зголемената кредитна поддршка (<i>enhanced credit support</i>).....	249
4.2.1.3. Период на привремено подобрување во условите на финансиските пазари (декември 2009 година – мај 2010 година)	251
4.2.1.4. Период на должничка криза (од мај 2010 година).....	253
4.2.1.4.1. Европски Механизам за стабилизација (<i>European Stabilization Mechanism</i>).....	254
4.2.1.4.2. Монетарни мерки – конвенционални и неконвенционални мерки.....	257
4.2.2. Владини мерки	260
4.2.2.1. Преземени мерки од владите на земјите членки на еврозоната како поддршка на финансискиот сектор	260
4.2.2.1.1. Осигурување на депозити.....	262
4.2.2.1.2. Гаранции за обврзниците издадени од банките.....	263
4.2.2.1.3. Капитални инјекции	264
4.2.2.1.4. Поддршка на средствата (активата)	264
4.2.2.2. Фискални мерки насочени кон реалната економија	266
4.3. Улогата на меѓународните институции во справувањето со кризата.....	267
4.3.1. Г-20 – Групација на министри за финансии и гувернери од 20 економии	268
4.3.2. Меѓународен Монетарен Фонд – ММФ	269
ГЛАВА V	272
ВОВЕД.....	272
5. ЕФЕКТИ ОД ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	273
5.1. Состојбата на Македонската економија пред почетокот на кризата.....	273
5.1.1. Макроекономско опкружување	273
5.1.2. Финансиски систем.....	276
5.1.2.1. Финансиски пазари	277
5.1.2.1.1. Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност	277

5.1.2.1.2. Пазар на капитал	278
5.1.2.1.2.1. Македонска берза	278
5.1.2.2. Банкарски систем.....	281
5.2. Прелевање на кризата во Република Македонија.....	284
5.3. Ефекти од кризата во Република Македонија	286
5.3.1. Реален сектор	286
5.3.1.1. Бруто домашен производ	287
5.3.1.2. Инфлација	292
5.3.2. Социјален сектор.....	295
5.3.2.1. Стапка на невработеност	295
5.3.3. Надворешен сектор.....	298
5.3.3.1. Биланс на плаќања.....	298
5.3.3.1.1. Дефицит на тековна сметка и трговски биланс	298
5.3.3.1.2. Извоз.....	301
5.3.3.1.3. Увоз.....	303
5.3.3.1.4. Капитална сметка	304
5.3.3.1.5. Девизни резерви	307
5.3.4. Фискален сектор	309
5.3.4.1. Буџетски дефицит.....	309
5.3.4.2. Буџетски приходи	312
5.3.4.3. Буџетски расходи	315
5.3.5. Финансиски пазар	316
5.3.5.1. Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност	316
5.3.5.1.1. Благајнички записи	316
5.3.5.1.2. Државни записи	319
5.3.5.2. Девизен пазар.....	321
5.3.5.3. Пазар на капитал	323
5.3.6. Банкарски сектор	329
5.3.6.1. Активностите на банките и финансиската криза.....	320
5.3.6.1.1. Депозитни активности	330
5.3.6.1.2. Кредитни активности	332
5.3.6.2. Профитабилност	334
5.3.6.3. Банкарски ризици	336
5.3.6.3.1. Кредитен ризик	336
5.3.6.3.2. Валутен ризик	339
5.3.6.3.3. Ликвидностен ризик	340
5.3.6.3.4. Ризик од несолвентност.....	342
5.3.6.4. Коефициент на финансиски леверидж и рочна структура на средствата и обврските на македонските банки.....	346
5.4. Мерки за надминување на ефектите од кризата во Република Македонија	347
5.4.1. Монетарна политика	347
5.4.2. Владици мерки за надминување на кризата	354
5.5. Потенцијални ризици и препораки за македонската економија	357
ЗАКЛУЧОК.....	361
ПРИЛОГ 1: ТАБЕЛИ.....	365

ПРИЛОГ 2: ГРАФИКОНИ.....	366
ПРИЛОГ 3: ПОДАТОЦИ ЗА СТАТИСТИЧКАТА АНАЛИЗА	370
КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА	371

АПСТРАКТ

Интензивирањето на глобалната финансиска криза по банкротот на *Лехман Броџерс* во септември 2008 година, придонесе за тешкото економско и финансиско окружување за светската економија, глобалниот финансиски систем и централните банки. Она што е уникатно за оваа криза е тоа што истовремено во многу различни земји се појавија сериозни финансиски проблеми, а нивното економско влијание се почувствува на глобално ниво како резултат на зголемената меѓусебна поврзаност на глобалната економија.

Светската криза со епицентар во САД, најпрво се манифестираше во финансискиот сектор, а подоцна премина и во реалниот сектор на економијата. Финансискиот систем беше видно потресен од намалената ликвидност и сериозните проблеми, загуби, па дури и банкрот на инвестиционите банки, инвестиционите фондови и осигурителните компании. Ефектите од кризата ги почувствуваа економиите на глобално ниво преку забавување на економскиот раст, зголемена стапка на невработеност, пад на цените на берзанските индекси итн.

Република Македонија не остана имуна на глобалната финансиска криза. Имено, ефектите од кризата во нашата земја најпрво се почувствуваа во реалниот сектор на економијата, а како резултат на неинтегрираноста на финансискиот сектор во глобалниот финансиски систем, влијанието на кризата врз него од почетокот беше помало.

Од голема важност е да се идентификуваат причините за глобалната финансиска криза со цел: прво, преку компаративна анализа на ефектите што глобалната финансиска криза ги има врз различни земји да се разбере на кој начин секоја од нив е погодена од кризата; второ, да се изнајдат и преземат адекватни мерки за излез од кризата; и трето, да се намали можноста за настанување или да се ограничи големината на идните финансиски кризи.

Токму затоа, во оваа докторска дисертација предмет на елаборација претставуваат: причините за глобалната финансиска криза при што посебно внимание ќе биде посветено на глобалната економска состојба пред кризата, макроекономските и микроекономските причини за појава на финансиската криза, поврзаноста на државната регулација со финансиската криза; финансиската криза во САД при што ќе биде даден осврт на почетокот на финансиската криза во САД, ќе бидат анализирани причините за банкротот или преземањето на најголемите финансиски институции во САД, ќе биде направена детална анализа на ефектите од кризата во САД врз пазарот на капитал, реалниот, социјалниот, надворешниот и фискалниот сектор; финансиската криза во Европа при што акцент ќе биде ставен на прелевањето на кризата во Европа, ефектите на кризата врз земјите членки на еврозоната, должничката криза во рамки на еврозоната, ефектите што глобалната финансиска криза ги имаше врз Исланд како една од најголемите жртви на финансиската криза; преземените мерки за надминување на кризата во САД и Европа при што ќе биде даден детален осврт на конвенционалните и неконвенционалните монетарни мерки преземени во САД и Европа, владините мерки преземени во овие земји како и улогата на меѓународните институции во справувањето со кризата; ефектите од глобалната финансиска криза во Република Македонија при што ќе биде направена детална анализа на состојбата на

Македонската економија пред почетокот на кризата, прелевањето на кризата и ефектите од кризата во нашата земја како и преземените мерки за надминување на ефектите од кризата во Република Македонија.

Преку елаборација на претходно наведените аспекти се овозможува изведување одредени заклучоци за потенцијалните ризици кои□□□ се однесуваат на □акедонската економија во услови на глобална финансиска криза, како и да се дадат одредени препораки за нејзиниот понатамошен раст и развој.

Клучни зборови: глобална финансиска криза, хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, секјуритизација, финансиски левериџ, кредитни рејтинг-агенции, меур на пазарот на недвижности, кредити со лош квалитет, кредитни дефолт свопови.

ABSTRAKT

Тхе интенсификацион оф тхе глобал финансиал кризис, фоллоџинг тхе банкротс оф Лехман Бротхерс ин Септембер 2008, хас маде тхе економиц анд финансиал енвиронмент а верс диффикулт тиме фор тхе њорлд економс, тхе глобал финансиал ссстем анд фор централ банкс. Бут њхат ис униљуе абоуттхис кризис ис тхат севере финансиал проблемс хаве емергедсимултанеously ин манс дифферент цоунтриес, анд тхат итс економицимапакт ис беинг фелт тхроугхоут тхе њорлд ас а резулт оф тхеинкреасединтерконнектеднесс оф тхе глобал економс.

The global financial crisis centered in the United States first manifested in the financial sector and later moved in the real sector of economy. The financial system was visibly stunned by the reduced liquidity, serious problems, lossess or even bankruptcy of the investment banks, investment funds and insurance companies. The effects of the crisis experienced globally economies by slowing economic growth, increased unemployment rate, declining stock prices indices, etc.

Републиц оф Македонија нот ремаин имуне то тхе глобал финансиал кризис. Тхе еффецтс оф тхе кризис ин оур цоунтс ис фирст фелт ин тхе реал сектор оф тхе економс, анд тхе импакт оф тхе кризис он тхе финансиал ссстем ат тхе бегининг њас смаллер ас а резулт оф лоџ левел оф интеграцион оф Македонинан финансиал ссстем ин тхе глобал финансиал ссстем.

Тхерefore ит ис верс импортант то идентифи тхе цаусес оф тхе глобал финансиал кризис аццурателс ин ордер то фирст, тхроугх цомпаративе анализес оф тхе еффецтс тхат глобал финансиал кризис хаве он дифферент цоунтриес то ундерстанд хоџ сацх ис аффецтед бс тхе кризис, секонд, то бе фоунд анд taken аделуате меасурес то тхе кризис анд тхирд, то редуце тхе POSSIBILITY оф оццуренце анд ор то лимит тхе сизе оф тхе футуре финансиал кризис.

Тхерefore, ин тхис доцторал диссертацион, субјект оф елаборацион ис: цаусес оф тхе глобал финансиал кризис њитх специал аттентион то тхе глобал економиц цондитион before тхе кризис, мацроекономиц анд мицроекономиц цаусес оф тхе кризис, релатионшип оф тхе стате регулатион анд тхе глобал финансиал кризис; глобал финансиал кризис ин УСА, њитх детаилед елаборацион оф тхе бегиннинг оф тхе финансиал кризис ин УСА, њилл бе анализед цаусес оф тхе банкротс ор ацљуиситион оф тхе биггест финансиал институтион ин тхе УСА, њилл бе маде детаилед анализес оф тхе еффецтс фром тхе кризис то тхе капитал маркет, реал сектор, социал сектор, ецтернал анд фискал сектор ин УСА; глобал финансиал кризис ин Еуропе, њитх те аццент оф тхе спилlover оф тхе кризис то Еуропе, еффецтс оф тхе кризис то тхе еуро-зоне мембер статес, суверейн деbt кризис ин тхе еуро-зоне, еффецтс фром тхе глобал финансиал кризис то Ицеланд ас one оф тхе биггест вицтимс фром тхе глобал финансиал кризис; taken меасурес фор оверcome тхе кризис ин УСА анд Еуропе њитх детаилед елаборацион оф тхе цонвенционал анд нонцонвенционал монетарс меасурес taken ин УСА анд Еуропе, говернмент меасурес ин тхесе цоунтриес анд роле оф тхе интернационал институтион ин цопинг њитх тхе кризис; еффецтс оф тхе глобал финансиал кризис ин Републиц оф Македонија њитх детаилед анализес оф Македониан економс

бефоре тхе глобал финансиал кризис, спилловер анд еффецт оф тхе кризис ин оур цоунтс, ас њелл ас такен меасурес фор оверцоминг тхе еффецтс фром тхе кризис.

Тхроугх елаборатион оф превииоуслс статед аспецтс, цонцлусионс аге поссибле то бе маде фор тхе потенциал рискс фор Мацедониан ецономс ин термс оф глобал финансиал кризис, ас њелл ас цертaин рецоммендатионс то бе гивен фор итс фуртхер гроуџх анд девелопмент.

Кес њордс: глобал финансиал кризис, мортгаге бацкед сецуритиес, сецуртизатон, финансиал левераге, кредит ратинг агенциес, хоусинг бубле, субприме лоанс, кредит дефаулт сџапс

ВОВЕД

Почнувајќи од средината на 2007 година, кризата која□□□ започна како криза на пазарот на недвижности во САД се претвори во глобална рецесија и ја разниша довербата во финансискиот систем.

Експанзивната монетарна политика во САД придонесе за ниски каматни стапки во годините пред почетокот на кризата, како резултат на што се стимулираше задолжувањето со цел купување недвижен имот. Лабавите кредитни политики придонесоа за тоа, финансиските институции да обезбедуваат кредити на лица коишто не □□ во можност да ја сервисираат отплатата на долгот и воопшто не би требало да се квалификуваат за земање кредит. Издадените кредити со лош квалитет беа „пакувани” и претворани во инвестиции преку процесот наречен *секјуритизација*. Новодобиените хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, беа комбинирани со други хартии од вредност со цел да се намали нивниот ризик и да се привлечат повеќе инвеститори, при што се добиваа нови инструменти познати како – колатеризирани обврски по основ на долг – *ЦДО* 'с.

Финансиските институции исто така склучуваа сложени финансиски договори познати како кредитни деривативи или 'кредитни дефолт свопови' (*ЦДС*), што имаа за цел заштита од кредитен ризик.

Големата понуда на недвижен имот од една страна, и зголемувањето на каматните стапки (посебено за дебиторите со лош квалитет) од друга, придонесе за пад на цените на недвижниот имот и хипотекарните кредити во САД. Зголеменото ненаплатување на кредитите во комбинација со намалување на цените на недвижниот имот и кредитирањето, им наштети на компаниите кои□□□ чуваа и продаваа хартии од вредност издадени врз основа на хипотека и кредитни деривативи.

□рвично, погодени компании беа оние коишто беа вклучени во изградба на станови и куќи, и кредиторите што издаваа кредити обезбедени со хипотека. Втори на удар беа финансиските институции коишто беа вклучени во процесот на секјуритизација. Кризата потоа почна да влијае на општата достапност за кредит и на поголемите финансиски институции коишто директно не беа поврзани со хипотекарното кредитирање. Многу од овие институции имаа инвестиции во средства чија□□□ вредност беше врзана со 'секјуритизарните' хипотекарни кредити. Изложеноста на овие хартии од вредност издадени врз основа на хипотека

или кредитни деривативи влијаеше на зголемување на бројот на фирми со слични проблеми како *Лехман Бројџерс*, *Меррил Лснџ* и *АИГ*.

Меѓубанкарските каматни стапки, односно каматните стапки по кои□□□ банките си позајмуваат една на друга, започнаа да се зголемуваат на тој начин одразувајќи го зголемениот ризик во финансискиот сектор. Финансиските институции со својата загриженост за водењето на своите бизниси и за меѓусебното кредитирање придонесоа за замрзнување на кредитните пазари, како за меѓубанкарското кредитирање така и за пазарот на корпоративни обврзници.

Финансиските институции надвор од САД кои□□□ беа поврзани со овие пазари, (како на пример банкарскиот систем на Исланд кој□□□ беше тесно поврзан со меѓународните финансиските пазари), беа канал за пренесување на кризата во Велика Британија и Европа. Банкротот на неколку од најголемите банки во САД, ја поткопа довербата во финансискиот систем.

И покрај големата поддршка од страна на монетарните и фискалните власти, достапноста на кредитите беше ограничена; загрижените инвеститори се повлекуваа од пазарите, а берзанските индекси бележеа значителни падови. Ова беше случај и со високоразвиените земји и со земјите во развој, со оглед на меѓусебната поврзаност на овие пазари.

Постојат многу поврзани и комплексни фактори □□□ придонесоа за појава на глобалната финансиска криза како што се: начинот на водење на монетарната политика, глобалните дебаланси, ненавременото согледување на ризикот од појава на голем број структурни производи, недостатокот на финансиска регулатива и сл.

Во овој труд ќе биде направена анализа на ефектите од кризата во различни земји земајќи ги предвид разликите во економската состојбана различни земји пред почетокот на кризата, каналите на пренос на кризата, слабостите на економиите и улогата на монетарните и фискалните власти во ублажувањето на кризата.

ГЛАВА I

ВОВЕД

Во оваа глава ќе биде направен осврт на причините за глобалната финансиска криза при што посебно внимание ќе биде посветено на глобалната економска состојба пред кризата, макроекономските и микроекономските причини за појава на кризата и поврзаноста на државната регулација со финансиската криза.

Во првиот дел од оваа глава ќе се запознаеме со: глобалните економски движења пред почетокот на кризата; главните носители на порастот на светскиот БДП; инфлациските притисоци како резултат на порастот на цените на суровата нафта и цените на металите како негативни ефекти врз глобалниот економски развој; и реакцијата на централните банки на развиените земји на овие притисоци.

Во делот на макроекономските причини на глобалната финансиска криза ќе бидат разгледани две групи: 1) глобалните дебаланси на тековните сметки помеѓу земјите кои □□□ остваруваа висок дефицит и оние кои □□□ остваруваа суфицит на тековните сметки и 2) глобалниот тренд на ниски реални каматни стапки. Во рамки на првата група ќе биде направен осврт на причините за зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД од една, и зголемувањето на суфицитот на тековните сметки на економиите во развој од друга страна. Во рамки на втората група на макроекономски причини за кризата ќе биде ставен акцент на главните причини за движењето на реалните каматни стапки кои □□□ може да се поделат во три групи: улогата на монетарната политика, промена на стапките на штедење и инвестиции на глобално ниво и промена на инвеститорските преференции за вложување во финансиски инструменти.

Во рамки на микроекономските причини на глобалната финансиска криза ќе бидат анализирани: „меурот“ на пазарот на недвижности како централен елемент на глобалната финансиска криза, пазарот на хипотекарни кредити со лош квалитет, секјуритизацијата, кредитните рејтинг-агенции, финансискиот левериџ и банкарскиот систем во сенка, како и детална разработка на нивната поврзаност со глобалната финансиска криза.

Во последниот дел од оваа глава во кој□□□ се разработува поврзаноста на државната регулација со финансиската криза, ќе биде ставен акцент на владината политика на САД во областа на пазарот на недвижности. Во рамки на овој дел ќе биде разработена и законската регулатива како легална правна рамка за агресивен начин на кредитирање од страна на банките.

1. ПРИЧИНИ ЗА ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА

1.1. Глобалната економска состојба пред кризата

Глобалните економски движења пред почетокот на кризата сигнализираа интензивен економски раст, со реална стапка на пораст на светскиот бруто домашен производ (БДП) кој изнесуваше 5,1% во 2006 година¹.

Главни носители на порастот на светскиот БДП беа развиените земји: САД (пораст од 2,8%), Југоисточна Азија, особено Кина и Индија (пораст од 11,6% и 9,8%, соодветно), дел од земјите од Јужна Америка (Аргентина и Бразил со пораст од 8% и 4,1%,соодветно) и Русија со пораст од 9,7%. Интензитетот на економската активност на развиените земји услови и намалување на стапката на невработеност во истите, во просек за 0,4 процентни поени односно од 6% во 2005 година на 5,6% во 2006 година.

Континуираниот раст на светското производство во годините пред 2006 година, претставуваше најсилна економска експанзија од почетокот на седумдесеттите години од минатиот век. Тенденцијата □а интензивирање на светските економски движења делумно може да се објасни со порастот на продуктивноста пред с□ во САД, но и во новонастанатите пазари од Азија како на пример Кина и Индија каде што технолошкиот прогрес претставуваше доминантен фактор за зголемување на нивната продуктивност. Дополнителен придонес за порастот на светскиот БДП имаа и земјите извознички на нафта, како и земјите богати со природни сировини (особено со метали) што беше детерминирано во целост од порастот на нивните цени на светските берзи.

Негативен ефект врз глобалниот економски развој имаа инфлациските притисоци, во голема мерка предизвикани од високиот пораст на цените на суровата нафта и на примарните производи, особено на металите. Инфлациските притисоци доведоа до пораст не само на општото ниво на цени во развиените земји туку и на базичната инфлација, детерминирано од зголемување□□ на инфлациските очекувања и порастот на трошоците по единица труд. Како реакција на овие притисоци, централните банки на развиените земји преминаа кон водење на

¹ММФ, (2008) ИМФ Њорлд Економиц Оутлоок Октобер 2008

порестриктивна монетарна политика преку зголемување на референтните каматни стапки. Освен зголемувањето на каматните стапки од Централната Банка на САД, Англија, Јапонија² и Европската Централна Банка, трендот на зголемување на референтните каматни стапки го следеа и Централните Банки на Канада, Австралија, Шведска, Индија и Аргентина.

Цените на примарните производи остварија пораст од 23,2% на годишна основа што во голем дел беше предизвикано од зголемувањето на цените на металитена светските берзи. Имено, висок пораст забележаа цените на цинкот, бакарот и никелот. Главните причини за зголемувањето на цените на металите беа високиот пораст на побарувачката која ја надмина понудата во услови на ограничени и недоволни производни капацитети, како и порастот на трошоците за нивно производство и преработка условен од зголемувањето на цените на енергијата (пред сè на нафтата). Високиот пораст на побарувачката за метали потекнуваше главно од новонастанатите пазари од Азија, посебно од Кина што беше предизвикано од високите стапки на пораст на индустриското производство.

Просечните цени на суровата нафта на светските берзи се зголемија за 20,5% на годишна основа со што продолжи трендот на интензивен раст кој беше започнат од 2003 година. Еден од главните фактори за порастот на цените на нафтата беше постоењето на диспаритет помеѓу побарувачката и понудата, предизвикан од постојаното зголемување на побарувачката за нафта кое воедно коинцидираше со динамиката на раст на светското производство, придружено со ограничени произведувачки и преработувачки капацитети, како и со повремена варијабилност во понудата. Притоа, најголемо учество во светската побарувачка за нафта имаа САД, Јапонија и Кина.

На глобално ниво во 2006 година, интензивен пораст бележеше и обемот на светската трговија на стоки и услуги. Во овој контекст важно е да се спомене и феноменот на глобалниот дебаланс (кој подетално ќе биде обработен во оваа глава) меѓу земјите кои подолг временски период остваруваа значителен суфицит (Кина, Јапонија, Сингапур, Германија, Русија и дел од земјите извознички на нафта од Блискиот Исток) и земјите имаа релативно висок дефицит на тековната сметка (САД, Шпанија, Португалија и Австралија). Високиот дефицит во САД не произлегуваше само од ниското ниво на штедење на американската економија туку и од побавната стапка на раст во Европската Унија и Јапонија, при што извозната побарувачка за американски производи беше недоволна.

1.2. Макроекономски причини за појава на глобалната финансиска криза

Макроекономските причини што ја условија појавата на глобалната финансиска криза може да се поделат во две групи.

Првата група се однесува на глобалните дебаланси на тековните сметки меѓу земјите кои остваруваа висок дефицит од една, и оние кои остваруваа суфицит од друга страна. Во тој процес на создавање дебаланси (декада пред

²Банката на Јапонија ја зголеми референтната каматна стапка, при што за првпат од 2001 година таа беше повисока од нула

почетокот на кризата), се вршеше прелевање на капитал од земјите во развој кон развиените земји, посебно во САД.

Втората група на макроекономски причини се однесува на претерано долгото одржување на ниски реални каматни стапки кои□□□ од една страна ја одразуваа експанзивната монетарна политика на Централната банка на САД, а од друга страна ги одразуваа високите стапки на штедење во земјите извознички на капитал, особено во Азиските земји во развој и земјите извознички на нафта. Овие земји барајќи финансиски инструменти каде што би ги пласирале своите заштеди, ја зголемија побарувачката за долгорочни државни хартии од вредност издадени од развиените земји, на тој начин придонесувајќи за намалувањето на долгорочните каматни стапки. Ниските каматни стапки имаа повеќекратни ефекти вклучувајќи ги: забрзувањето на кредитниот раст во голем број високоразвиени земји, брзиот раст на цените на недвижностите и акциите и генерално преземање повисоки ризици за генерирање на повисока заработка.

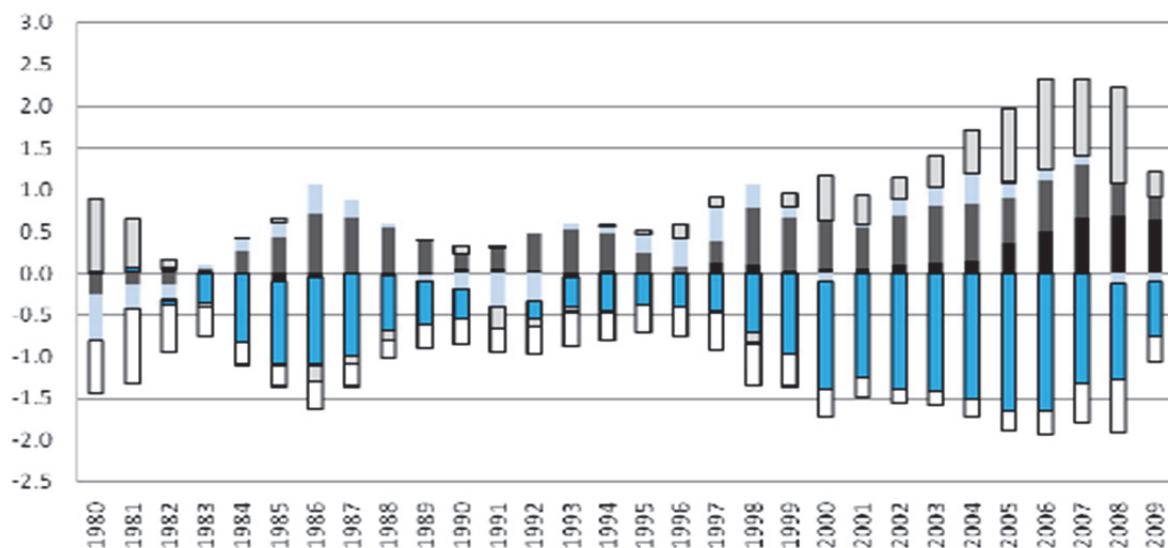
1.2.1. Глобални дебаланси на тековните сметки

Од почетокот на глобалната финансиска криза, централно место во дебатата за глобалната економска состојба беше феноменот на глобални дебаланси односно постоење големи дефицити во едни и големи суфицити на тековните сметки во други земји³. Во суштина, глобалните дебаланси не беа нов феномен. Имено, во 80-тите години беше забележана квалитативно слична ситуација која□□□ се карактеризираше со голем дефицит на тековната сметка на САД, постојано финансиран од други земји. Доколку ги споредиме ситуациите тогаш и сега, ќе забележиме две главни разлики:

- **Должина на траење и големина на дефицитот:** Во средината на 80-тите години, дефицитот на тековната сметка на САД достигна големи размери, околу 1% од светскиот бруто домашен производ, но должината на траење и големината на дефицитот беа значајно пониски од оние забележани во годините пред почетокот на кризата. Поточно, во средината на 80-тите години дефицитот на САД надминуваше 1% од светскиот БДП во период од три години наспроти период од 10 години во сегашната „епизода”.
- **Географска дистрибуција:** во годините пред почетокот на кризата, дефицитот на САД и на другите развиени земји се финансираа главно од земјите во развој, за разлика од 80-тите години кога финансирањето доаѓаше главно од другите развиени земји (Јапонија како примарен позајмувач). Со други зборови, глобалните дебаланси од последната декада беа придружувани со масивни капитални приливи од земјите во развој кон развиените земји, првенствено во САД.

Графикон бр.1: Биланс на тековните сметки на Кина, Азија, ЕУ, САД и земји извознички на нафта, како % од светскиот БДП (1980-2009)

³ World Bank (2010) “Global imbalances before and after the global crisis” policy research working paper no. 5354



■ Кина ■ Азија ■ ЕУ ■ САД ■ Земји извознички на нафта □ Др. земји
(Извор: Њорлд Економиц Оутлоок ИМФ, 2009)

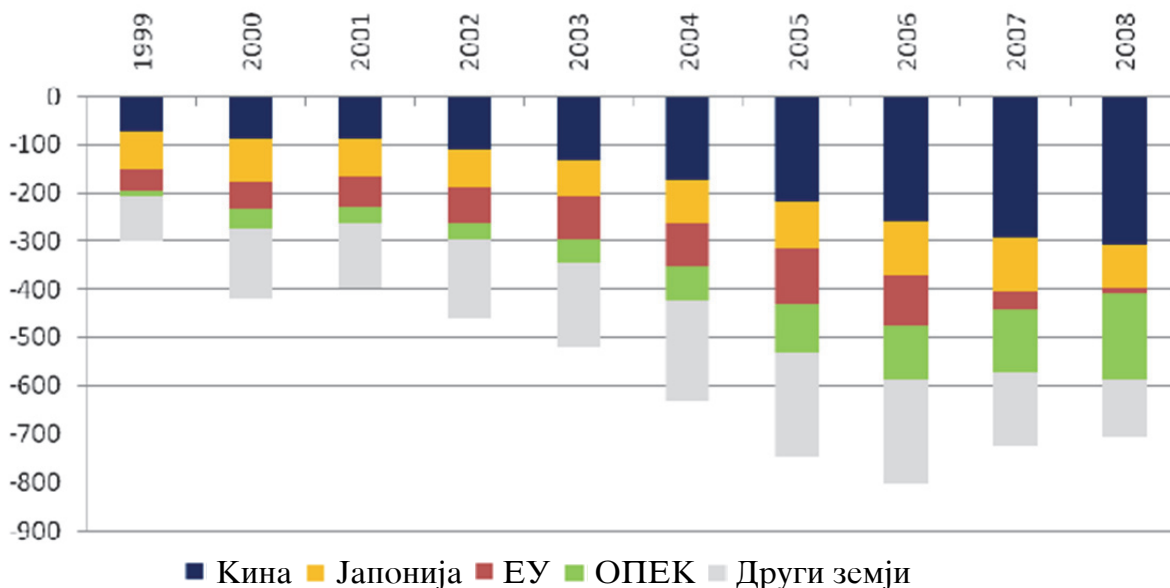
Графиконот бр. 1 кој□□□ дава преглед на глобалните дебаланси на тековните сметки на Кина, Азија, ЕУ, САД и земјите извознички на нафта во период 1980-2009 година, покажува дека дефицитот на тековната сметка на САД се зголемува речиси без прекин од 90-тите години за да надмине 1% од светскиот БДП по 1999 година. Својот врв го достигнува во 2005 и 2006 година со повеќе од 1,5% од светскиот БДП. Потоа дефицитот на САД е во опаѓање, околу 1,2% од светскиот БДП во 2008 година и под 1% од светскиот БДП во 2009 година.

Светската економија претставува затворен систем, и дефицитите на едни земји мора да одговараат односно да бидат еднакви со суфиците на други. Во текот на доцните 90-ти години, дефицитот на САД одговараше на високите суфицити на Јапонија и Азиските земји (со исклучок на Кина), како и суфицитот на земјите од Европската □нија (ЕУ) за време на Азиската криза (1996-97).

По 2000-тата година, ситуацијата драстично се смени. Додека САД беше земја со најголем дефицит на тековната сметка во однос на светскиот БДП, најголеми суфицити имаа Кина и земјите извознички на нафта.

Графикон бр.2: Билатерални салда на тековната сметка на САД со тековните сметки на Кина, Јапонија, ЕУ, ОПЕК (1999-2008)

милијарди \$



(Извор: Биро за Економски Анализи во САД)

Како што може да се види од графиконот бр. 2 каде што се прикажани билатералните салда на тековната сметка на САД со другите земји, од 2005 година суфицитот на тековната сметка на Кина го надминува суфицитот на тековната сметка на Јапонија и на остатокот од азиските земји, и во текот на 2007-2008 година билатералното салдо (дефицит) на САД со Кина се зголеми и изнесуваше околу 40% од целокупниот дефицит на тековната сметка на САД, односно Кина финансираше 40% од дефицитот на тековната сметка на САД.

Голем број важни и меѓусебно поврзани случувања во глобалната економија, вклучувајќи ги и макроекономските причини за глобалната финансиска криза (значителна експанзија на дефицитот на тековната сметка во САД, импресивен пораст во суфицитот на тековната сметка во многу економии во развој и глобално намалување во долгорочните каматни стапки), делумно се објаснуваат со појавата на „глобална презаситеност со заштеди“ (*глобал савингс глутини*). Глобалната презаситеност со заштеди е термин употребуван од страна на Бен Бернанке и ја опишува ситуацијата во која ☐☐☐ на глобално ниво има премногу заштеди во однос на можностите за инвестирање. Интересен аспект на глобалната презаситеност со заштеди претставува забележливиот пресврт во протокот на кредити односно трансформацијата на многу економии во развој (особено од источноазиските економии и земјите извознички на нафта), од нето кредит ☐☐ корисници кон големи нето-кредитори на меѓународните пазари на капитал.

Значителната експанзија на дефицитот на тековната сметка во САД, импресивниот пораст во суфицитот на тековната сметка во многу економии во развој и глобалното намалување во долгорочните каматни стапки ќе бидат предмет на понатамошно опширно разгледување.

1.2.1.1. Зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД

Во годините пред почетокот на глобалната финансиска криза, економијата на САД имаше добри макроекономски индикатори; растот на економската активност беше на задоволително ниво, пазарот на работна сила беше стабилен, а инфлацијата добро контролирана. Сепак, причина за загриженост меѓу економистите претставуваше големиот и растечки дефицит на тековната сметка на САД⁴.

Дефицитот на тековната сметка на САД, нагло се зголемуваше цела една декада почнувајќи од последните години на 90-тите години. Притоа од релативно скромни 125 милијарди \$ или 1,6% од БДП во 1996 година, достигна 414 милијарди \$ или 4,2% од БДП во 2000 година, па □□ до 2004 година кога тој се зголеми на 640 милијарди \$ или 5,5% од БДП. Како резултат на големината на дефицитот на тековната сметка, а со цел да го финансира истиот, САД стана нето-должник на меѓународните пазари на капитал во износ на дефицитот (640 милијарди \$).

Непосредна причина за зголемувањето на дефицитот на тековната сметка во САД беше намалувањето на стапката на штедење во оваа земја. Имено, дефицитот на САД беше резултат на наглиот пад на стапката на штедење на САД која □□□ во последните години беше на ниво далеку од соодветно □□ за финансирање на домашните инвестиции. Така на пример, во 1985 година стапката на домашно штедење во САД изнесуваше 18% од БДП, во 1995 година изнесуваше 16% од БДП, а во 2004 година изнесуваше помалку од 14% од БДП. Домашните инвестиции кои □□□ не се финансираат од домашното штедење, мора да се финансираат од капиталните приливи од странство. Оваа ситуација се покажа и докажа и во пракса, односно □□□□□□□□□□ото зголемување на дефицитот на САД беше проследено со експанзија на нето капиталните приливи од странство.

Постојат две гледишта според кои □□□ се објаснува дефицитот на тековната сметка на САД. Првото е поврзано со трговскиот дефицит како причина за дефицитот во тековната сметка, а другото се однесува на штедењето, инвестициите и меѓународните текови на капитал.

1.2.1.1.1. Трговскиот дефицит како причина за зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД

САД во годините пред почетокот на глобалната финансиска криза се соочуваше со значителен трговски дебаланс, при што увозот на стоки и услуги значително го надминуваше извозот на стоки и услуги. На пример, во 2004 година во САД вредноста на увезените стоки и услуги изнесуваше 1,76 трилиони \$, додека вредноста на извезените стоки и услуги изнесуваше значително помалку, односно 1,15 трилиони \$. Рефлектирајќи го дебалансот во трговската размена, плаќањата од САД кон странство (првенствено за увезените стоки и услуги, но и за дозначување на средства, камати, дивиденди кон странство) значително ги надминуваа приливите коишто САД ги добиваше од странство. Доколку ги имаме предвид овие бројки,

⁴Bernanke, B. (2005) "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Updates speech given on March 10, 2005, at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia

тогаш можеме да заклучиме дека дефицитот на тековната сметка на САД (640 милијарди \$ во 2004 година) се должеше најмногу на трговскиот дефицит ☐☐☐ во 2004 година изнесуваше 618 милијарди \$.

Кога земјата се соочува со дефицит на тековната сметка, односно кога вредноста на извозот и другите плаќања од странство не се доволни ☐☐ да ја покријат вредноста на увозот и другите плаќања кон странство, домаќинствата, компаниите и државата мораат разликата да ја позајмуваат на меѓународните пазари на капитал.

Од тука можеме да заклучиме дека во секој период, дефицитот на тековната сметка е еднаков на нето задолжувањето од странство.

1.2.1.1.2. Штедењето и инвестициите како причина за зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД

Втората перспектива од која ☐☐☐ можеме да го анализираме зголемувањето на дефицитот на тековната сметка во САД се фокусира на меѓународните финансиски текови и на фактот дека во секоја земја, штедењето и инвестициите не се еднакви во одреден период.

Во САД како и во секоја друга земја, економскиот раст се должи на инвестиции во нови капитални добра и надградба и замена на стариот капитал со нов. Капиталните инвестиции вклучуваат изградба на фабрики и деловни објекти, купување нова опрема, изградба на станови и сл.

Сите капитални инвестиции мора да се финансираат на одреден начин. Во затворена економија, без трговија или меѓународни финансиски текови, финансирањето на инвестициите би било целосно обезбедено од националното штедење.

По дефиниција, националното штедење е збир од штедењето на сите сектори во економијата: штедењето на домаќинствата, компаниите (профит по оданочување којшто не се исплаќа во форма на дивиденда) и штедењето на државата (буџетски дефицит или суфицит). Но, не треба да го занемариме фактот дека во суштина сите економии се отворени економии и добро развиените меѓународни пазари на капитал им овозможуваат на штедачите да позајмуваат на оние кои сакаат да направат капитални инвестиции не само во нивната земја туку во која било земја. Ако земеме предвид дека штедењето може да ги помине меѓународните граници, домашните капитални инвестиции и домашното штедење на една земја не мора да бидат еднакви во секој период. Доколку штедењето на земјата ги надминува инвестициите за време на одреден период, разликата претставува вишок заштеда што може да се позајмува на меѓународните пазари на капитал. Со истата логика, ако штедењето на земјата е помало од износот којшто е потребен да се финансираат домашните инвестиции, земјата може да го затвори тој јаз со позајмување од странство.

Во САД, стапката на национално штедење пред почетокот на глобалната финансиска криза беше многу ниско и далеку од доволно за да ги финансира капиталните инвестиции. Нужно беше овој кусок да се надокнади со нето позајмување од странство, во суштина преку употреба на странските заштеди во финансирање на домашното штедење.

Со оглед на тоа дека дефицитот на тековната сметка е еднаков на нето-износот што една земја го позајмува од странство во одреден период (прва перспектива), и дека нето позајмувањето од странство е еднакво на вишокот капитални инвестиции над домашното штедење од друга страна (втора перспектива), можеме да заклучиме дека дефицитот на тековната сметка на една земја е еднаков на вишокот на инвестициите на □□□ земја над нивото на нејзиното штедење.

1.2.1.2. Зголемување на суфицитот на тековните сметки во економиите во развој

На глобално ниво, националните дефицити и суфицити мора да се избалансираат, така што земјите коишто имаат дефицити во тековната сметка може да соберат средства односно да се појават како позајмувачи на меѓународниот пазар на капитал, само до степен до којшто земјите коишто остваруваат суфицит на тековната сметка може да им ги обезбедат односно позајмат тие средства. Согласно на тоа, не е изненадувачк□ што проширувањето на дефицитот на тековната сметка во САД пред почетокот на кризата беше поврзано со зголемување во суфицитите на тековните сметки во остатокот од светот.

Табела бр.1: Состојба на тековни сметки на високоразвиените земји и земјите во развој (1996, 2000, 2004-2006)

(сите износи се во милијарди \$)					
Земја или регион	1996	2000	2004	2005	2006
Високо развиени земји	31.1	-304.7	-296.5	-502.5	-607.3
САД	-124.8	-417.4	-640.2	-754.8	-811.5
Јапонија	65.7	119.6	172.1	165.7	170.4
Евро зона	77.3	-37.0	115.0	22.2	-11.1
Франција	23.4	22.3	10.5	-19.5	-28.3
Германија	-14.0	-32.6	118.0	128.4	146.4
Италија	36.8	-6.2	-15.5	-28.4	-41.6
Шпанија	-1.4	-23.1	-54.9	-83.0	-108.0
Други	12.9	30.0	56.6	64.4	45.0
Австралија	-15.4	-14.9	-38.5	-41.2	-40.9
Канада	3.4	19.7	21.3	26.3	21.5
Швајцарија	22.0	30.7	50.4	61.4	69.8
Велика Британија	-10.5	-37.6	-35.4	-53.7	-88.3
Забелешка: Високо развиени земји без САД	155.9	112.7	343.7	252.3	204.2

Земји во развој	-82.8	124.7	296.5	507.9	643.2
Азија	-40.2	77.0	172.4	245.1	352.1
Кина	7.2	20.5	68.7	160.8	249.9
Хонг Конг	-4.0	7.0	15.7	20.3	20.6
Кореја	-23.1	12.3	28.2	15.0	6.1
Тајван	10.9	8.9	18.5	16.0	24.7
Тајланд	-14.4	9.3	2.8	-7.9	3.2
Латинска Америка	-39.1	-48.1	20.4	34.6	48.7
Аргентина	-6.8	-9.0	3.2	3.5	5.2
Бразил	-23.5	-24.2	11.7	14.2	13.6
Мексико	-2.5	-18.7	-6.7	-4.9	-1.5
Среден исток	15.1	72.1	99.2	189.0	212.4
Африка	-5.2	7.2	0.6	14.6	19.9
Источна Европа	-18.5	-31.8	-58.6	-63.2	-88.9
Бивши советски сојуз	5.2	48.3	62.6	87.7	99.0
Забелешка: Азиски земји во развој без Кина	-47.4	56.5	103.7	84.3	102.2
Статистичко отстапување	-51.6	-180.0	0.0	5.4	35.9

(Извор: Податоците за САД- Биро за Економски Анализи, податоците за другите земји - ИМФ, Њорлд Економиц Оутлоок, Април 2007)

Од табелата бр.1 може да ги видиме состојбите на тековните сметки за различни земји и региони во одредени години пред почетокот на кризата. Она што е изненадувачкo во рамки на историските модели, е дека поголемиот дел од зголемувањето на суфицитите на тековните сметки во периодот пред почетокот на кризата беше забележано во земјите во развој во споредба со развиените земји.

Агрегатната состојба на тековните сметки на високоразвиените земји (без САД), забележува зголемување помеѓу 1996 и 2004 година за помалку од 200 милијарди \$. Најголемиот дел од ова зголемување се должи на зголемувањето на состојбата на тековна сметка на Јапонија (суфицит во износ од 65,7 милијарди \$ во 1996 година на 172,1 милијарди \$ во 2004 година); агрегатната состојба на тековните сметки на земјите членки на еврозоната се зголеми незначително (од суфицит во износ од 77,3 милијарди \$ во 1996 година на 115 милијарди \$ во 2004 година). За споредба, агрегатната состојба на тековната сметка на земјите во развој премина од дефицит од околу 80 милијарди \$ во 1996 година, кон суфицит од околу 300 милијарди \$ во 2004 година односно зголемување од 380 милијарди \$.

1.2.1.2.1. Причини за зголемување на суфицитот на тековните сметки на економиите во развој

Главната причина за промена во состојбата на тековната сметка на земјите во развој беа сериите на финансиски кризи коишто овие земји ги искусија во 90-тите, а некои од нив и на почетокот на новиот милениум. Во средината на 90-тите години, најголем дел од земјите во развој беа нето увозници на капитал. Како што може да се забележи од табелата бр. 1, азиските земји во развој и Латинска Америка во 1996 година се појавија како нето-позајмувачи (80 милијарди \$) на меѓународните пазари на капитал. Овие капитални приливи не беа секогаш продуктивно употребени. Во некои случаи, на пример, владите на земјите во развој се задолжуваа за да ја избегнат потребната фискална консолидација. Во други случаи пак, нетранспарентните и лошо управувани банакарски системи не успеваа да ги алоцираат овие средства кон оние инвестиции и проекти што обезбедуваа повисоки приноси.

Загубата на довербата кон кредиторите, заедно со други фактори како на пример, преценетиот девизен курс и долгот којшто беше краткорочен и деноминиран во странски валути, на крај кулминираше во болни финансиски кризи. Како примери можеме да ги спомнеме кризите со коишто се соочија: Мексико од 1994 година, бројни источно азиски земји во периодот од 1997-98, Русија во 1998 година, Бразил во 1999 година и Аргентина во 2002 година. Ефектите од овие кризи се гледаа преку брзиот и ненадеен одлив на капитал, депрецијација на валутите, нагло опаѓање на цените на акциите, ослабени банкарски системи и рецесија.

Како одговор на овие кризи, економиите во развој или избраа или беа принудени кон нови стратегии за управување со капиталните текови. Генерално, овие стратегии вклучуваа премин од нето-увозници на капитал кон нето-извозници на капитал. На пример, како одговор на нестабилноста на капиталните текови и девизниот курс, некои од Источно Азиските земји како Кореа и Тајланд, започнаа да акумулираат големи количини на девизни резерви и продолжија да го прават тоа, дури и кога ограничувањата коишто беа наметнати како резултат на застојот на капиталните приливи од глобалните финансиски пазари беа релаксирани. Зголемувањата на девизните резерви, неопходно вклучуваа премин кон суфицит во тековните сметки на земјите, зголемување на бруто капиталните приливи, намалување на бруто приватните капитални одливи или пак комбинација од овие елементи. Како што може да видиме од табелата бр. 1, источноазиските земји остваруваа суфицит на тековните сметки коишто беа важен извор на акумулација на девизните резерви.

Земјите од регионот (особено Кина) коишто ги избегнаа најлошите ефекти од кризата, но и понатаму беа загрижени за потенцијалните идни кризи, исто така акумулираа девизни резерви што се употребуваа како заштита од потенцијални капитални одливи. Дополнително, резервите беа акумулирани како резултат на интервенции на девизниот пазар, наменети да стимулираат извозно ориентиран раст со спречување на апрецијација на девизните курсеви.

Друг фактор што придонесуваше за премин кон суфицит на тековните сметки меѓу овие земји беше остроиот пораст на цената на нафтата. Суфицитите на тековните сметки на земјите извознички на нафта, но и на Русија, Нигерија и Венецуела се зголемуваа како што се зголемуваа приходите од нафта. Како што може да се види и од табелата, суфицитите на тековните сметки на земјите од Средниот исток пораснаа повеќе од 80 милијарди помеѓу 1996 и 2004 година, а со

порастот на цената на нафтата, суфицитот продолжи да расте уште повеќе во 2005 и 2006 година.

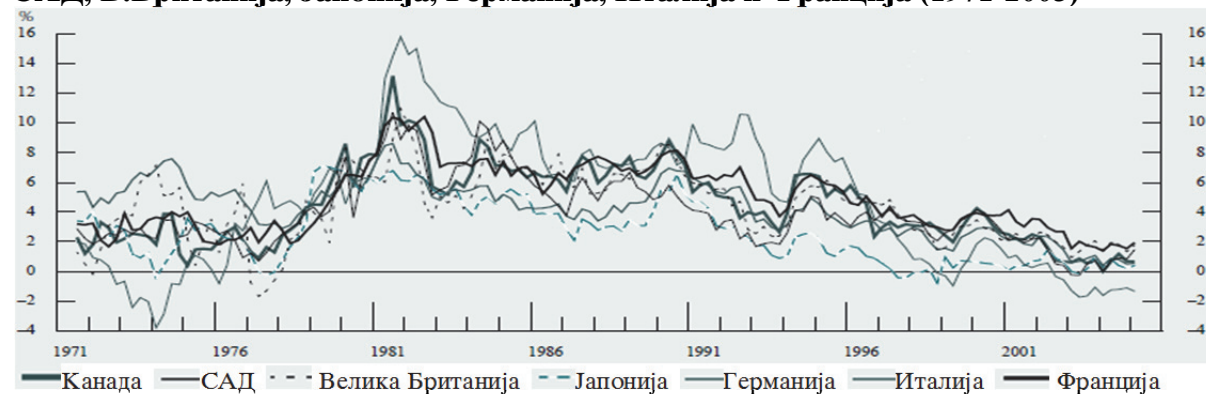
Настаните од средината на 90-тите години доведоа до голема промена во состојбите на тековните сметки на економиите во развој, односно многу од земјите во развој станаа големи нето-кредитори на меѓународните финансиски пазари. Како што овие земји преминуваа од нето-должници кон нето-кредитори, тие започнаа да ги плаќаат своите меѓународни долгови и да се стекнуваат со средства од високоразвиените економии.

Преминот од дефицит кон суфицит во тековните сметки на пазарните економии во развој во набљудуваниот период, во голема мерка ја рефлектираше зголемената стапка на штедење, повеќе отколку намалувањето на стапката на капитални инвестиции. Како и да е, промената во моделите на штедење и инвестирање се разликуваат по земји и региони. На пример, кај азиските земји (без Кина), преминот кон суфицит меѓу 1996 и 2004 година се должи на намалувањето на стапката на домашните инвестиции. Во Кина пак, стапката и на штедење и на инвестиции пораснаа, но стапката на штедење порасна повеќе од стапката на инвестиции водејќи кон зголемување на суфицитот на тековната сметка од околу 60 милијарди \$.

1.2.2. Глобален тренд на ниски реални каматни стапки

Пред почетокот на кризата, реалните каматни стапки на глобално ниво имаа надолан тренд земајќи ја предвид нивната највисока точка (врв) во раните 80-ти години.

Графикон бр.3: Реални каматни стапки на 5 годишни државни обврзници во Канада, САД, В.Британија, Јапонија, Германија, Италија и Франција (1971-2005)



(Извор: Банка за меѓународни порамнувања (БИС), ММФ (ИМФ), Централна банка на Канада)

Како што може да се види од графиконот бр. 3, долгорочните реални каматни стапки пред почетокот на кризата беа намалени на ниво, незабележано од 70-тите години.

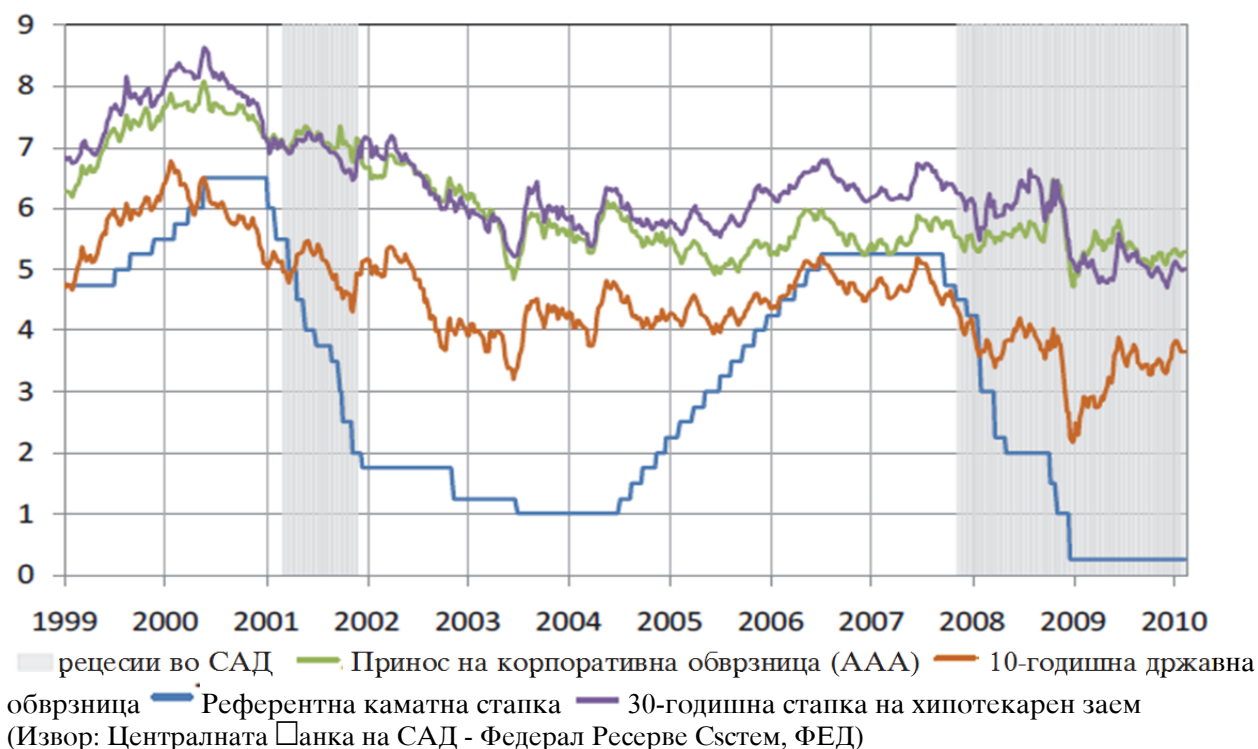
Главните причини за движењето на реалните каматни стапки можат да се поделат во три групи:

- **Улогата на монетарната политика.** Воспоставената монетарна политика во текот на подолг период, може да го намали нивото на долгорочните каматни стапки преку нејзиното влијание врз инфлациските очекувања и нејзиното влијание на очекуваното ниво на краткорочни каматни стапки, во согласност со стабилна инфлација и економски раст на ниво на потенцијалниот.
- **Промената на стапките на штедење и инвестиции** односно значителен премин кон повисоко нето штедење во новоиндустријализираните азиски економии и пазарни економии почнувајќи од доцните 90-ти години.
- **Промена на инвеститорските преференции за вложување во финансиски инструменти;** Портфолио тековите поврзани со акумулацијата на резерви помеѓу земјите во развој (Азија, особено во Кина) и земјите извознички на нафта, создаде особено голема побарувачка за американски државни обврзници во периодот по 2002 година – период на растечки глобални дебаланси на тековните сметки. Паралелно со тоа, во земјите членки на ОЕЦД (*OECD - Organization for economic cooperation and development*), генерално дојде до промена на перцепцијата на ризикот на финансиските пазари, предизвикана од берзанскиот крах од една страна, и стареењето на населението од друга како резултат на што се појави зголемена преференција за обврзници наспроти акции.

1.2.2.1. Улогата на монетарната политика

Во нормални околности, преку монетарната политика може да се влијае на краткорочните и долгорочните каматни стапки. Првите се важни за банкарскиот систем, а вторите за условите под коишто домаќинствата и фирмите позајмуваат од банките. Теоретски, централната банка којашто има кредибилитет може да ја стабилизира економијата со релативно мали промени во референтната каматна стапка, сè додека сигналите за идното движење на краткорочните каматни стапки ги движат долгорочните пазарно ориентирани каматни стапки во соодветна насока. Притоа, затегнувањето на монетарната политика преку зголемување на краткорочните каматни стапки, нормално би резултирало во повисоки стапки на принос. Од таа гледна точка, нешто збунувачки се случи кога Централната банка на САД започна да води порестриктивна монетарна политика од јуни 2004 година. Имено, долгорочните каматни стапки не го следеа трендот на зголемување којшто беше евидентен за краткорочните каматни стапки. Финалниот резултат беше, ниски долгорочни каматни стапки коишто го направија задолжувањето атрактивно за домаќинствата и фирмите.

Графикон бр.4: Краткорочни и долгорочни каматни стапки во САД (1999-2010)
(%)



На графикон бр. 4 се прикажани движењата на референтната стапка на САД и некои од долгорочните каматни стапки во периодот 1999-2010 година. Како што може да забележиме, стапките на принос на обврзниците се ниски доколку ги споредиме со краткорочните каматни стапки.

Имено, краткорочните и долгорочните каматни стапки, на промените на монетарната политика на САД реагираа различно во споредба со претходните периоди. Имено, во периодот 2001-2002 година за време на кризата во САД кога Централната банка во САД ја олабавуваше монетарната политика, стапките на принос на обврзниците се намалуваа паралелно со намалувањето на референтната каматна стапка. Иако од 2004 година, Централната банка на САД започна со водење порестриктивна монетарна политика, во февруари 2006 година, стапките на принос на обврзниците сè уште ги имаа приближно истите стапки на принос како на почетокот на монетарното затегнување од 2004 година, а референтната каматна стапка беше зголемена за околу 3½ процентни поени за периодот 2004-2006 година.

1.2.2.1.1. Монетарната политика на САД пред почетокот на кризата

Американската економија беше во рецесија во периодот помеѓу март и ноември 2001 година – (доџ-цум криза). Потоа следеа терористичките напади од 11 септември 2001 година, серија корпоративни скандали од 2002 година и инвазијата на Ирак од 2003 година. Во јануари 2001 година, со ослабувањето на економијата (по пукањето на доџ цум меурот), Централната банка на САД започна да ја олабавува монетарната политика. Како што може да се види од графиконот бр. 4, во 2001 година Централната банка на САД ја намали референтната стапка од 6,25% (на почетокот на 2001 година) до 1,75% (на крајот на 2001 година). Каматните стапки

иако со позабавено темпо, го продолжија надолниот тренд и во 2002 и 2003 година при што на 25 јуни 2003 година референтната стапка на САД достигна 1%. Ова невообичаено ниско ниво на референтната каматна стапка остана до 24 јуни 2004 година.

Одржувањето на ниски номинални каматни стапки во тој период од страна на Централната банка на САД, беше мотивирано од следното:

- Прво, иако рецесијата технички заврши при крајот на 2001 година, закрепнувањето на економијата беше прилично слабо, пропратено со губење на работни места, односно зголемување на стапката на невработеност до втората половина на 2003 година. Реалниот БДП порасна во просек над 2% во 2002 година и во првата половина од 2003 година. Таа стапка на раст на БДП не беше доволна да го запре континуираното зголемување на стапката на невработеност којашто го достигна својот врв од над 6% во првата половина од 2003 година;
- Второ, монетарната политика ја одразуваше претпазливоста на Централната банка на САД во поглед на можното несакано намалување на стапката на инфлација. Имајќи го предвид болното искуство на Јапонија, политичарите и економистите беа загрижени дека постоечката стапка на инфлација може да премине во дефлација и како последица на тоа референтната стапка да достигне најниско гранично ниво од нула лимитирајќи го на тој начин просторот за понатамошно монетарно олабавување.

Воочената опасност беше дека Централната банка на САД (ФЕД) ќе биде при□□□□□ да ја намали референтната стапка на нула. Со цел да го избегне ова, ФЕД започна со „водење однапред“ (*“форњард ѓуиданце”*) што значи сигнализирање за идната насока на референтната каматна стапка како начин за стабилизирање на среднорочните и долгорочните очекувања. Во конкретниот случај, ФЕД објавуваше дека ќе продолжи со спроведување експанзивна монетарна политика за подолг временски период, со цел да ги зацврсти очекувањата за умерена стапка на инфлација⁵. Како што дефлационите ризици почнаа да бледнеат и започна економското закрепнување, ФЕД премина кон затегнување на монетарната политика. Почнувајќи од јуни 2004 година, ФЕД ја зголемуваше каматната стапка постепено с□ до јуни 2006 година кога ја достигна својата највисока точка, односно 5,25%.

Аргументите се дека продолжениот период на ниски каматни стапки помеѓу јуни 2003 и јуни 2004 година, по којшто следеше период на нагло покачување на каматната стапка е директно или индиректно одговорен за кризата односно каматните стапка беа „премногу ниски, премногу долго“ (*“тџоо лоњ, фор тџоо лонџ”*). Ниските каматни стапки придонесоа за меурот на пазарот на недвижности и крајно дестабилизирање на економијата⁶.

1.2.2.1.1.1. Евалуација на монетарната политика на САД (Тејлорово правило)

⁵ Bernanke, B. (2010) “Monetary policy and the housing bubble”, Speech at At the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia

⁶Taylor, J.(2007) "Housing and monetary policy," Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 463-476

Иако монетарното олабавување во текот на 2002 и наредните години беше оправдано земајќи ги предвид макроекономските услови, сепак се поставува прашањето дали монетарното олабавување било со поголем интензитет отколку потребниот⁷.

Пристапот којшто е нашироко употребуван од многумина кои го поставуваа ова прашање се состои во споредба на политиката којашто се води од страна на ФЕД во одреден период, со препораките во однос на висината на референтната стапка коишто се добиваат, односно се изведени од таканареченото Тејлорово правило (*Taylor rule*), развиено од Џон Тејлор.

Познатото Тејлорово правило го поврзува одредувањето на референтната каматна стапка од страна на ФЕД со два фактора:

- Отстапувањето (во процентни поени), на постоечката стапка на инфлација од стапката на инфлација којашто воедно претставува цел на подолг рок на креаторите на монетарната политика;
- Таканаречениот производствен јаз, дефиниран како процентуална промена помеѓу тековниот БДП и „нормалното“ или „потенцијално“ ниво на БДП. Изразено во симболи тоа би било претставено на следниот начин:

$$i_t = 2 + \pi_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y_t^*)$$

каде што:

- i_t е пропишаната вредност на референтната каматна стапка за одреден временски период t ;
- $\pi_t - \pi^*$ претставува девијација на актуелната стапка на инфлација π_t од нејзиниот таргет π^* за одреден временски период t ;
- $y_t - y_t^*$ е „производствен јаз“ којшто претставува девијација на актуелниот реален БДП y_t од потенцијалниот БДП y_t^* за одреден временски период t ;
- Параметрите a и b се позитивни броеви коишто опишуваат колку силно референтната каматна стапка треба да одговори на девијациите на инфлацијата од нејзиниот таргет, и на девијациите на БДП од потенцијалниот БДП.

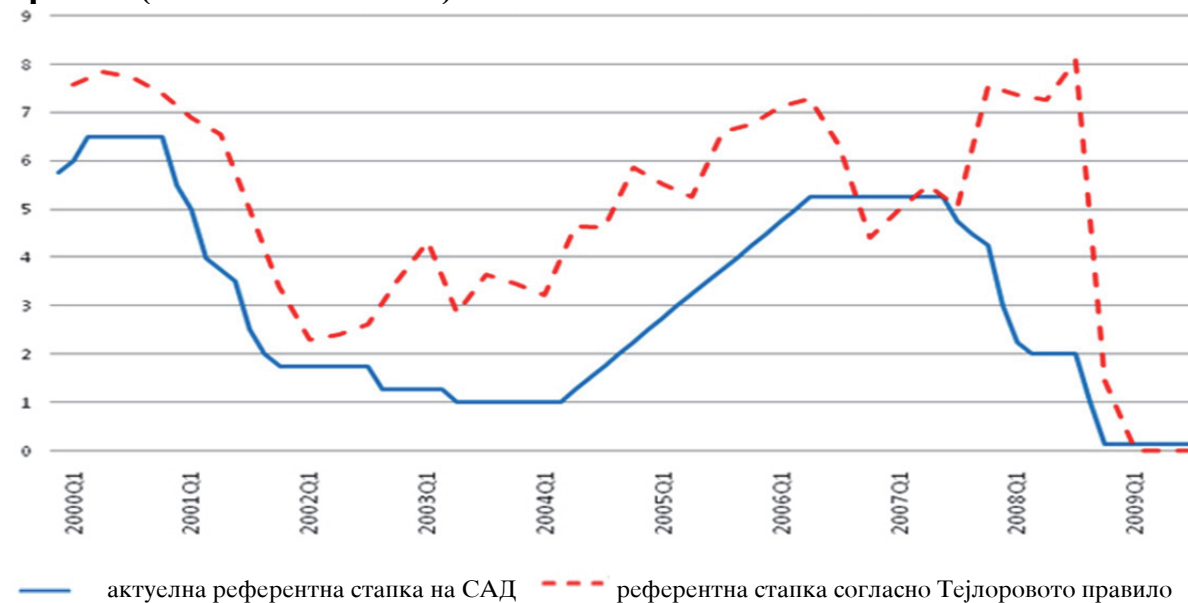
Согласно Тејлоровото правило, референтната каматна стапка треба да биде повисока, кога стапката на инфлација е над нејзиниот таргет, односно $\pi_t - \pi^* > 0$, или кога БДП е над неговиот потенцијал, односно $y_t - y_t^* > 0$. Имено Тејлор, долготројно ја проценува реалната вредност на референтната каматна стапка од околу 2%. Согласно тоа, равенката од Тејлоровото правило покажува дека кога инфлацијата и БДП се еднакви со нивните таргети, референтната каматна стапка (номинална) треба да биде еднаква на 2 плус стапката на инфлација. Еквивалентно

⁷Bernanke, B. (2010) “Monetary policy and the housing bubble”, Speech at At the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia

на тоа, кога стапката на инфлација и БДП-то се еднакви на нивните таргети, реалната вредност на референтната каматна стапка треба да биде еднаква на 2%.

При воведување на неговото правило, Тејлор предлага параметрите „а” и „б” да се еднакви на 0,5⁸. Така на пример, согласно Тејлоровото правило, доколку БДП-то се зголеми □□ 1% споредено со неговиот потенцијал (под претпоставка □□□□ с□ друго е еднакво), ФЕД би требало да ја зголеми референтната каматна стапка за 0,5%, односно за 50 базични поени.

Графикон бр.5: Референтната стапка на САД и препораките согласно Тејлоровото правило (2000кв. 1 – 2009кв. 1)



(Извор: Централна банка на САД)

Како што може да се види од графиконот бр. 5, доколку се споредат актуелната референтна стапка на САД и референтната стапка којашто согласно Тејлоровото правило би била најоптимална, може да се заклучи дека монетарната политика била премногу лабава во периодот од 2002 □□ 2006 година. Имено, на графиконот јасно се гледа дека во периодот од 2002 до 2006 година, актуелната референтна каматна стапка е под вредноста што би требало да биде согласно Тејлоровото правило, во просек за околу 200 базични поени⁹.

Сепак, постојат голем број причини поради коишто горенаведениот заклучок е далеку од оправдан.

Како прво, има значително несогласување помеѓу економистите за двете „состојки” (инфлацијата и производствениот јаз) коишто се вклучени во Тејлоровото правило во однос на тоа на кој начин ќе бидат измерени.

На пример, во однос на инфлацијата, дали ќе биде мерена преку индексот на потрошувачки цени, базичната инфлација, очекуваната или пак тековната стапка на инфлација; или пак што ќе биде мерка на производствениот јаз, дали ќе се базира на

⁸Таслор, Ј. (1993) “Дисcretion versus Policy Rules in Practice,” Царнегие-Роџхестер Конференце Серис он Публиц Полицс, вол. 39 (Декембер), пп. 195-214

⁹Таслор, Ј. (2007) “Housing and Monetary Policy,” НБЕР Њоркинг Папер Серис 13682

маргиналните трошоци, стапката на невработеност или пак други вредности коишто би требало дополнително да се вклучат во Тејлоровото правило.

Исто така, некои емпирички докази и симулации покажуваат дека реакцијата на монетарната политиката на производствениот јаз даден преку параметарот „б“ во Тејлоровото правило, би требало да биде повисока од вредноста (0,5) оригинално дефинирана од страна на Тејлор¹⁰. Во ваков случај, повисока вредност на параметарот „б“ води кон тоа, Тејлоровото правило да препорачува пониски референтни каматни стапки за време на рецесија.

Недостатокот на заемна согласност меѓу економистите во врска со овие мерки, претставува одраз на тешкотијата во точното мерење на истите.

Овој пристап е предмет на многу ограничувања, а дополнително, едноставните правила нужно изоставуваат многу фактори коишто можат да бидат релевантни при конструирањето на ефективна политика во одреден период.

Како резултат на тоа, ова и ваквите слични правила треба да се земаат предвид само како насоки, а не како замена за целосна анализа на политиките коишто се донесуваат.

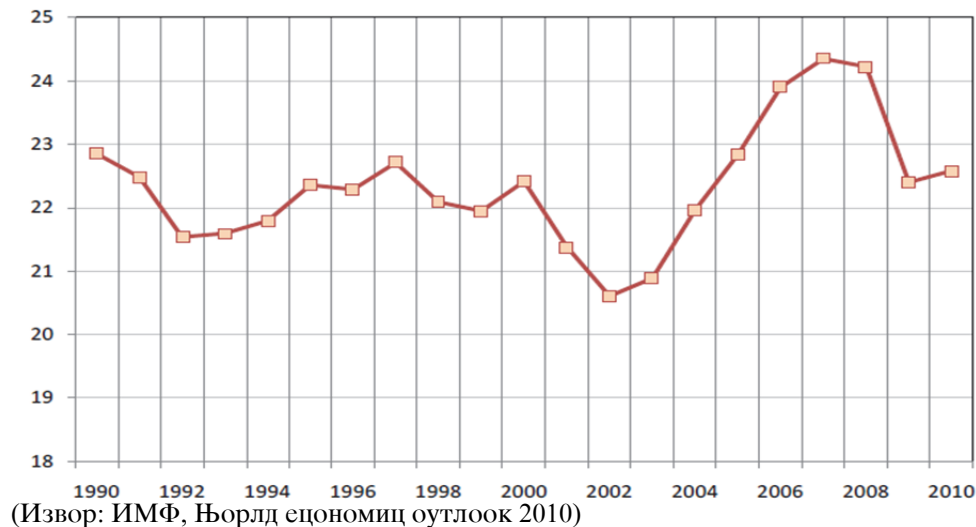
1.2.2.2. Штедење и инвестиции на глобално ниво

На глобално ниво, ниските реални каматни стапки може да се објаснат со вишокот на штедење во однос на инвестициите во светски рамки.

Графикон бр.6: Стапка на штедење на глобално ниво (1990-2010)

(% од
светскиот
БДП)

¹⁰Бернанке, Б. (2010) “Монетарс полици анд тхе хоусинг буббле”, спееч ат Ат тхе Аннуал Меетинг оф тхе Америцан Ецономиц Ассоциатион, Атланта, Георгиа



Како што може да се забележи од графиконот бр. 6, почнувајќи од 2002 година, дојде до нагло зголемување на стапката на глобално штедење - од 20,5% во 2002 година, достигна 24,5% во 2007 година. Зголемувањето на стапката на штедење беше како резултат на:

- растечките стапки на штедење во азиските земји во развој, вклучително и Кина;
- растечките стапки на штедење на земјите извознички на нафта како резултат на наглото зголемување на цените на енергијата и трговските стоки.

Во глобалната економија, зголемувањето на стапката на штедење на глобално ниво без оглед од каде потекнува, доведува до намалување на реалните каматни стапки на глобално ниво.

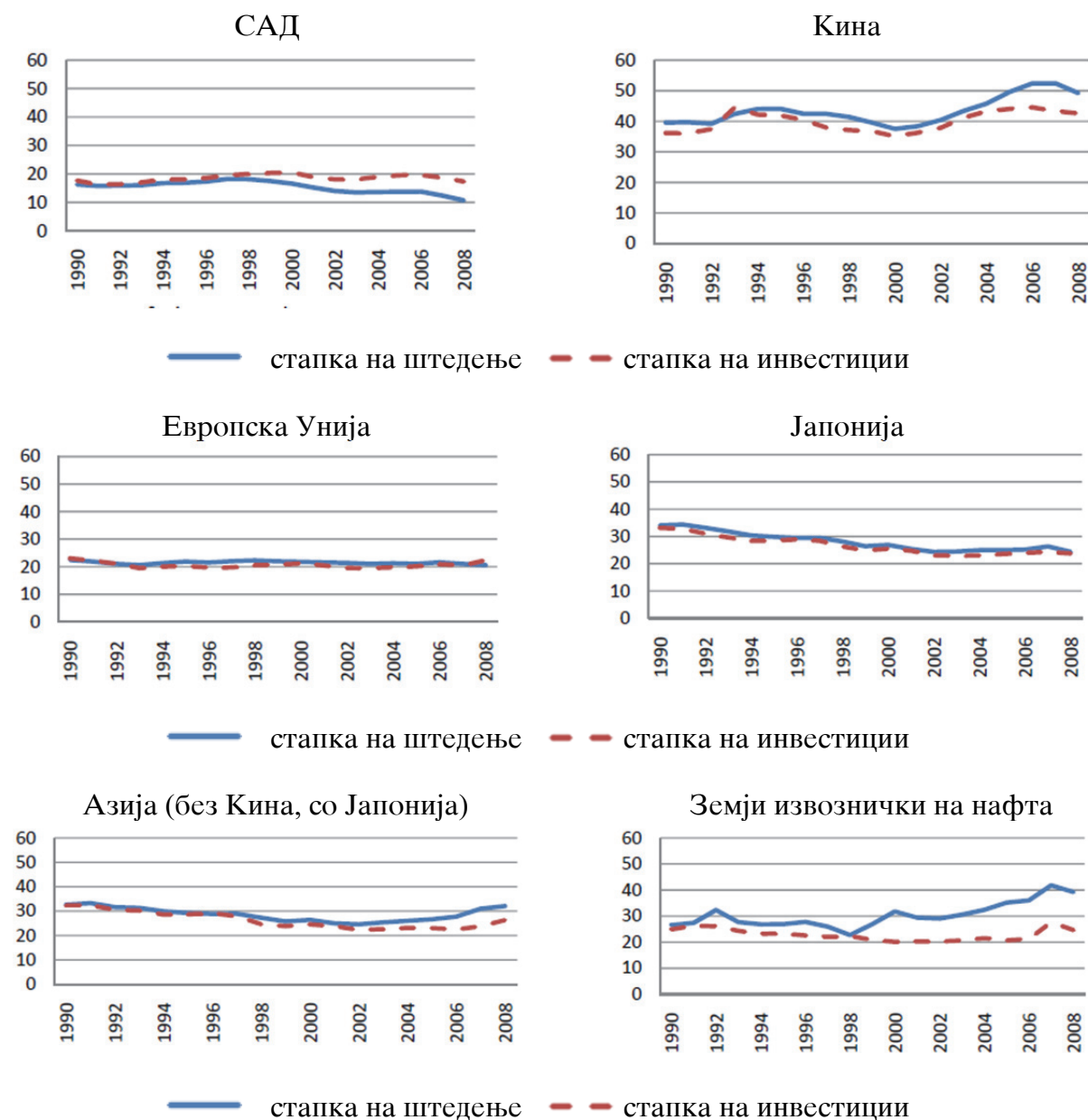
1.2.2.2.1. Дебаланс помеѓу штедењето и инвестициите

Значајните дебаланси во штедењето и инвестициите се појавија по 2000-тата година и се рефлектираа во зголемени дебаланси на тековните сметки во рамки на главните светски економии. Од една страна дојде до зголемување на дефицитот на тековната сметка во САД, а од друга страна до зголемување на суфицитите на тековните сметки на источноазиските земји во развој (особено на Кина) и земјите извознички на нафта од средниот блок.

Две третини од зголемувањето на дефицитот на тековната сметка на САД од 1997 година кога последен пат беше под 3% од БДП, беше урамнотежен со повисоките суфицити на тековните сметка на азиските земји (главно од Кина) и земјите извознички на нафта. Од друга страна, дебалансите во штедењето и инвестициите беа причина за т.н. „глобална презаситеност со заштеди“ (*глобал савингс глутини*) во земјите во развој, што предизвика значително зголемени нето-приливи на капитал од земјите во развој кон развиените земји, со САД како главен примател на овие приливи. Гледано како целина, земјите во развој преминаа од нето-должници на финансиските пазари кон големи нето-кредитори.

Земајќи предвид дека суфицитот на тековната сметка на една земја е идентичен на разликата помеѓу штедењето и инвестициите, доколку ги следиме трендовите на движење на овие варијабли по земји за одреден период, ќе ги видиме изворите односно причините од каде што потекнуваат претходно споменатите надворешни дебаланси.

Графикон бр.7: Стапки на штедење и инвестирање во САД, Кина, ЕУ, Јапонија, Азија, земји извознички на нафта, како % од БДП, (1990-2008)



(Извор:ИМФ, Њорлд Девелопмент Индикаторс анд Њорлд Економиц Оутлоок, 2008)

Графиконот бр. 7 ни дава преглед на трендот на движење на стапките на штедење и стапките на инвестиции (како % од БДП) по одделни земји за период од 1990 до 2008 година.

Во случајот на САД, највпечатлив е непрекинатиот пад на стапката на штедење по 1997 година, со забрзување на темпото од 2006 година. Како резултат на тоа, во 2008 година стапката на штедење во САД го достигна нејзиното најниско ниво во последните две декади, односно цели седум процентни поени под нејзината вредност од 1990 година. Ова беше рефлексивна на намалувањето на стапката на јавното штедење од една страна како резултат на експанзивната фискална политика и намалувањето на стапката на приватното штедење коешто беше олеснето од финансиските иновации и олеснетиот пристап до потрошувачки кредити. Од друга страна, стапката на инвестиции следеше циклична шема при што највисоките вредности ги достигна во 1999 и 2006 година. Споредбата на трендовите на движење на стапките на штедење и инвестиции ни покажува дека од крајот на 1990-тите до 2003 година, намалувањето на стапката на штедење беше главната причина за зголемување на дефицитот на тековната сметка на САД, а во годините по тоа, трендот на движење на салдото на тековната сметка беше под влијание на стапката на инвестиции којашто се зголемуваше до 2006 година, а потоа имаше надолан тренд.

Ниските стапки на штедење во САД се во спротивност со забележаната екстремно висока стапка на штедење во Кина којашто во периодот 2006-2008 година достигна и 50% од БДП. Од графиконот бр. 7 на којшто се претставени стапките на штедење и инвестиции во Кина, јасно се гледа дека од 2000-тата година и стапката на штедење и стапката на инвестиции растат, но стапката на штедење бележи побрз раст. Зголемувањето на стапката на вкупното штедење се должи на зголемувањето на корпоративното штедење коешто во последните години изнесуваше околу 20% од БДП, иако и штедењето на домаќинствата бележеше раст¹¹. Многу аналитичари го поврзуваат високото ниво на корпоративно штедење во Кина со слабото корпоративно управување на големите претпријатија коишто имаа право да ги задржат нивните профити со фискалната реформа од 1994 година. Во секој случај, резултатот беше огромно зголемување на суфицитот на тековната сметка на Кина, што во 2007 година достигна 10% од БДП¹².

Во високоразвиените земји (со исклучок на САД), стапките на штедење и инвестиции беа подложни само на релативно умерени промени. Во земјите членки на Европска унија, незначителниот опаѓачки тренд во стапката на штедење во текот на последната декада водеше до постепено намалување на дефицитот на тековната сметка, и најпосле движење во спротивен правец односно суфицит на тековната сметка на земјите членки на Европска Унија. Во Јапонија, стапката на штедење и стапката на инвестиции имаа надолан тренд во текот на 1990-тите години, но тие останаа прилично стабилни во последната деценија кога тековната сметка бележеше умерен суфицит.

Трендовите на штедење и инвестирање во високоразвиените економии се во спротивност со оние забележани во азиските земји и земјите извознички на нафта.

¹¹Prasad, E. (2009) "Rebalancing growth in Asia", IZA discussion paper 4298; Kuijs L (2006): "China in the future: a large net saver or net borrower?", Mimeo, World Bank

¹²Kuijs, L. (2005) "Investment and savings in China" World Bank Policy Research Working Paper No. 3633

Кај азиските земји и земјите извознички на нафта, стапката на штедење имаше нагорен тренд. Во Азија, како резултат на зголеменото штедење на економиите во развој, додека во земјите извознички на нафта како резултат на постојаниот пораст на цената на нафтата. Зголеменото штедење доведе до зголемување на суфицитите на тековните сметки на овие земји – особено помеѓу земјите извознички на нафта чијшто суфицит надминуваше 15% од БДП во 2008 година.

За да се толкува зголемувањето на нето штедењето во пазарните економии како причинско-последично, треба да ги идентификуваме факторите во тие земји коишто предизвикале пораст на штедењето или намалување на инвестициите или комбинација од овие две. Всушност, неколку фактори придонесоа за зголемувањето на понудата на нето штедењето од пазарните економии:

- Финансиските кризи што погодија многу азиски земји во 1990-тите години, доведоа до значајно намалување на инвестициите во тие земји (делумно како резултат на намалување на довербата во домашните финансиски институции) и до промена на економските политики што се обидоа да спречат апрецијација на валутата, одлуки поврзани со акумулација на девизните резерви и фискална консолидација што придонесе за суфицит на тековните сметки;
- Наглото зголемување на цените на суровата нафта што влијаеше на зголемувањето на доходот на земјите извознички на нафта, повеќе отколку што овие земји беа во можност или сакаа да ја зголемат потрошувачката. Тоа од своја страна доведе до повисока стапка на штедење и суфицити на тековните сметки во овие земји;
- Стапката на штедење во Кина нагло порасна (и тоа повеќе отколку стапката на инвестиции). Зголемувањето на стапката на штедење беше резултат на силниот раст на приходите во неразвиениот финансиски сектор и слабата социјална заштита којашто го зголеми мотивот за штедење од претпазливост.

На глобално ниво, вкупното штедење мора да биде еднакво на вкупните инвестиции, и збирот на состојбите на тековните сметки мора да биде нула. Согласно на тоа, во високоразвиените економии, реализираните стапки на штедење мораа да бидат пониски во споредба со стапките на инвестирање, и дефицитите на тековните сметки да бидат контрабалансираны со суфицитите на тековните сметки на земјите во развој. Ова прилагодување можеше да се постигне само со намалување на реалните каматни стапки (и соодветно на тоа зголемување на цените на средствата)¹³. Ефектите беа особено големи во САД како резултат на високиот раст на продуктивноста и длабоко развиените пазари на капитал во оваа земја коишто беа особено привлечни за странскиот капитал.

¹³Caballero, Ricardo J., Emmanuel F. and Gourinchas P. (2006) "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," NBER Working Paper Series 11996

1.2.2.3. Промена на инвеститорските преференции

Во прилог на факторите поврзани со монетарната политика и штедењето и инвестициите, долгорочните реални стапки на принос се под влијание на промена□□ на инвеститорските преференции, односно промена□□ во инвестиционите портфолија во однос на финансиски□□ инструменти и земји. Тоа може да биде резултат на повеќе фактори: акумулација на девизни резерви главно меѓу азиските економии, со цел да се стабилизираат нивните валути; зголемување на приходите од нафта; промена на преференциите поврзани со портфолиото како резултат на стареење на населението, особено во делот на пензиските фондови; премин од вложување во акции кон вложување во обврзници како резултат на негативното искуство од падот на цените на акциите на берза□□.

1.2.2.3.1. Акумулација на девизни резерви и петродолари¹⁴ (petrodollars)

Како резултат на недостиг на диверзифицирани и ефективни инвестициони канали, земјите извознички на нафта и некои од пазарните економии мораа да го инвестираат најголемиот дел од трговските вишоци во доларски средства. Еден фактор за тоа беше атрактивноста на САД како инвестициска дестинација за време на технолошкиот бум од 1990-тите години, и длабочината и софистицираноста на финансиските пазари во САД.

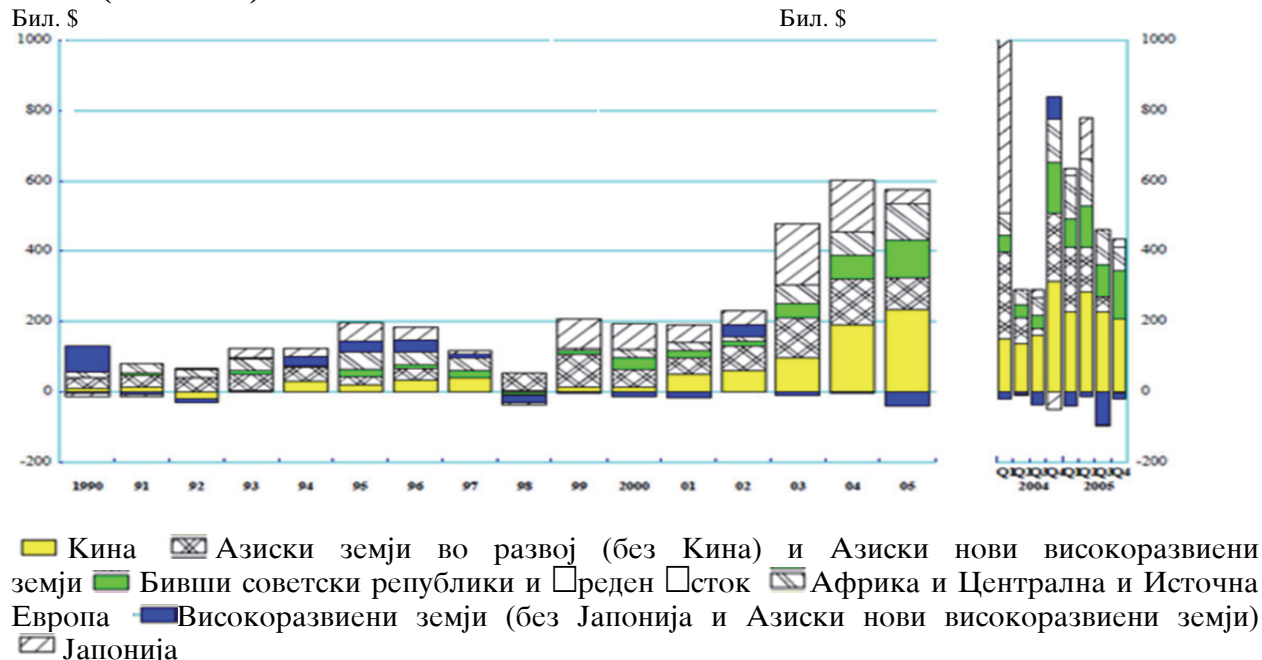
Друг фактор беше специјалниот интернационален статус на американскиот долар¹⁵. Како резултат на тоа што американскиот долар е интернационална резервна валута и поради тоа што некои од пазарните економии го користеа доларот како референтна валута со којашто ја врзуваат домашната парична единица, заштедите што излегуваа надвор од земјите во развој беа насочени повеќе кон доларски деноминирани средства како на пример, американски државни хартии од вредност. Во последните години, странските централни банки, а особено оние од Азија извршија значителни купувања на американски државни обврзници со што ги зголемуваа своите девизни резерви.

Голем дел од средствата акумулирани преку суфицитите на тековните сметки во азиските земји (особено Кина) и Јапонија беа претворени во девизни резерви.

¹⁴петродолар претставува американски долар заработен од страна на една земја преку продажба на нафта. Овој термин ја опишува ситуацијата кога земјите извознички на нафта заработуваа голем износ на средства (долари) како резултат на производството на нафта

¹⁵Bernanke, B. (2005) "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", remarks by Governor Ben Bernanke At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia

Графикон бр.8: Проценета акумулација на резерви по региони, со исклучок на злато (1990-2006)



(Извор: ММФ и ОЕЦД цалцулатионс)

Како што може да се види од графиконот бр. 8, акумулацијата на девизни резерви на глобално ниво во 2004 година беше околу трипати од просекот од 1999 до 2001 година, а трендот на пораст продолжи и во следната 2005 година. На Азија, се припишува околу $\frac{3}{4}$ од акумулацијата на девизни резерви на глобално ниво, со постојан раст на учеството на Кина во набљудуваниот период (1990-2005 година).

Мотивацијата за држење големи износи на доларски средства беше различна од земја до земја, но за поголемиот дел од земјите во развој и пазарните економии, главниот мотив беше загриженоста на владите за потенцијално негативните импликации од апрецијацијата на девизниот курс за економската активност и долгорочната надворешна рамнотежа. Како резултат на тоа, Азија пред почетокот на глобалната финансиска криза беше земја од „проширениот доларски блок“ којашто го обезбедуваше екстерното финансирање што го побаруваше САД. Капиталните текови насочени кон американските државни обврзници ги поттикнуваа приливите од приватните инвеститори сè додека азиските централни банки со политиката којашто ја водеа осигуруваа продолжување на ниското ниво на долгорочни каматни стапки и релативно јак долар.

1.2.2.3.2. Портфолија на пензиските фондови и промена во класи на средства

Ниското ниво на долгорочни каматни стапки делумно ги рефлектираше промените во составот на портфолијата поврзани со демографските трендови. Имено, агрегатното штедење на домаќинствата до некој степен зависи од стапката на стареење на населението и флукутира во зависност од промените во делот на

„примарните штедачи” (луѓе помеѓу 40 и 59 години) и потенцијалните „нештедачи” (луѓе над 60 години).

Покрај тоа, од аспект на управувањето со ризикот, поединците со текот на годините постепено ги менуваат своите преференции во насока на вложување во помалку ризични средства, односно вложување во обврзници наместо вложување во акции. Приватните пензиските фондови беа главните посредници при тие промени. Имено, тие биле отсекогаш важен купувач на висококвалитетни хартии од вредност со фиксен приход, но нивната побарувачка за долгорочни обврзници беше дополнително зајакната во годините пред почетокот на глобалната финансиска криза, како резултат на искуството од берзанскиот крах од 2000 □□ 2001 година и последните регулаторни и сметководствени промени што на некој начин влијаеја пензиските фондови да обрнат поголемо внимание на начинот на управување со ризикот од промена на каматната стапка. Дополнително, потребата да се обезбеди стабилна стапка на принос предизвика ребалансирање на портфолијата на пензиските фондови, односно поголема преференција кон вложување во обврзници наместо акции.

1.3. Микроекономски причини за појава на глобалната финансиска криза

Освен макроекономските причини, глобалната финансиска криза изнесе на виделина одредени проблеми од областа на микроекономијата. Имено, со текот на времето се покажа дека инвеститорите се недоволно информирани за природата и ризиците на комплексните финансиски инструменти; постоеја погрешни стимули на менаџерите на финансиски средства што произлегуваа од системот на наградување врз основа на генерираните приходи; постоеше проблем на објективност на кредитните рејтинг-агенции коишто обезбедуваа кредитни рејтинзи на финансиските инструменти по барање на издавачот; проблеми од областа на следење и мерење на ризикот коишто потекнуваа од апликацијата на статистички модели што не водат сметка за ретки настани и по подолг период на висока нестабилност; *“а ѓприори”* продуцираа перцепција за пониско ниво на ризик на глобално ниво и сл.

1.3.1. „Меур” на пазарот на недвижности – централен елемент на глобалната финансиска криза

Централен елемент на глобалната финансиска криза беше создадениот „меур” на пазарот на недвижности

1.3.1.1. Настанување на „меур” на пазарот на недвижности во САД

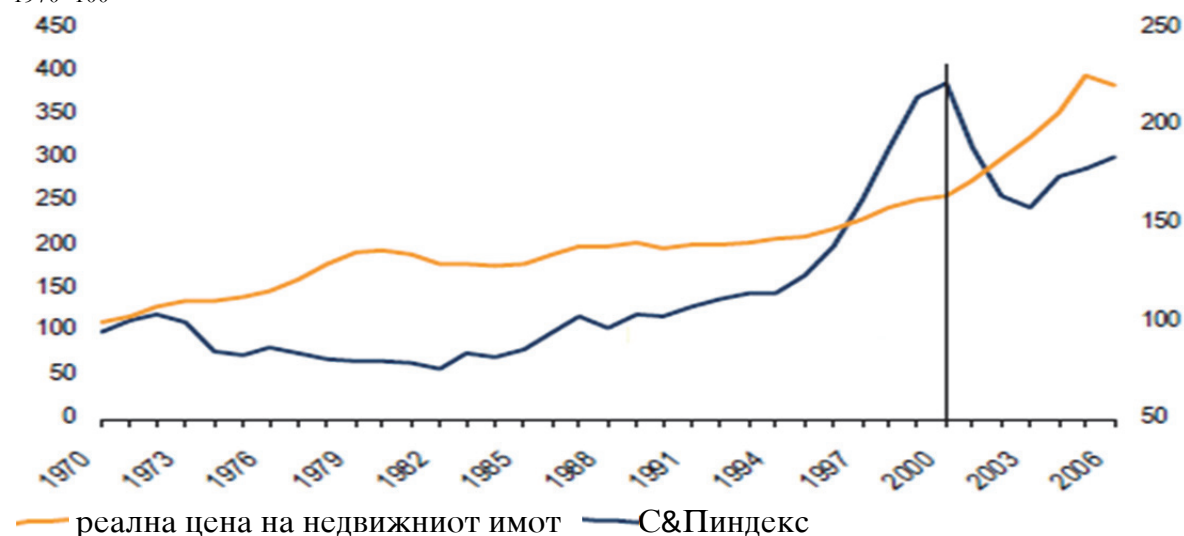
Под „меур” подразбираме рапиден пораст на цената на едно средство како резултат на очекувањата дека таа цена ќе продолжи да расте. Кога цената ќе порасне над реалната вредност на средството, истата почнува да паѓа многу брзо аналогно на пукање на претходно создадениот „меур”.

Иста е логиката и со „меурите“ на пазарот на недвижности што вообичаено започнуваат со зголемување на побарувачката на недвижности во услови на ограничена понуда за којашто е потребно релативно долг временски период повторно да се зголеми. Шпекулаторите тогаш влегуваат на пазарот верувајќи дека ќе можат да остварат профити преку краткорочно купување и продавање. Ова дополнително влијае на зголемување□□ на побарувачката. Но, во некоја точка, побарувачката опаѓа или стагнира во исто време кога понудата расте резултирајќи во нагло опаѓање на цените, со што доаѓа до пукање на „меурот“.

„Меурот“ на пазарот на недвижности во САД растеше паралелно со „меурот“ којшто беше создаден на пазарот на хартии од вредност од 90-тите години (*“сџоцк буббле”*). Порастот на цените на недвижностите беше □□□□□□□□ од историско ниските каматни стапки и недоволните стапки на принос коишто инвеститорите ги очекуваа по завршувањето на берзанскиот бум во 2000-тата година.

Графикон бр.9: Индекс на цени на недвижниот имот и берзанскиот индекс (С&П) во САД (1970-2006)

индекс
1970=100



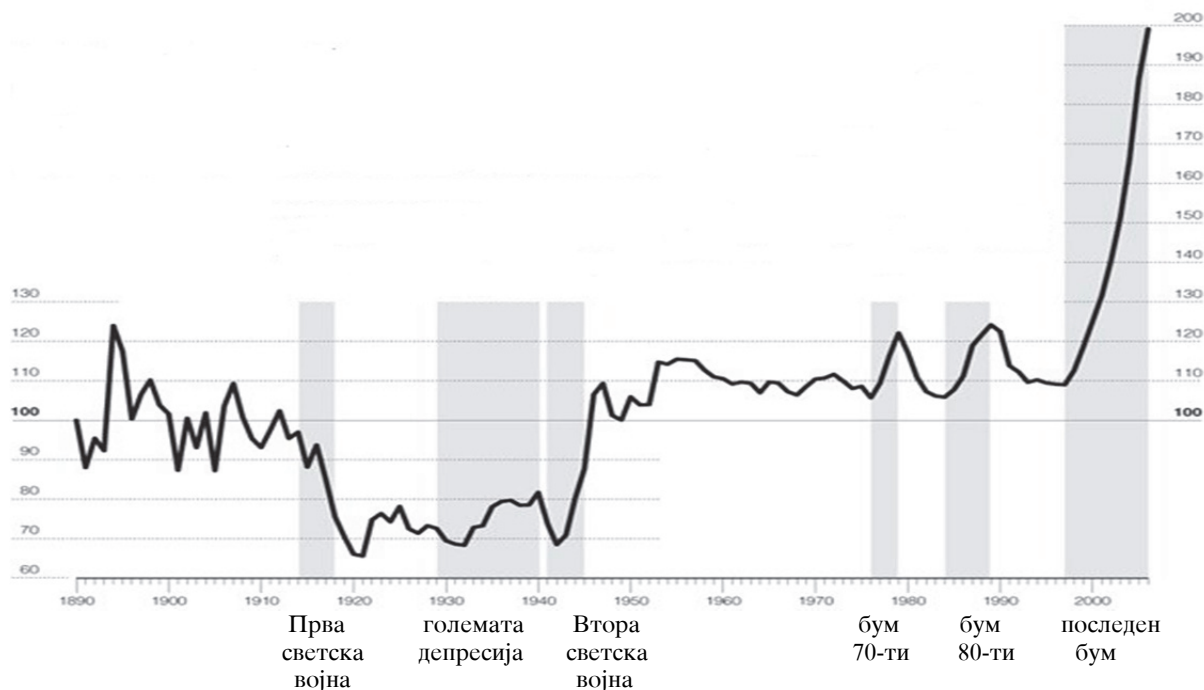
— реална цена на недвижниот имот — С&П индекс
(Извор: УС Оффице оф Хоусинг Ентерпризе Оверсигхт (ОХЕО) и Иррационал Едуберанце, 2^{нд} едисион 2006 бс Роберт Схиллер, Принцетон универзитс пресе)

На графикон□□ бр. 9 е прикажано движењето на цените на недвижниот имот во САД и берзанскиот индекс во период од 1970 □□ 2006 година. Следејќи го падот на цената на акциите, кај инвеститорите дојде до промена на очекувањата за големината на стапката на принос што би ја добиле доколку своите средства ги вложат на берза. Тоа влијаеше инвеститорите да ги променат своите преференции, односно вложувањето во акции на берза да го заменат со вложување во недвижен имот. Со промената на преференциите од акции кон недвижен имот, зголемените цени на недвижниот имот ги подгреаја очекувањата за понатамошен раст на вредноста на недвижниот имот, па како резултат на тоа дојде и до зголемување на шпекулативната побарувачка. Загубата на довербата во берзата доведе до тоа,

милиони луѓе да се свртат кон инвестирање на своите средства во недвижен имот како сигурна алтернатива во споредба со вложувањето во акции на берза.

Потоа, логиката на растење на „меурот“ беше многу проста. Луѓето кои значително го зголемија своето богатство како резултат на исклучителниот пораст на цените на акциите во берзанскиот бум, трошеа како резултат на тоа зголемено богатство. Ова водеше кон потрошувачки бум во 1990-ти години, но притоа приходите на американците се зголемуваа многу побавно од нивните трошоци, што предизвика стапката на штедење драстично да се намали. Имено, стапката на штедење се намали од блиску до 5% од расположливиот доход во средината на 90-тите, до нешто над 2% до 2000-тата година¹⁶.

Графикон бр.10: Индекс на цени на објекти за домување во САД (1890-2006)



(Извор: Иррационал Едуберанце, 2^{нд} едитион 2006 бс Роберт Схиллер)

На графиконот бр. 10 е претставен индексот на цени на објектите за домување во САД почнувајќи од 1890 година. Овој индекс се базира на продажните цени на веќе изградените објекти за домување (не вклучува нови изградби) при што можеме да ја следиме вредноста на објектите за домување како еден вид инвестиција во одреден временски период. Со серијата податоци конструирана од страна на Роберт Шилер, се претставени вредностите на објектите за домување во период од 116 години (1890-2006 година).

На графиконот бр. 10 со вредност од 100, референтната точка е 1890 година. Ако одреден станбен објект во текот на 1890 година се продавал за 100.000\$, а во 1920 година за 66.000\$ (вредност од 66 на скалата, тоа би значело 36% пониско од

¹⁶Baker, D. (2008)“The housing bubble and the financial crisis”, real-world economics review, issue no. 46,Center for Economic and Policy Research, USA

1890) или 199.000\$ во 2006 година (вредност од 199 на скалата или тоа би значело 99% повисоко од 1890 година).

На графиконот јасно се гледа дека цените на станбените објекти беа значително непроменети цели 100 години, односно во периодот од 1895 до 1995 година¹⁷. Во периодот од 1997 до 2006 година, индексот порасна за околу 85%.

Потрошувачкиот бум во □□□□□□□ 90-ти години доведе до зголемување на побарувачката на објекти за домување. Ова зголемување на побарувачката предизвика создавање „меур“ на пазарот на недвижности бидејќи на краток рок понудата на објекти за домување е релативно фиксна. Затоа, зголемувањето на побарувачката водеше најпрво до зголемување на цените на објектите за домување. Со порастот на цените, пораснаа и очекувањата за понатамошен раст на истите како резултат на што, купувачите на објектите за домување плаќаа далеку повеќе од реалната вредност на истите.

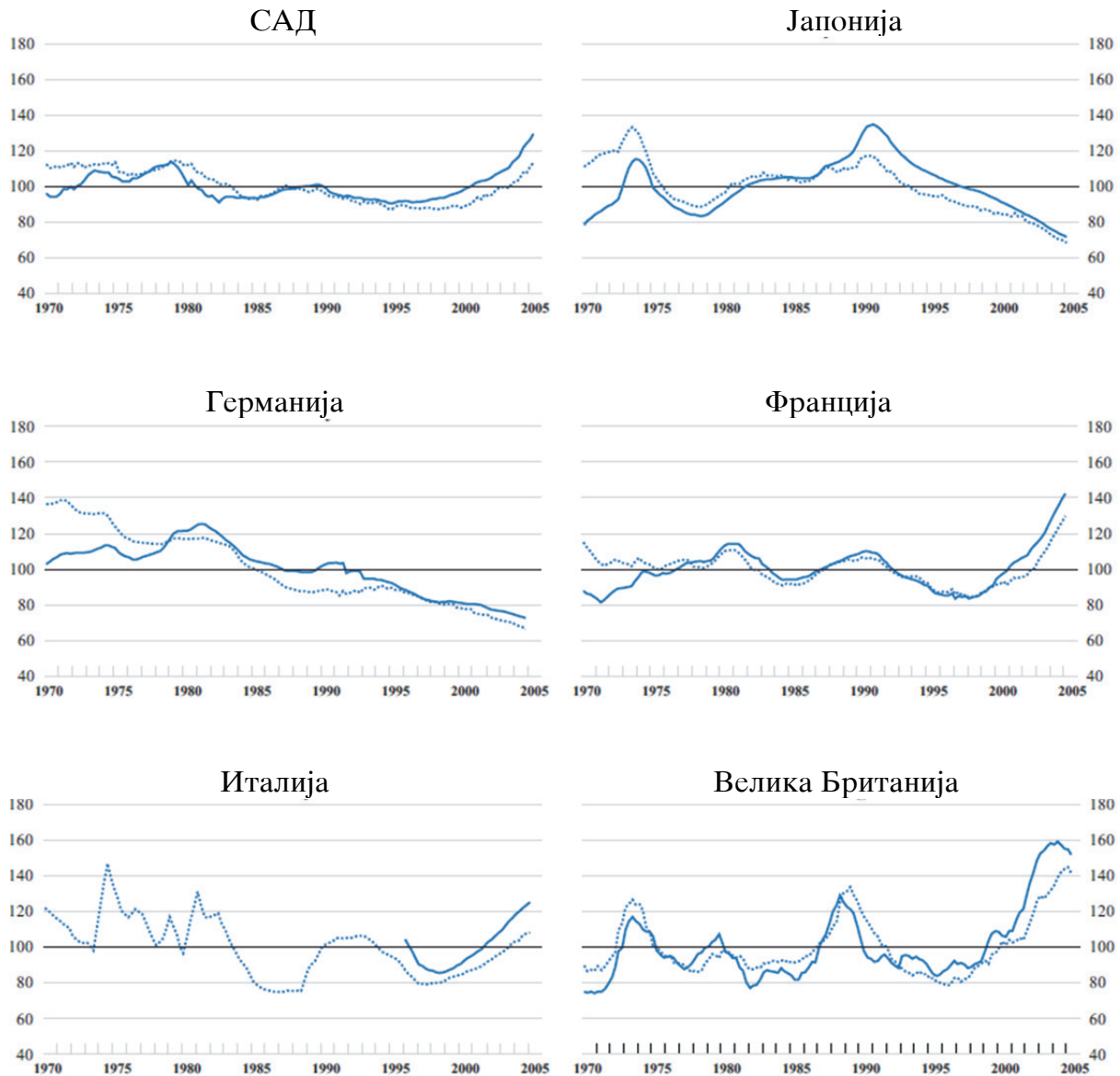
Еден од показателите којшто е општо прифатен со цел да се проценат условите на пазарот на недвижности е односот помеѓу цената на недвижниот имот и расположливиот доход по жител (*прице њо инцоме раџио*) којшто претставува мерка за тоа дали недвижниот имот е во рамките на можностите на просечниот купувач согласно расположливиот доход. Ако овој показател порасне над неговиот просек на долг рок, може да биде индикација дека цените на недвижниот имот се преценети. Во тој случај, потенцијалните купувачи би се соочиле со потешкотии при купување на недвижен имот, што од своја страна би ја намалило побарувачката и би довело до надолен притисок односно намалување на цените на недвижностите¹⁸.

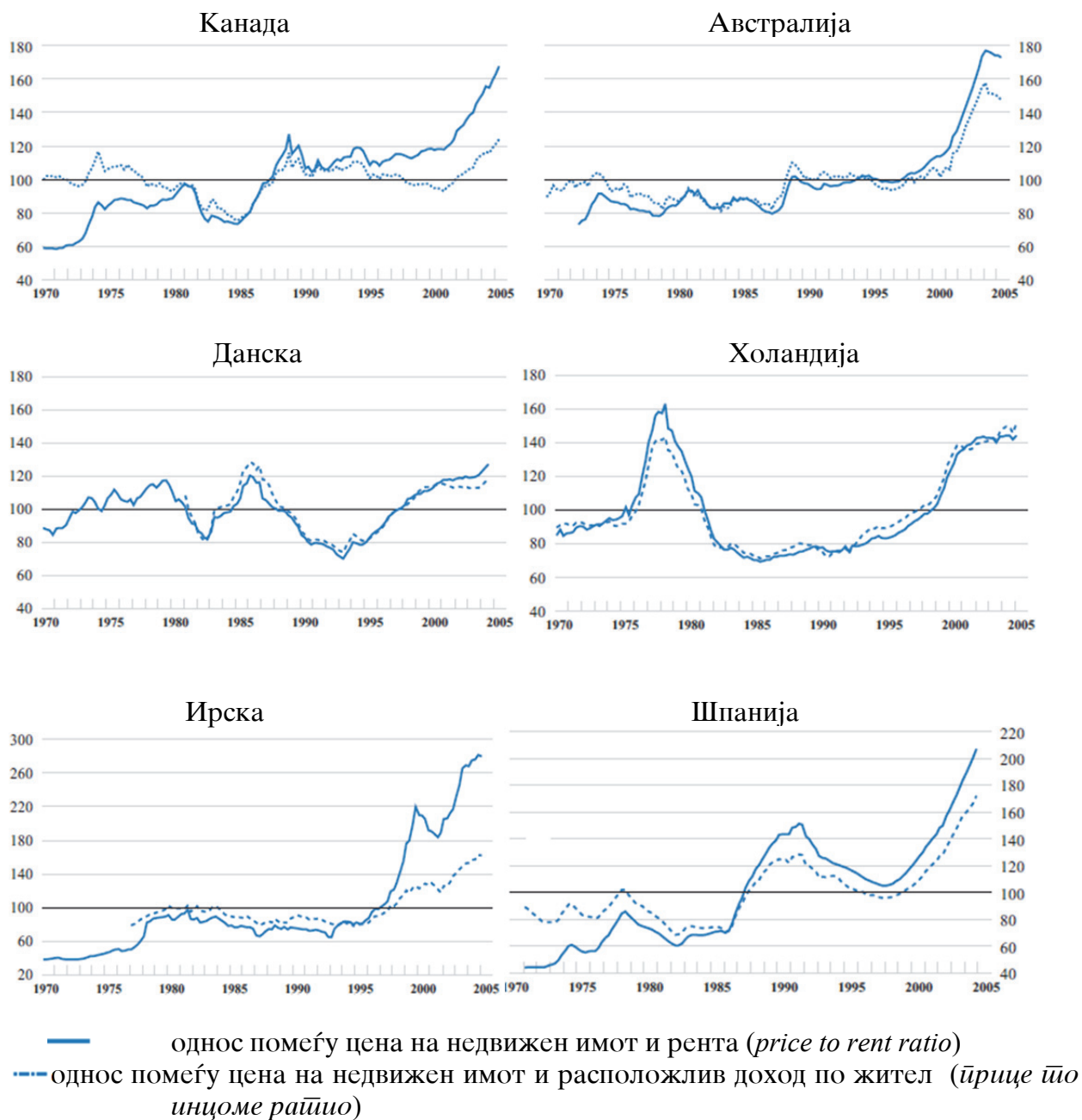
Друг показател што се користи со цел да ја навести преценетоста или потценетоста на цените на недвижниот имот е односот помеѓу цената на недвижниот имот и надоместот за изнајмување објект за домување - рента (*прице њо ренџ раџио*), односно се добива како однос помеѓу номиналниот ценовен индекс на недвижниот имот и компонентата поврзана со плаќање надомест за изнајмување стан од индексот за потрошувачки цени. Овој показател е сличен со показателот што претставува однос помеѓу цената на акцијата и дивидендата на пазарот на хартии од вредност, и може да се толкува како трошок на поседување во однос на трошок за изнајмување на недвижен имот. Кога цените на недвижниот имот се премногу високи во споредба со трошокот за изнајмување (рента), на потенцијалните купувачи ќе им биде поповолно да изнајмат стан отколку да купат, што од своја страна ќе доведе до надолен притисок на цените на недвижниот имот.

¹⁷ Shiller, R. (2006) “Irrational Exuberance” (2nd edition). Princeton, NJ: Princeton University Press

¹⁸ OECD, (2005) “Recent house price developments : The role of fundamentals” Economic Outlook 78

Графикон бр.11: Однос помеѓу цена на недвижен имот и расположлив доход по жител и однос помеѓу цена на недвижен имот и рента во САД, Јапонија, Германија, Франција, Италија, В.Британија, Канада, Австралија, Данска, Холандија, Ирска и Шпанија (1970-2005)





(Извор: ОЕЦД Економиц Оутлоок, дата басе фор инцоме анд ОЕЦД, Маин Економиц Индицаторс)

На графиконот бр. 11 се прикажани двата показателя (односот помеѓу цена на недвижен имот и расположлив доход по жител и односот помеѓу цена на недвижен имот и рента) по одделни земји во период 1970 – 2005 година.

Доколку го набљудуваме показателот за односот помеѓу цената на недвижниот имот и расположливиот доход по жител, ќе забележиме дека за речиси сите земји прикажани на графиконот (со исклучок на Јапонија и Германија кои бележат намалување или исто ниво на цените на недвижниот имот), овој показател во 2005 година е над неговиот долгорочен просек. Така за земјите како

Ирска, Холандија, Шпанија и Велика Британија овој показател во 2005 година е над неговиот долгорочен просек за околу 40% или повеќе, и гледано историски претставува највисоко достигната вредност. Овој показател ни покажува дека цените на недвижниот имот во набљудуваните земји и периоди се преценети.

Што се однесува до другиот показател $\frac{R}{P}$ ни го покажува односот помеѓу цената на недвижниот имот и рентата, исто како и претходниот, во повеќето земји (со исклучок на Германија и Јапонија) беше на ниво над неговиот долгорочен просек при што во некои од нив достигна историски нивоа. На пример во Ирска, во 2005 година достигна 100% над неговиот долгорочен просек. Во другите земји, зголемувањето на овој показател е поумерено, односно тој е повисок за околу 25%-50% над неговиот долгорочен просек. И согласно овој показател (како и со претходниот), можеме да заклучиме дека цените на недвижниот имот во набљудуваните земји и период се преценети.

Секако, треба да се има предвид дека при разгледувањето на овие показатели, паралелно треба да се разгледаат и некои други фактори коишто може да влијаат на нив и да дојде до промена на нивните вредности. На пример, треба да се имаат предвид даночните олеснувања, данокот на имот, амортизацијата, трошоците за одржување како и очекуваните капитални добивки.

1.3.1.2. „Меур“ на пазарот на недвижности во САД

Доколку „меурот“ на пазарот на недвижности во САД ја следеше истата шема како во Јапонија, колапсот по настанатиот бум на пазарот на недвижности би се случил паралелно со колапсот на берзанскиот бум во периодот 2000-2002 година. Наместо тоа, колапсот на берзанскиот бум помогна да се потхрани „меурот“ на пазарот на недвижности.

Дополнително, американската економија многу бавно се оправуваше од рецесијата во 2001 година. Стапката на невработеност продолжи да се зголемува во текот на 2002, и за време на летото во 2003 година. Бавното закрепнување ја натера Централната банка на САД да продолжи со намалување на референтната каматна стапка, при што во летото 2003 година таа достигна најниско историско ниво (во последните 50 години) од 1%. Каматните стапки на хипотекарните заеми го следеа трендот на намалување на референтната каматна стапка. Така на пример, просечната фиксна каматна стапка за 30-годишен хипотекарен заем се намали на 5,25% во летото во 2003 година, исто така најниско ниво во последните 50 години¹⁹.

Со цел да го поттикне пазарот на недвижности дополнително, Алан Гринспан (Алан Греенсџан), тогашниот претседател на Соборот на гувернери на Централната банка во САД, изјави дека купувачите на станови напразно трошат пари со тоа што земаат хипотекарни заеми со фиксни каматни стапки, наместо хипотекарни заеми со прилагодливи каматни стапки (*адјустирабле рајџе мортиџаџес* – *ARM*). Иако ова изгледаше како чуден совет во време кога каматните стапки на хипотекарните заеми беа најниски во последните 50 години, сепак купувачите на станови можеа да си дозволат поголеми хипотекарни кредити по прилагодливи каматни стапки во тоа

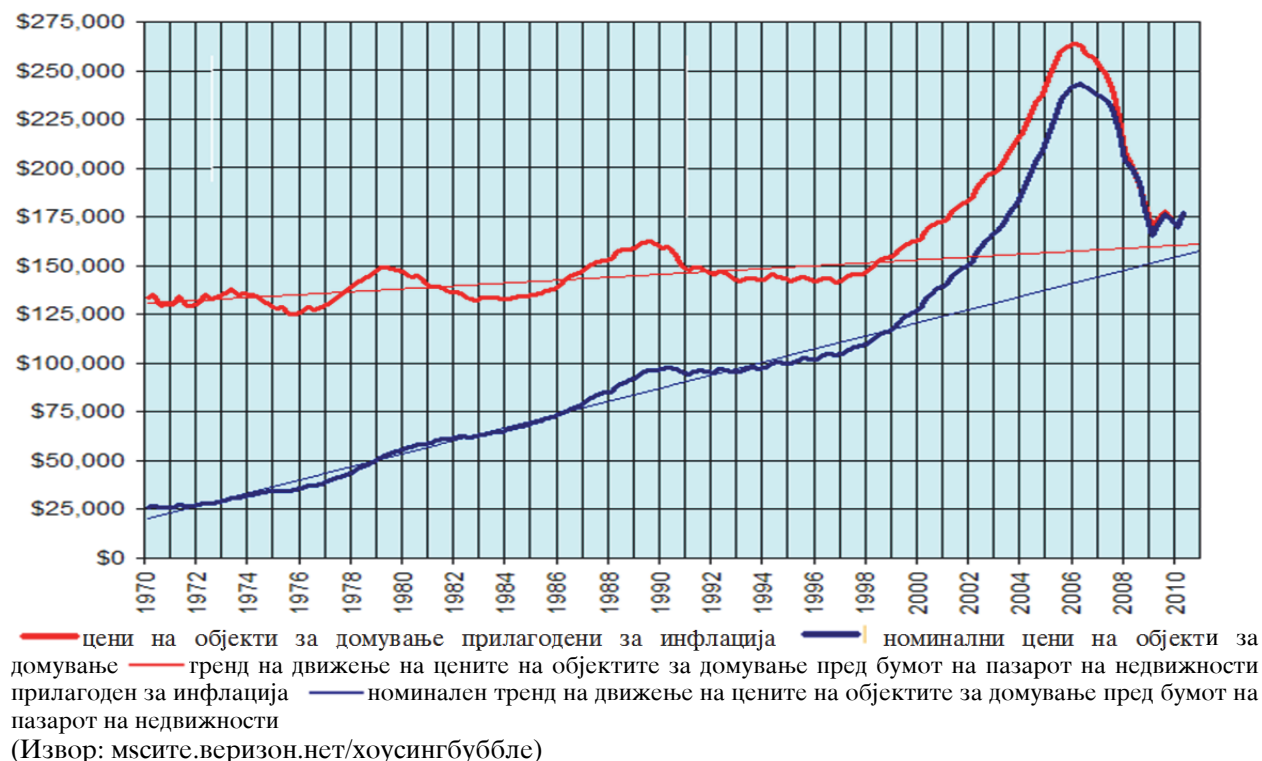
¹⁹Baker, D. (2008) “The housing bubble and the financial crisis”, real-world economics review, issue no. 46, Center for Economic and Policy Research, USA

време. Овие исклучително ниски каматни стапки го забрзаа зголемувањето на цените на куќите.

Притоа, од четвртиот квартал на 2002 година до четвртиот квартал на 2006 година, реалните цени на објектите за домување пораснаа за дополнителни 31,6%, со годишна стапка од 7,1%. Ова придонесе за зголемување на изградбата на објекти за домување, при што врвот е достигнат во 2005 година со 2.070.000 изградени објекти за домување, односно 50% над стапката во годините пред бумот на пазарот на недвижности. Зголемувањето на цените на објектите за домување исто така имаше предвидлив ефект врз штедењето и потрошувачката. Потрошувачката се зголеми овој период, при што стапките на штедење се намалија на помалку од 1% во периодот 2005-2007 година.

Создадениот „меур“ на пазарот на недвижности пукна во 2007 година, затоа што зголемената изградба на станови водеше кон преголема понуда, па како резултат на тоа цените на недвижниот имот не можеа да останат на исто ниво. Од 2007 година кога цените го достигнаа својот врв, започнаа со надолниот тренд. Овој процес на надолна корекција на цените продолжи дури со забрзано темпо во текот на 2007 и 2008 година.

Графикон бр.12: Номинални и реални цени на објекти за домување и тренд на движење на цените на објектите за домување во САД (1970-2010)



Исто како што при создавањето на „меурот“ постои тенденција на самопотхранување, тендецијата при пукањето на „меурите“ е исто така самопотхранувачка, но во обратна насока. Како што цените на недвижностите паѓаат, голем број сопственици на објекти за домување се соочуваат со заплenuвање

на објектите за домување. Запленувањето на објектите за домување може да се случува на доброволна основа или недоброволно.

Недоброволно е кога на пример, сопствениците на објекти за домување сакаат да ги задржат своите домови, и би подигнале хипотекарен заем (во кој како залог стои нивниот сопствен имот) доколку не можат да ги отплаќаат месечните рати на веќе постоечкиот хипотекарен заем. Кога надолниот тренд на цените на куќите ќе ја уништи вредноста на нивниот сопствен капитал, тие ја елиминираат оваа опција и на тој начин доаѓа до запленување на објектите за домување.

Запленување на доброволна основа пак, се случува кога луѓето ќе разберат дека должат повеќе отколку што е вредноста на нивната куќа и одлучуваат да не извршат плаќање на своите обврски по хипотекарниот заем. Во случаи кога куќите беа вреднувани далеку пониско од износот на хипотекарниот заем кој што остануваше за отплата, сопствениците на домови ефективно заштедуваа стотици илјади долари со самото напуштање на куќата.

Без разлика на причината, двата извора на запленување на објектите за домување водеа кон ефективно зголемување на понудата на објекти за домување на пазарот на недвижности. Во првиот квартал на 2008 година, запленувањата беа во износ на 2,8 милиони \$, или годишна стапка од блиску 60 % од стапката на продажба на постоечки објекти за домување во истиот квартал. Во многу од погодените подрачја на САД, бројот на запленување на објектите за домување ја надминуваше продажбата на веќе постоечките објекти за домување. При тоа, големиот број на запленувања, и намалувањето на цените на објектите за домување одеше во прилог на зголемување на понудата на објектите за домување.

Слична динамика имаше и страната на побарувачката на објектите за домување. За време на создавањето на „меурот“, кредитните стандарди беа многу олабавени. Како што доаѓаше до зголемување на стапките на ненаплатени долгови во 2006 и 2007 година, банките почнаа да ги зацврстуваат нивните стандарди и да бараат поголемо учество за хипотекарен кредит. Најострото зацврстување се случуваше на пазарите со најголем пад на цените на недвижностите. Со барано учество за хипотекарен кредит од 20% , па дури и 25%, многу потенцијални купувачи на објекти за домување беа исклучени од пазарот. Овие прагови не само што ги исклучија оние коишто за првпат купуваа куќи туку и голем број на постоечки сопственици кои имаа проблеми со обезбедување на толку високо учество, поради тоа што падот на цените на недвижностите уништи голем дел од вредноста на нивниот сопствен капитал.

До крајот на 2007 година, реалните цени на недвижностите паднаа повеќе од 15% од нивната највисока вредност²⁰. Цените на недвижностите во многу од најпреценетите пазари, паднаа за повеќе од 20%. Уште повеќе стапката на ценовен пад беше забрзана со цени коишто паѓаа за повеќе од 30% (пресметано на годишно ниво) на почетокот на 2008 година. Ова доведе до загуба во износ поголем од 7 трилиони долари (апроксимативно 100.000 \$ по сопственик на недвижен имот), односно речиси 50% од вредноста на БДП. Загубата на богатство од оваа големина за економијата значеше очекувана сериозна финансиска нестабилност.

²⁰ Case-Shiller U.S. National Home Price Index

1.3.2. Пазар на хипотекарни кредити со лош квалитет (*the subprime mortgage market*)

1.3.2.1. Поим за кредити со лош квалитет (*subprime loan*)

Пошироката дефиниција за кредити со лош квалитет (*субприме лоан*) е дека тоа се кредити што во себе содржат висок ризик на ненаплатливост.²¹

Терминот “субприме” се употребува за да се опише одредена карактеристика на дебиторот. Како стандарден индустриски модел за вреднување на кредитната способност на дебиторот се користи скалата *ФИЦО* којашто претставува значаен дел од кредитниот извештај што кредиторите го користат со цел да го оценат кредитниот ризик на апликантот, односно да го продолжат кредитот за веќе издадените кредити.

Вредност под 620 на *ФИЦО* скалата претставува вообичаена дефиниција за дебитор со послаб квалитет. Употребувајќи математички модели, *ФИЦО* моделот зема предвид различни фактори во секоја од следните пет категории, со цел да го детерминира кредитниот ризик: историја на плаќање, тековно ниво на задолженост, видови користени кредити, должина на кредитна историја и нови кредити²².

Кредитите со лош квалитет биле кредити издадени на луѓе со слаба кредитна историја, повремено вработување коишто во минатото имале некои неплатени долгови и како резултат на тоа имаат пониска очекувана веројатност за целосна отплата на кредитот. Оваа проценка вообичаено се прави во согласност со кредитната историја на дебиторот, показателот за сервисирање на долгот во однос на доходот (*дебџ сервице ѿо инцоме-ДТИ*) и во некои случаи показателот за вредноста на хипотеката во однос на вредноста на заемот (*морџгаџе лоан-ѿо-валуе раѿио - ЛТВ*). Каматните стапки на кредитите со лош квалитет, вообичаено беа □□ 2 или 4 процентни поени повисоки од каматните стапки достапни во истото тоа време за кредитите со висок квалитет (*приме лоанс*) одобрени на луѓето со солидна кредитна историја. До крајот на 2006 година, хипотеките со послаб квалитет сочинуваа 15% (91,5 трилиони \$) од вкупно постоечките хипотеки од коишто 600 милијарди се подигнати во 2006 година.

1.3.2.2. Развој на кредитирањето со лош квалитет (*subprime lending*) - високоризични кредити и кредитна практика

Голем број експерти го обвинуваат брзиот раст на кредитирањето со лош квалитет (*субприме лендинџ*) и хипотекарните пазари во 2000-тата година за наглото зголемување на цените на недвижностите во САД како и нивното остро намалување во 2007 година. Овој феномен се појави и во други земји, □□ пример во Германија, Велика Британија и Шпанија. Како и да е, во Европа и во многу други делови од светот кредитите со лош квалитет (*субприме лоанс*) потекнуваа од регулирани, депозитно ориентирани банки за разлика од САД каде што потекнуваа од

²¹Demyanyk and Hemert V., (2008) “Subprime mortgage market crisis”, Economic essay

²² IMF (2007) “Money for nothing and checks for free, Recent developments in the US Supprime Mortgage Markets, Lessons from Subprime turbulence” IMF Working paper (WP/07/188)

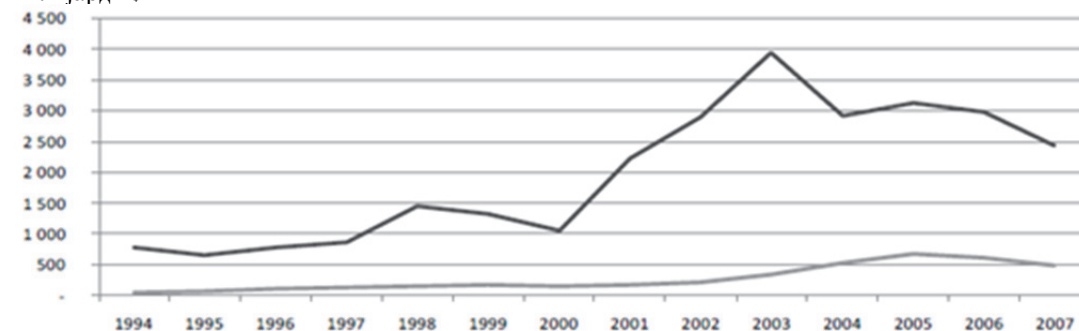
специјализирани хипотекарни брокери кои не работеа под иста регулатива како комерцијалните банки²³.

Со цел да се привлечат голем број дебитори, кредиторите започнаа да нудат нови типови хипотекарни продукти коишто често имаа ниски иницијални трошоци и беа дизајнирани да бидат рефинансирани по неколку години кога вредноста на недвижностите се зголемува. Еден пример е *НИНЈА* хипотеката понудена на дебитори, што во превод би значела „без приход, без работа или средства“ (*Ho Income, No Job or Assets*).

Со кредитите со ниски каматни стапки, □□ нискодоходните фамилии и останатите корисници со слаба кредитна историја им била дадена можност да влезат на пазарот на недвижности. Во исто време како резултат на растот на вредноста на недвижностите, дебиторите сметаа дека можноста за неисплаќање на обврските по основ на кредитот во услови на финансиски потешкотии е намален. □ додека цените на куќите се зголемуваа, дебиторите беа во можност да го продадат нивниот куќа или стан, и да ја отплатат хипотеката.

Графикон бр.13: Вкупно издадени кредити и издадени кредити со лош квалитет во САД (1994-2007)

милијарди \$



— вкупно издадени кредити — издадени кредити со лош квалитет
(Извор: Тхе 2007 Мортгаге Маркет Статистицал Аннуал, Инсиде Мортгаге Финанце)

Како што може да се види од графиконот бр 13, пред 2000-тата година кредитирањето со лош квалитет постоеше во многу мал обем, но кратко потоа значително се зголеми.

Во услови кога се очекуваше да продолжи растот на цените на недвижностите и беа достапни нови финансиски иновации, дебиторите со лош квалитет (субприме борроњерс) станаа примарен клиент за хипотекарните кредитори (мортгаге лендерс).

Еден од популарните хипотекарни продукти беа хипотекарните кредити со прилагодлива односно варијабилна каматна стапка (*Адјусџабле Рајџе Морџгаџе - АРМ*). Тие беа многу корисни за клиентите со низок доход како резултат на многу пониските каматни стапки од пазарните (*џеасер рајџе*) и без обврска за учество. Каматните стапки на овој тип кредити се менуваа периодично. Бенефи□□□□□□

²³Mayer, C. and Pence, K. (2008)“Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom?”, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Fed, Washington, D.C

од овие кредити е тоа што иницијалната каматна стапка е вообичаено пониска од онаа на хипотекарните кредити со фиксна каматна стапка, што значи дека дебиторот на почетокот се соочуваше со пониска иницијална месечна рата отколку кај традиционалните кредити, така што повеќе дебитори можеа да си дозволат купување своја кука и квалификување за поголем износ на кредит.

Некои хипотекарни кредити со прилагодлива каматна стапка (*АРМ*) им дозволуваа на дебиторите да ги одложат плаќањата по основ на каматите за нареден период и да ги додадат на главнината.

Освен порастот на кредитите со лош квалитет (*субџриме лоанс*), исто така имаше зголемување и на средната категорија на хипотекарни кредити (*Алџи-А морџгаџе цаџеџорс*). Ова беа кредити коишто беа издавани на дебитори кои имаа кредитна историја подобра од “субџриме” дебитори, но не беа квалификувани како “џриме” дебитори или кои поднесуваа некомплетна документација за доходот и средствата.

Овие Алт-А кредити беа во многу случаи со подискутабилен квалитет од кредитите со лош квалитет (*субџриме лоанс*). Поголемиот дел од овие кредити се користеа за купување инвестициски средства. Ваквиот тип кредити коишто беа издадени во периодот од 2005-2007 година, беа кредити со варијабилна каматна стапка и притоа содржеа опција за плаќање на обврските само по основ на камата (*инџерестџ-онлс лоан*), или кредити со опција за плаќање (*џасмениџ-оџџион лоан*) при што кредиторот може да избере колку да плаќа секој месец; кои бараа од дебиторите да ги исплатат обврските по основа на камата на нивните хипотеки, најмалку до датумот на ресетирање (*ресетџ даџџе*) којшто обично е пет години по денот на издавање кога доаѓаше до промена на каматната стапка. Кредитите од Алџи-А категорија сочинуваа повеќе од 40% од кредитите што беа издадени кога пазарот на хипотекарни кредити го достигнуваше својот врв.

Олабавените кредитни практики доведоа до зголемување на стапката на сопственици на домови (*хомеоџнерсџиџ раџџе*), односно од 64% во 1995 година до рекордно ниво од 69,2% во 2005 година или зголемување за околу 0,5% годишно како што може да се види од графиконот бр 14²⁴.

Графикон бр.14: Стапка на сопственици на домови (*Хомеоџнерсџиџ раџџе*), 1965-2009



(Извор:Институте фор Еџономиџ Полиџс)

²⁴ Ronald, U. (2008) “The subprime mortgage market collapses: a Primer on the causes and possible solutions”, Published by the Heritage Foundation

Причината за промена во стапката на сопственици на домови (хомеонерсхип рате) е комбинација од демографски промени и промени во хипотекарните иновации. Притоа, постоеја два спротиставени трендови на движење во оваа стапка:

- За време на бумот на пазарот на недвижности, нагорната промена на стапката на сопственици на домови (homeownership rate) додаде околу половина милион нови сопственици на домови годишно, во споредба со трендот на стабилно движење на оваа стапка претходно;
- Стапката на сопственици на домови (homeownership rate) по 2005 година започнува да опаѓа.

Големиот број издадени кредити со лош квалитет (*субџриме лоанс*) требаше да биде повеќе од доволно за да сигнализира на регулаторите како и на инвеститорите, дека постои сериозен проблем на пазарот на недвижности. Така, апсурдно беше да се помисли дека бројот на дебитори со добра кредитна историја во категоријата со лош квалитет (*субџриме џајнеџорс*) двојно се зголемил од 2002 до 2004 година имајќи предвид дека пазарот на работна сила беше сè уште слаб, а платите заостануваа зад стапката на инфлација. Зголемувањето на кредитирањето со лош квалитет (*субџриме лендинџ*) во овој период беше непогрешлив знак за проблемите во пазарот на недвижности. За несреќа, наместо да се согледа ова предупредување, политичките лидери и многу експерти го „славее“ зголемувањето на стапката на сопственици на домови (*хомеонерсхип рајте*).

1.3.2.3. Рефинансирање со кеш (*cash-out refinancing*)

Во услови на ниски каматни стапки како што беше случајот во доцните 1990-ти и раните 2000-ти, таканареченото рефинансирање со кеш (*cash-out refinancing*) стана популарно меѓу сопствениците на домови и го поттикна трошењето на стока за широка потрошувачка. Рефинансирањето со кеш (*cash-out refinancing*) значи дека дебиторот може да земе нов хипотекарен кредит којшто е поголем од стариот и разликата да ја добие во кеш т.е. тоа претставува начин да се искористи вредноста на недвижниот имот. Откако дебиторите имаа можност да го користат овој начин за да ослободат кеш од нивниот капитал во недвижен имот и да го употребат за лична потрошувачка, ваквото рефинансирање стана толку популарно што во периодот од 2001 до 2007 година повеќе од една половина од кредитите со лош квалитет (*subprime loan originations*) беа наменети за рефинансирање со кеш (*cash-out refinancing*)²⁵.

²⁵ IMF (2007) “Money for nothing and checks for free, Recent developments in the US Supprime Mortgage Markets, Lessons from Subprime turbulence”, IMF Working paper WP/07/188

Графикон бр.15: Рефинансирање со кеш (*cash-out home mortgage refinancing*), 1998-2007

милијарди \$



(Извор: ИМФ)

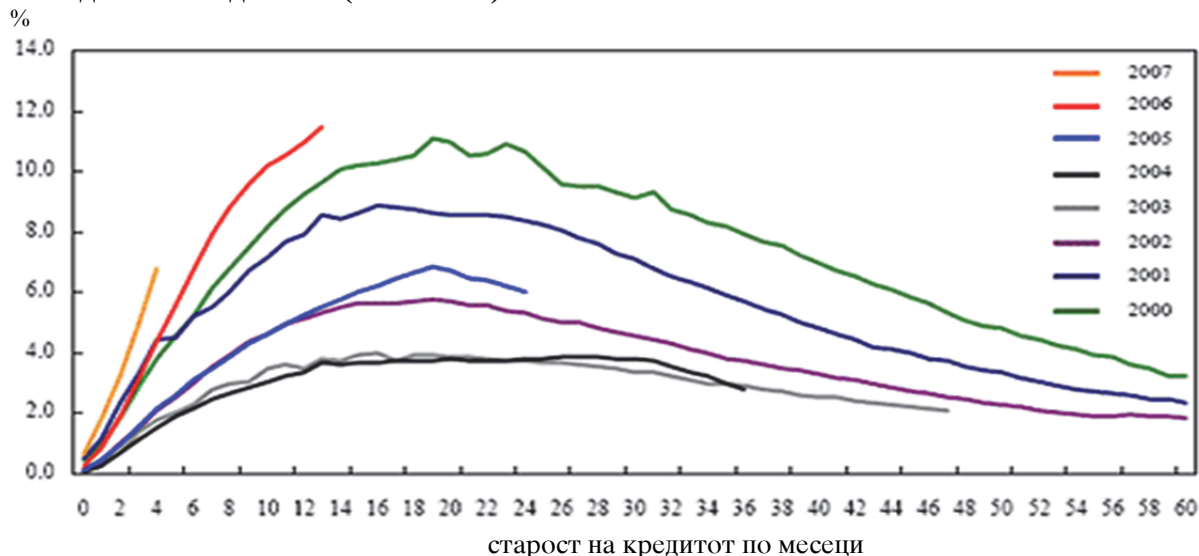
Како што може да се види од графиконот бр. 15, рефинансирањето со кеш го достигна својот врв во 2006 година. Имено, од 26 милијарди \$ во 2000 година, 143 милијарди \$ во 2004 година, достигна 318 милијарди \$ во 2006 година. Притоа сопствениците на недвижен имот ги третираа своите домови како штедни сметки извлекувајќи притоа средства преку рефинансирањето со цел да купат коли, бродови, викендици или да подмират некој друг фамилијарен трошок. До крајот на 2006 година, рефинансирањето со кеш достигна 318 милијарди \$. Така, кога „меурот“ на пазарот на недвижности „пукна“, имаше многу малку капитал во домовите, а со тоа и мала причина да се продолжи со отплатата на хипотеките.

1.3.2.4. Стапка на ненаплатливост на кредитите со лош квалитет

Како што цените на недвижностите започнаа да се намалуваат кон крајот на 2006 и почетокот на 2007 година, започна да се зголемува стапката на ненаплатливост на хипотекарните кредити со лош квалитет (*субџриме моригејџес*), издадени во 2006 година. Кога цените на недвижностите растеа, дебиторите кои имаа потешкотии во однос на исплата на своите обврски, имаа сопствен капитал со којшто можеа да ги предоговорат своите кредити или можеа да ги продадат своите куќи/станови и однапред да ги платат нивните хипотеки.

Но, кога цените на недвижностите започнаа да паѓаат како што може да се види од графиконот бр. 16, стапката на ненаплатливост на кредитите порасна за кредитите издадени во 2006 година со огромна брзина. Првиот знак на проблем беше високиот волумен на ненаплатливост на оние кредити за коишто дебиторот пропуштил да плати една или две од првите тримесечни рати, што подоцна прерасна во зголемување на стапката на ненаплатливост.

Графикон бр.16: Процент на кредити коишто се со задоцнување 60 дена или повеќе, по година на издавање (2000-2007)



(Извор: Моодс'с Инвесторс Сервице)

Брзиот раст на стапката на ненаплатливост на кредитите првично ги погоди слабо капитализираните хипотекарни кредитори (кои претставуваа околу 40% од кредиторите што издале кредити со лош квалитет (*субџриме ориџинаџионс*) во 2006 година) и притоа, тие или прогласија банкрот или беа преземени.

1.3.3. Секјуритизација

Секјуритизацијата како процес настанала во почетокот на 70-тите години како одговор на брзите промени на пазарите, при што се појавила потреба за изнаоѓање дополнителни механизми на финансирање во услови на с[□] поголема конкуренција²⁶. Со своето настанување, секјуритизацијата воведува голема промена во традиционалниот процес на финансирање и финансиско посредување ширејќи ја палетата на иновативни инструменти и воведувајќи потполно нови учесници на пазарот. Положбата чувар на средства, банка и штедилница значајно е променета. Рефинансирањето на позициите во активата значително е олеснето и намалени се трошоците.

Суштината на секјуритизацијата лежи во претворањето на неликвидните должнички финансиски инструменти како што се кредитите и побарувањата, во високоликвидни пазарни хартии од вредност со залог.

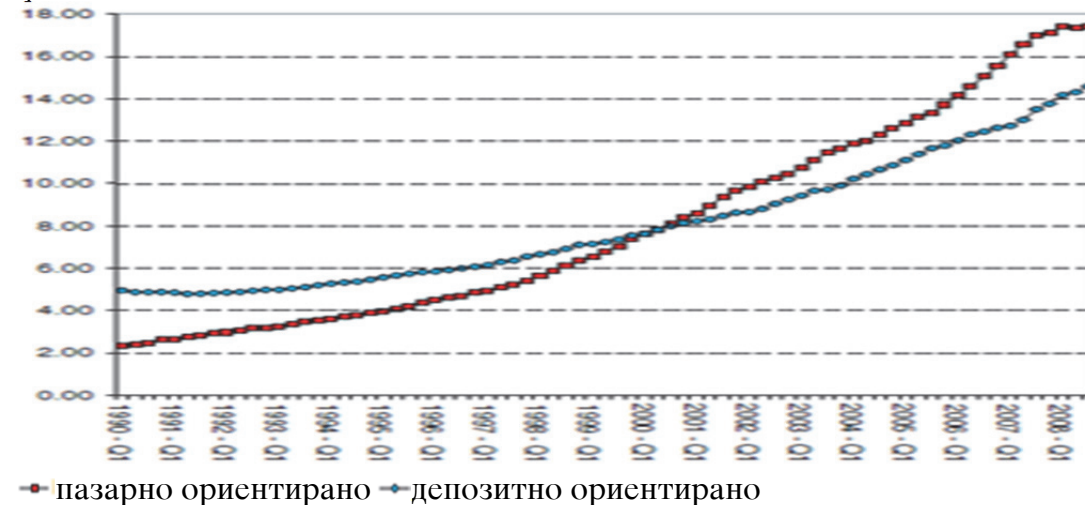
Во декадите пред 1970-тите години, финансирањето на недвижности беше релативно едноставно: банките и штедилниците издаваа хипотекарни кредити на сопствениците на недвижен имот – активност наречена издавање (*ориџинаџион*) и ги чуваа до моментот на нивна наплата. Депозитите претставуваа главниот извор на финансирање на овие дебитори бидејќи поголемиот дел од нив беа депозитарни институции.

²⁶ Peter, S. R. (1991) "Commercial bank management", publisher McGraw- Hill

Во текот на 1970-тите години од минатиот век, финансирањето на недвижностите започна да се менува од депозитно ориентирано финансирање во финансирање ориентирано кон пазарите на капитал. До 1998 година, 64% од хипотекарните кредити во оптек беа продадени од страна на емитентите на големи финансиски институции коишто направија голем број пакети на хипотеки и ги продадоа правата за добивање на плаќањето по основа на главнина и камата директно на инвеститорите.

Графикон бр.17: Пазарно ориентирано финансирање и депозитно ориентирано финансирање (1990 кв. 1 – 2008 кв. 3)

трилиони \$



—■— пазарно ориентирано —◆— депозитно ориентирано
(Извор: Флоњ оф фундс, Федерал Ресерве)

На графиконот бр. 17 се прикажани релативните големини на пазарното ориентирано финансирање и депозитното ориентирано финансирање на средства во САД. Како што може да се види од графиконот во раните 1990-ти години, депозитното ориентирано финансирање беше околу двапати поголемо отколку пазарното ориентирано финансирање на средства. Но, во 2000-тата година пазарното ориентирано финансирање го надмина депозитното ориентирано финансирање²⁷.

Процесот на секјуритизација може да биде различен во однос на учесниците во синџирот, или да вклучува повеќе односно помалку чекори, во зависност од типот на средства што се секјуритизираат и институциите коишто се вклучени во самиот процес.

Процесот на секјуритизација започнува со аплицирање од страна на дебиторите за хипотекарен кредит, при што хипотеката се користи при купување на недвижност или рефинансирање на постоечка хипотека. Апликацијата се поднесува или директно до емитентот (*оригинајтор*), или преку посредник како што е хипотекарниот брокер. Емитентот може да биде комерцијална банка или друга финансиска институција којашто ја гарантира (*ундерврийтер*) хипотеката и

²⁷Схин, Х. С. (2009) “Секуритизацион анд ФинанциалСтабилитс”, Тхе Економиц Јоурнал, 119 (Марч), 309–332, Росал Економиц Социетс 2009, публсхед бсБлацкџелл Публсхинг

иницијално ја финансира и сервисира хипотеката. Емитентот (*оригиналтор*) добива провизија од страна на дебиторот како што се трошоците на склучување (*цлосинг цосис*).

Хипотеката потоа се здружува заедно со други хипотеки и се продава понатаму на друга институција позната како аранжер (*арранџер*) или издавач (*иссуер*). Цената платена од страна на аранжерот е повисока од номиналната вредност на здружените хипотеки вклучувајќи ги идните плаќања по основ на камати. Аранжерот креира фонд во случај на банкрот (*банкруитис-ремоуе ирус*) таканаречено специјално наменско правно лице (*'специал иуриосе вехицле'* или *'специал иуриосе ентитис'*) преку коешто трансакцијата е финализирана. Специјалното наменското правно лице (*СПЕ*) презема во својот биланс актива којашто е предмет на секјуритизација и на основа на тоа емитува хартии од вредност, при што како залог ја користи истата таа актива-хартии од вредност издадени врз основа на средства (*асеи – бацкед сецуриитес*). Најчесто го основа издавачот на заемот или доколку постои - покровителот на емисијата. Пракса е да се основа во форма на труст како за да се искористи поволниот даночен третман што го имаат ваквите компании. Формата на труст е неопходна, со што специјалното правно лице би бил и формално сопственик на активата и носител на обврските кон инвеститорите. Специјалното наменско правно лице го координира сервисирањето на паричниот тек, ги наплатува каматите и главнината на долгот и ги уплаќа на инвеститорите. Рационалноста зад креирањето на ваков труст во случај на банкрот, произлегува од тоа што средствата и обврските на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека мора да бидат легално одвоени од останатите средства и обврски на банката и заштитени во случај на неможност за плаќање од страна на аранжерот. Аранжерот вообичаено се консултира со кредитна рејтинг-агенција за да ги финализира деталите во врска со структурата на договорот. Треба да се напомене дека пулот на средства којшто е секјуритизиран може да содржи и други средства освен хипотеки, на пример, корпоративни обврзници, долгови по основ на кредитни картички или студентски кредити, при што се врши диверзификацијата на пулот.

Кога договорот е финализиран, т.е. хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека се продадени на менаџерите на средства, аранжерот добива провизија од менаџерите на средства инвеститорите, како и премија којашто се плаќа на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека споредени со нивната номинална вредност.

Значи секјуритизацијата е процес преку којшто колатералот (средствата како што се хипотеки, долг од кредитни картички, студентски кредити) се здружуваат заедно и формираат инструменти познати под заедничко име хартии од вредност издадени врз основа на средства (*асеи-бацкед сецуриитес*). Постојат повеќе видови хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, зависно од видот на колатералот врз основа на којшто се тие издадени, на пример колатерализирани обврски за кредит (*цоллаптерализед лоан облигационс-ЦЛО'с*) коишто имаат кредити како колатерал.

Предмет на интересирање во нашиот труд ќе бидат колатерализираните обврски по основ на долг (*цоллаптерализед деби облигационс- ЦДО'с*) и хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*моригаге-бацкед сецуриитес-МБС'с*)

бидејќи тие се едни од комплексните финансиски инструменти што доведоа до почеток на глобалната финансиска криза²⁸.

1.3.3.1. Агенциска секјуритизација и хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*mortgage backed securities*)

Клучни за преминот кон пазарно ориентирано финансирање на хипотекарното кредитирање беа *Фанни Мае* и *Фредди Мац*, државно гарантирани претпријатија (*гoвeрнмeнтi cиoнсopед eнiтepиpисeс ГСЕ'с*) креирани од страна на федералната влада, со цел да го развијат секундарниот пазар на хипотекарни кредити²⁹. Тоа го правеа на следните начини:

- преку издавање долг за зголемување на капиталот користејќи ги тие средства за купување хипотеки коишто ги држеа во своите портфолија;
- преку секјуритизација на хипотеки, односно преку продавање на инвеститорите правона плаќањата по основа на главница и камата.

Во процесот на секјуритизација, *Фанни Мае* и *Фредди Мац* купуваа пулови на хипотеки од емитентите (*opиrинaлiтopс*) коишто вклучуваа и депозитарни институции и недепозитарни издавачи на хипотекарни кредити. Со цел да бидат прифатливи за да продаваат кредити на *Фанни Мае* и *Фредди Мац*, емитентите мораа да се придржуваат кон упатството за гарантирање (*yндepнъpиiиnг љyидeлинeс*) од страна на државните гарантирани претпријатија коишто ги специфицираа видовите на кредити и процесот за верификација на кредитната способност на дебиторите.

Фанни Мае и *Фредди Мац* заедно поврзуваа пулови на хипотеки и ги продаваа правата за парични текови коишто произлегуваат од пуловите на хипотеки на инвеститорите во форма на хартии од вредност, издадени врз основа на хипотека (*мopтiгaгe бaцкeд ceцyриtиeс* - *МБС*). Имателите на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*), имаа право на плаќањата по основа на главнина и камата направени од страна на хипотекарните дебитори во рамки на пулот.

Гинни Мае имаше слична улога на секундарниот пазар на хипотеки гарантирани од страна на Федералната администрација за објекти за домување (*Фeдepaл Хоyсинг Администpаtиoн*) и Администрацијата на ветераните (*Дeйapиmентi оф Вeтepaнс Аффаиpс*).

Хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*) коишто се издадени од страна на државните гарантирани претпријатија *ГСЕ'с* и *Гинни Мае*, се нарекуваат агенциски хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*aгeнцyс МБС*).

Она што е важно е дека *Фанни Мае* и *Фредди Мац* обезбедуваа гаранција за инвеститорите кои вложуваа во хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*), дека исплатата на камата и главница ќе се врши навремено. Ако дебиторот на една од хипотеките (којашто беше во основа на издадените хартии од вредност) не го извршеше своето плаќање, државните гарантирани претпријатија –

²⁸Цриадо, С., Ридтел А. (2008) “Структуред Финансе анд Тхе Финанциал Трумоил оф 2007-2008”, Документ Но.0808, Банк оф Спаин

²⁹ Financial Crisis Inquiry Commission (2010), “Securitization and the mortgage crisis”, Preliminary staff report

GCE што ги издаваа хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*) би ја платиле на трустот достасаната обврска за плаќање на главнина и камата.

Во замена за обезбедување на ваква гаранција, *Фанниџ Маџ* и *Фреддиџ Маџ* пресметуваа одреден износ на гарантна провизија (*џуарантиџ фее*) којашто ја наплаќаа на тој начин што ја поставуваа годишната каматна стапка (т.е. каматната стапка што се добива од страна на имателите на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*) околу 20-25 базични поени (т.е. 0,20-0,25 процентни поени) под просечната пондерирана каматна стапка на хипотеките во пулот. Бидејќи државните спонзорирани претпријатија (*GCE*) се сметаа за имплицитно поддржани од страна на федералната влада, нивната гаранција од инвеститорите беше сметана, како во целост отстранет кредитен ризик, од нивните хартии од вредност издадени врз основа на хипотека.

1.3.3.2. Неагенциска секјуритизација и хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*mortgage backed securities*)

Кај неагенциската секјуритизација, спонзорот на секјуритизацијата кој може да биде инвестициона банка, комерцијална банка или хипотекарна банка прво се стекнува со пул на хипотеки. Притоа се креира ново правно лице – специјално наменско правно лице на коешто се трансферираат хипотеките врз основа на коишто се издаваат различни класи на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*).

За разлика од агенциските хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*), за овие хартии од вредност не беше дадена гаранција за заштита од кредитниот ризик.

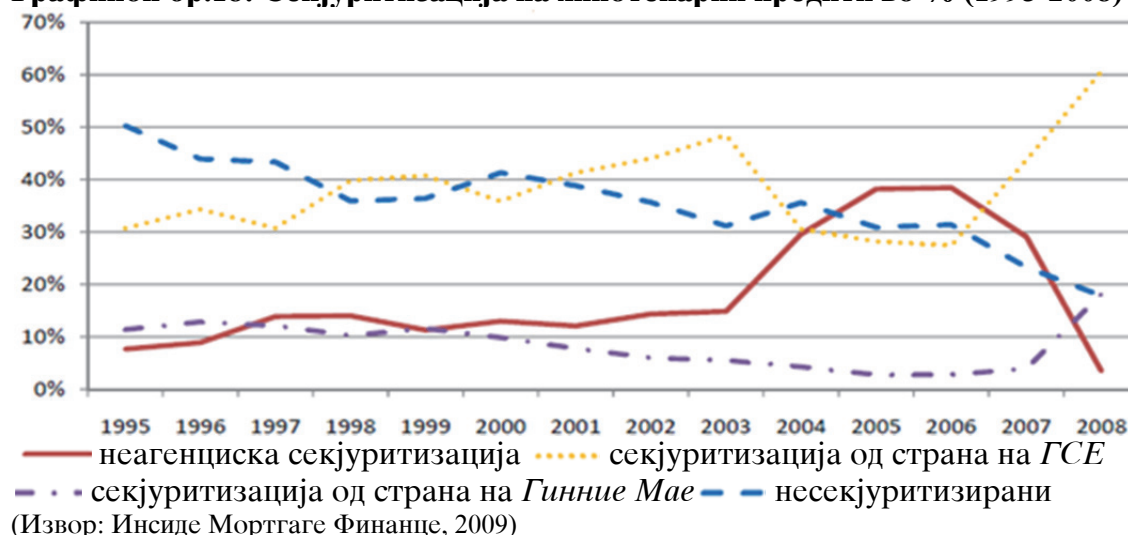
Клучна цел на капиталната структура на специјалното наменско правно лице (*СПВ*) беше да креира транши што се сметаа за нискоризични и можеа да добијат највисок рејтинг (*ААА*) од кредитните рејтинг агенции. Ова беше направено со користење кредитни подобрувања (*цредити енханцементис*), начин на структурирање на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*).

1.3.3.2.1. Пораст на неагенциската секјуритизација

Во 2000 година започна зголемување на пазарниот дел на неагенциската секјуритизација³⁰.

³⁰Gary, G. B. (2008) “The Subprime Panic, Yale School of Management” National Bureau of Economic Research (NBER), Yale ICF Working Paper no. 08-25

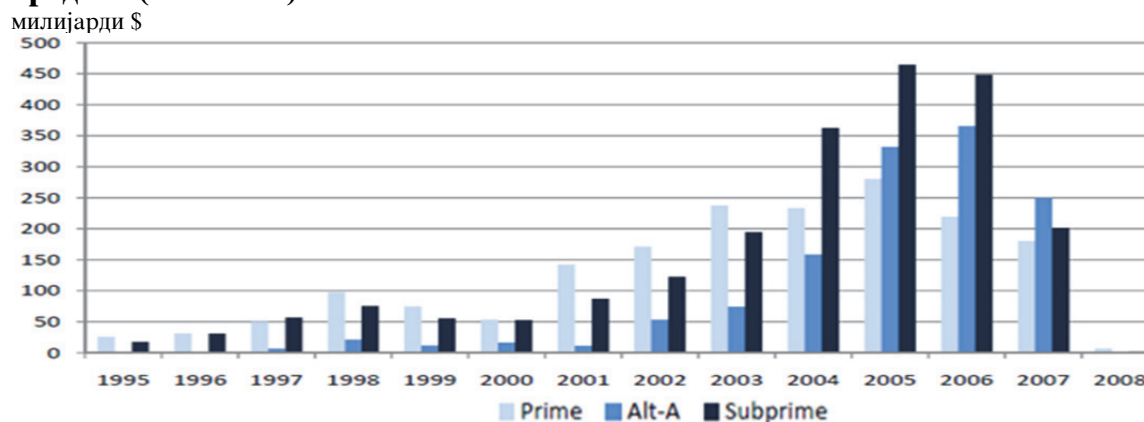
Графикон бр.18: Секјуритизација на хипотекарни кредити во % (1995-2008)



На графиконот бр. 18 се прикажани учествата на секјуритизирани хипотекарни кредити (агенциски и неагенциски хартии од вредност издадени врз основа на хипотека) од страна на *GSE*, *Гинни Мае* и делот на несекјуритизирани кредити по години. Притоа може да се забележат следните трендови во нивното движење³¹:

- несекјуритизирани кредити, без прекин опаѓаат од 50% учество на пазарот во 1995 година, до под 20% во 2008 година;
- неагенциските *MBS* се движат помеѓу 8% и 12% до 2003 година, за во 2006 година да го зголемат нивното пазарно учество за трипати, односно на 38%;
- за време на растот на неагенциските *MBS*, пазарното учество на *Ginnie Mae* значително опадна (изнесуваше околу 2% во 2006 година);
- пазарното учество на двете државнигарантирани претпријатија и *Ginnie Mae* рапидно се зголеми откако пазарното учество на неагенциската секјуритизација опадна во 2008 година.

Графикон бр.19: Вкупен износ на неагенциски секјуритизирани хипотекарни кредити (1995-2008)

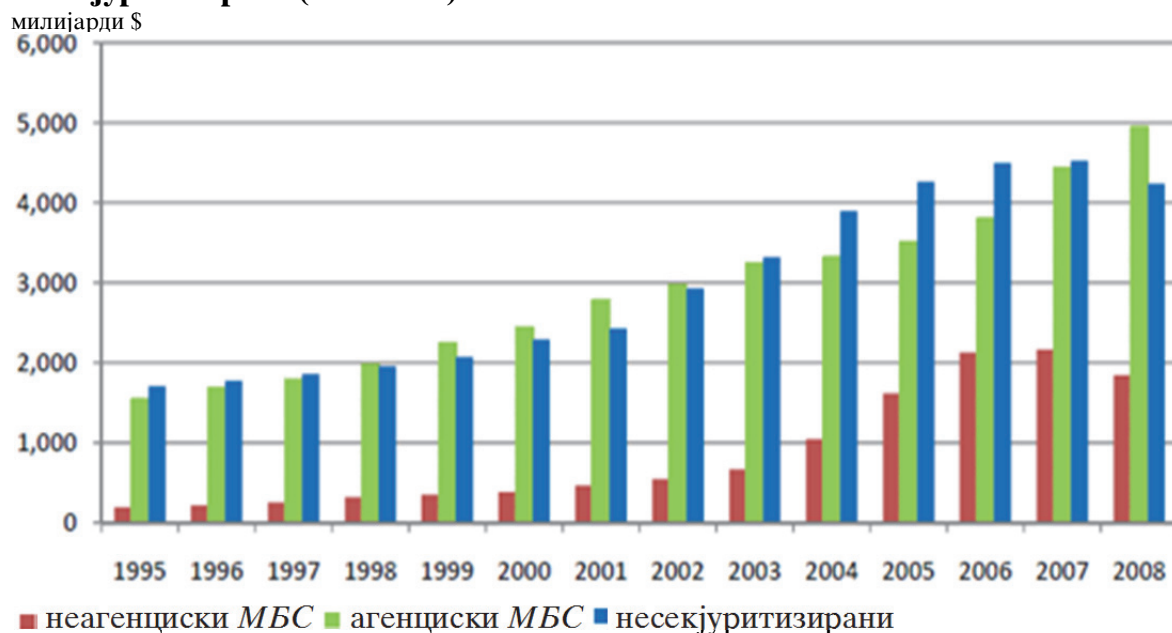


(Извор: Инсиде Мортгаге Финанце, 2009)

³¹ Financial Crisis Inquiry Commission (2010), "Securitization and the mortgage crisis", Preliminary staff report

На графиконот бр. 19 се прикажани вкупните износи на неагенциски секјуритизирани хипотекарни кредити по тип на кредит (*џриме, субџриме, и алиј-А*) издадени 1995-2008 година. Како што може да се види од графиконот кај неагенциските издадени хипотекарни кредити се забележува зголемување во периодот од 2003 до 2005 година. Притоа, најголем пораст во износот покажуваат *Алиј-А* неагенциските секјуритизирани хипотекарни кредити во 2005 година. Во 2008 година вкупните неагенциски секјуритизирани кредити практично се непостоечки.

Графикон бр.20: Износ на постоечки хипотекарни кредити, секјуритизирани и несекјуритизирани (1995-2008)



(Извор: Инсиде Мортгаге Финанце2009)

Друг начин да се види драматичниот раст на секјуритизацијата и посебно порастот на пазарното учество на неагенциските хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС), е преку износот на постоечките хипотеки како основа за издавање на агенциски и неагенциски МБС.

Како што може да забележиме од графиконот бр. 20, износот на постоечките хипотеки како основа за издавање на неагенциски хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС), значително порасна од 670 милијарди \$ во 2003 година до преку 2.000 милијарди \$ во 2006 година. Од 2008 година, износот на неагенциски МБС започна да опаѓа.

Земајќи го предвид колатералот, вредноста на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС) е сензитивна на флукуациите на цената на недвижниот имот, а со опаѓањето на цените на недвижниот имот во 2007 година, хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС) беа погодени. Кога цената на недвижниот имот започна да опаѓа, веројатноста за ненаплатливост на хипотеките порасна како резултат на тоа што дебиторите не беа во можност да го продадат својот имот во износ што е еднаков или поголем од вредноста на

хипотеката, на тој начин зголемувајќи ги ризиците и намалувајќи ја вредноста на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека.

Ризиците поврзани со хартиите од вредност, издадени врз основа на хипотека (МБС) се ризик од ненаплатливост (*дефолт риск*) и ризик од предвремено плаќање (*пре-платмен риск*).

Ризикот од ненаплатливост на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС), е ист како и ризикот од ненаплатливост поврзан со најголемиот дел од инструментите со фиксен приход; главно ризик, дека дебиторот нема да ја плати на време или во целост каматата и главнината. По дефиниција, ризикот од ненаплатливост на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС) се зголемува со зголемување на ризикот на хипотеките врз основа на коишто се издадени тие хартии од вредност. Овој ризик се мери и пресметува согласно *ФИЦО* моделот во моментот кога се одобрува кредитот.

Ризикот од предвремено плаќање, претставува ризик дека дебиторот неочекувано ќе ја исплати хипотеката пред истата да достаса за наплата³². Хипотекарните дебитори во САД генерално, го имаа правото предвреме да ги исплатат своите кредити без да им се пресметуваат казнени пенали. Овој ризик многу е тешко да се измери бидејќи претставува функција од пазарниот ризик и степенот на конкуренција меѓу кредиторите и нема модел којшто би го измерил истиот.

Постојат тврдења дека овој ризик е помалку важен бидејќи инвеститорите добиваат камата и главнина во цел износ предвреме. Но, со оглед на тоа дека предвременото плаќање вообичаено се случува кога каматните стапки се ниски, инвеститорите се соочуваат со ниски каматни стапки при реинвестирање на средствата – при што постои ризик од реинвестирање (*ре-инвеситмен риск*). Комплексноста при мерењето на ризикот од предвремена наплата прави проектирањето на идните парични текови на хипотекарниот пул да биде тешко, а со тоа и самото вреднување на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС)³³.

1.3.3.3. Кредитни подобрувања (credit enhancements)

Клучна алатка на кредитното подобрување беше **субординацијата** (*субординацијон*). Имено, класите на хартии од вредност издадени од страна на специјалните наменски правни лица беа подредени согласно нивниот приоритет при добивање на наплатата. Структурата беше поставена како „водопад“ со тоа што имателите на повисоките транши беа исплаќани пред имателите на пониските или субординирани транши. Највисокиот сет на транши – којшто се нарекуваше сениор хартии од вредност (*сениор секуриџиес*) ги претставуваше хартиите од вредност со најнизок ризик и согласно на тоа, најниска каматна стапка. Тие се исплаќаа пред која било од пониските класи и обично им беше доделуван кредитен рејтинг AAA. Оваа највисока класа на хартии од вредност, обично го сочинуваше најголемиот дел

³²Mason, J. and Rosner, J., (2007) “How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?”, Paper as presented at Hudson Institute, February 15, 2007

³³Mason, J. and Rosner, J., (2007) “How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?”, Paper as presented at Hudson Institute, February 15, 2007

од хартии од вредност издадени од специјалните наменски правни лица. Следните транши се нарекуваа мезанин (*меззанине*) транши коишто носеа повисок ризик и следствено на тоа и повисока каматна стапка. Најниската класа на транши беше нарекувана резидуална (*ресидуал* или *ељуиџис*) транша и добиваше исплати само доколку беа исплатени сите претходно наведени транши со повисок рејтинг. Овие транши обично не беа рангирани и во случај на ненаплатливост на дел од хипотеките во пулот, тие беа оние што први страдаа.

Друг вид техника на кредитно подобрување беше **преголема колатерализација (оверцоллајтерализаџион)**. Со оваа техника, главницата на сите хипотеки коишто се во пулот, често ја надминуваа главницата на сите хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, од страна на специјалното наменско правно лице. Така, во случај на ненаплатливост на некоја од хипотеките во пулот, хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека, не бележеа загуби по основ на ненаплатливост кон инвеститорите.

Дополнителна разлика (Еџесс сџреад) претставува кредитно подобрување, при што каматните плаќања од хипотекарните кредити што се во основа на договорот, обично ги надминуваат износите на провизиите за издавање, купонските плаќања на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*) издадени од страна на трустот и сл. Оваа разлика којашто се нарекува дополнителна разлика (*еџесс сџреад*) се користи со цел да ги апсорбира загубите од хипотекарните кредити, со тоа што се чува во резерва или се дистрибуира секој месец на сопствениците на резидуалните транши. Оваа разлика е особено важна за најниските транши коишто се први што апсорбираат загуби, споредено со повисоките сениор-транши.

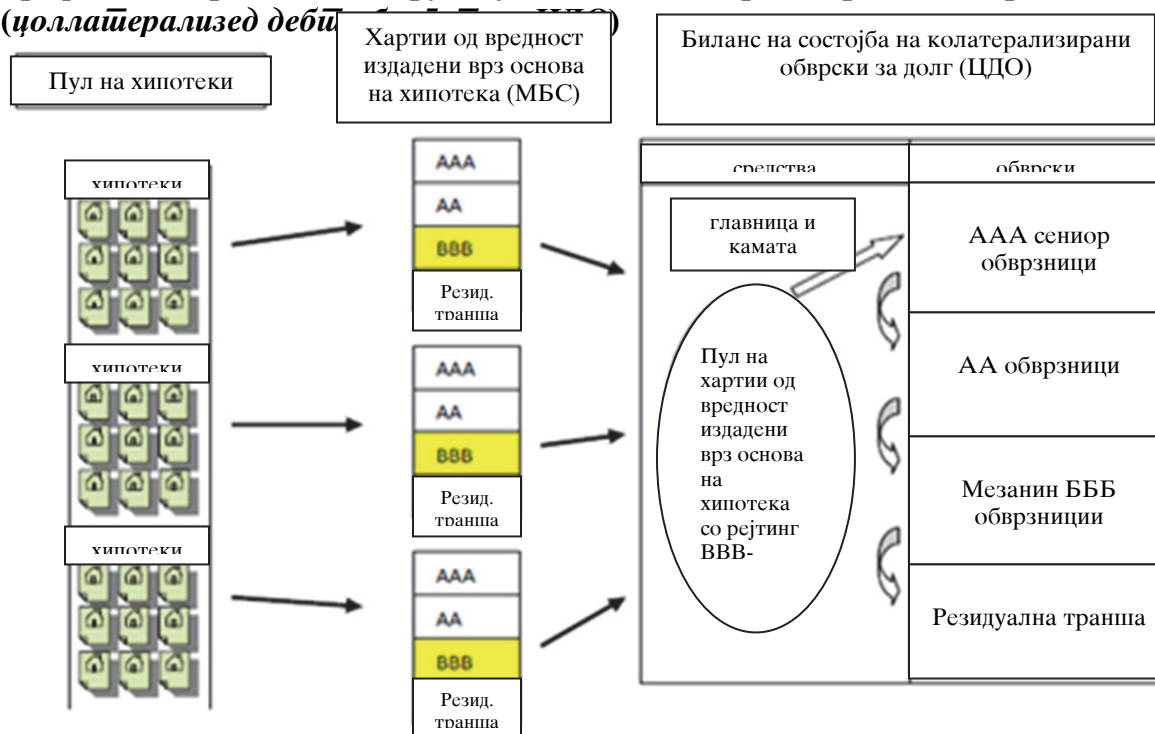
Со последните две кредитни подобрувања, вкупниот износ на кеш што е ветен за исплата на *СПВ* од страна на хипотекарните дебитори е поголем од вкупниот износ на кеш што *СПВ* го има ветено за исплата на инвеститорите. Ова на *СПВ* му служи како амортизер на шокови, во случај некои од хипотекарните дебитори да не ги платат своите обврски.

1.3.3.4. Колатерализирани обврски за долг (*Collateralized debt obligations*)

Најниските транши (*јуниор ѿранџес*) на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*), вообичаено добиваат пониски кредитни рејтинзи од кредитните рејтинг-агенции бидејќи имаат поголем ризик од ненаплатливост отколку повисоките (*сениор*) транши.

Истата техника на кредитно подобрување со којашто се создаваа транши со висок кредитен рејтинг од пул на хипотеки беше искористена за да се креираат хартии од вредност со висок кредитен рејтинг од пул на најниските (*јуниор*) транши на хартиите од вредност, издадени врз основа на хипотека (*МБС*). Притоа беше создаден нов комплексен производ ‘колатерализирана обврска за долг’ (*цоллајтерализед дебџ облигаџион -ЦДО*).

Графикон бр.21: Конструкција на колатерализирани обврски за долг (цоллајтерализед деби)



(Извор: Инсиде Мортгаге Финанце, 2009)

На графиконот бр 21 е прикажано создавањето на колатерализирани обврски за долг (ЦДО), од пул на хипотеки. Спонзорот на ЦДО прави пул од пониските транши од различни хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС), на пример (мезанине) транша што има кредитен рејтинг BBB и ја трансферира до специјалното наменско правно лице (СПВ) и користејќи ги истите техники на субординација, преголема колатерализација (оверцоллајтерализаион) и дополнителна разлика (еџесс сџреад) издава хартии од вредност коишто добиваат различни транши: со кредитен рејтинг AAA како и пониски мезанин транши и првите изложени на загуба, резидуални транши.

Постојат различни видови колатерализирани обврски за долг (ЦДО), како на пример: колатерализирани обврски за долг (ЦДО) со паричен тек, кога трустот го поседува долгот што служи како колатерал за издавање колатерализирани обврски за долг (ЦДО), синтетички колатерализирани обврски за долг (ЦДО) при што трустот не го поседува долгот што служи како колатерал на ЦДО и наместо тоа инвестира во кредитен дифолт своп (ЦДС), хибридно ЦДО коешто претставува комбинација на првите две.

Постои и таканаречено *Асесџ Бацкед Сеџуриџиес ЦДО*, исто така познато како структурирано ЦДО и претставува секјуритизација на веќе направена секјуритизација, односно ЦДО што има транши на друга хартија од вредност издадена врз основа на средства како колатерал. Исто така, постои ЦДО на квадрат, односно ЦДО коешто ги секјуритизира траншите на друго ЦДО.

Овие комплексни финансиски инструменти својот врв го достигнаа во 2006 година со издадени 520,6 милијарди \$ по што драстично се намали нивното издавање (2008 – 61,9 милијарди \$, 2009 - 4,2 милијарди \$).

1.3.3.5. Корист од секјуритизацијата

Во периодот од 1999 до 2007 година, процесот на секјуритизацијата стана многу популарен во САД, при што многу различни видови на средства беа предмет на секјуритизација: корпоративни кредити, побарувања од кредитни картички, автомобилски кредити, хипотекарни кредити итн. Постојат бројни причини зошто секјуритизацијата беше толку многу атрактивна³⁴.

- Една од нив е регулаторната арбитража. Кога банките вршат секјуритизација на средства од нивниот биланс на состојба, тие го редуцираат својот гарантен капитал. Имено, депозитните институции имаат обврска да држат одреден износ на акционерскиот капитал како гаранција во случај да претрпат загуби на нивните ризични средства. Што поризични средства држат, толку повеќе капитал треба да чуваат. Со оглед на тоа што сметководствените правила во делот на капиталните барања ги сметаат хартиите од вредност со кредитен рејтинг AAA помалку ризични од самите хипотеки, депозитните институции имаа можност да го намалат износот на гарантниот капитал со поседување хартии од вредност издадени врз основа на хипотека наместо хипотеки.
- Друга причина е „арбитражата“ (*spread arbitrage*), односно банките можат да ги „спакуваат“ готовинските приливи на средствата во својот биланс на состојба, па просечната каматна стапка којашто се плаќа на производите што се креирани е помала од каматната стапка којашто се заработува на средствата.
- Третата причина е поврзана со моделот “*originate-to-distribute*”. Секјуритизацијата може да се употребува како начин за да го трансферира кредитниот ризик од средствата во својот биланс на состојба на надворешен инвеститор, па на тој начин банката е во можност да издава повеќе средства без да го зголемува нејзиниот капитал.
- Како четврта причина, во отсуство на доволно голем број хартии од вредност рангирани со AAA за да ги задоволат потребите на инвеститорите, со секјуритизацијата се произведоа хартии од вредност со кредитен рејтинг AAA коишто беа атрактивни за инвеститорите од една страна, и профитабилни за издавачите од друга.

Основна економска корист од секјуритизацијата беше тоа што, таа ги прошири начините преку коишто хипотеките можеа да бидат финансирани. Со активниот секундарен пазар што се обезбедуваше со процесот на секјуритизација, емитувачите можеа или да чуваат кредити во своето портфолио финансирајќи ги со стандардните извори или да ги продадат со цел за секјуритизација, со што финансирањето би било директно од страна на пазарите на капитал.

³⁴John, H. (2010) “Credit ratings and the Securitization of the subprime mortgages”, Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta 2010 Financial Markets Conference

1.3.3.6. Секјуритизацијата и кризата на хипотекарниот пазар

Еден начин на којшто секјуритизацијата водеше кон поризични хипотекарни кредити е преку проблемите што се создаваат кога издавачот ги продава кредитите. Имено, тој може да има послаб поттик за внимателно да го следи хипотекарниот должник. Во моделот (*ориџиналне тјо холд*) на хипотекарно кредитирање, издавачот на кредитот го сноси кредитниот ризик. Ова му дава силен поттик да собере информации за кредитоспособноста на дебиторот и за вредноста на недвижниот имот што служи како колатерал. Ако наместо тоа, издавачот планира да го продаде кредитот, не сноси никаква загуба доколку дебиторот не плати. Така, издавачот може да има мал поттик за внимателно да го испита капацитетот на дебиторот за плаќање. Овој проблем е познат како проблем на морален хазард (*морал хазард проблем*).

Друг поврзан проблем настанува кога издавачите имаат повеќе информации отколку купувачите на секундарниот пазар, во врска со квалитетот на хипотекарните кредити коишто се веќе издадени и треба да се продадат. Издавачот може да има поттик да ги продаде заемите со лош квалитет од неговото портфолио (и следствено повисок ризик) и да ги остави заемите со добар квалитет односно со најнизок ризик од ненаплатливост. Овој проблем се нарекува проблем на неповолна селекција (*адверсе селекцион проблем*).

Има многу начини преку коишто инвеститорите можат независно да го одредат ризичниот профил на хартиите од вредност (издадени врз основа на хипотека) којшто го ублажува проблемот на морален хазард. Користењето кредитни оценки при гаранцијата на хипотекарните кредити го прави ризикот од ненаплатливост далеку потранспарентен за учесниците на секундарниот пазар. Други индикатори коишто во принцип може да се проверат од страна на купувачите на секундарниот пазар, проценките штовообичаено се прават во согласност со кредитната историја на дебиторот, показателот за сервисирање на долгот во однос на доходот (*деби сервисе тјо инцоме-ДТИ*) и показателот за вредноста на хипотеката во однос на вредноста на заемот (*моригеџе лоан-тјо-валуе ратио - ЛТВ*).

Секјуритизацијата резултираше со создавање поризични кредити преку проширување на понудата на кредит. Имено, кога издавачите ги секјуритизираа своите кредити, тие имаа нов извор на финансирање за издавање нови кредити. Резултатот беше намалување на трошокот за кредит што водеше до кредитна експанзија. Со пониски трошоци на позајмување, домаќинствата во просек позајмуваат повеќе. Уште повеќе што нискиот трошок за кредит го направи кредитирањето за поризичните дебитори профитабилно резултирајќи во зголемено кредитирање со лош квалитет.

Како дополнување на тоа дека секјуритизацијата води кон издавање поризични хипотекарни заеми, треба да се има предвид дека со секјуритизацијата се зголеми можноста ненаплатливите хипотеки да бидат заплени. Кога издавачот на кредит го задржува кредитот во својот биланс и во случај дебиторот да не може да плати, издавачот може да одлучи дали да го заплени и продаде недвижниот имот, опција којашто е скапа и којашто ја намалува вредноста на недвижниот имот, или да преговара за промена на условите на кредитот којшто резултира во тоа, дебиторот

да почне одново да ја отплаќа хипотеката под нови услови. За разлика од тоа, кога кредитот е секјуритизиран, инвеститорите со хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека, ги имаат правата на паричните текови генерирани од кредитот, и одделно тело – сервисер е одговорно за преговарање со дебиторот доколку кредитот е ненаплатлив. Во тој случај, сервисерот може да го нема истиот мотив за да преговара за модификација на условите на кредитот како што тоа би го направил кредиторот, и како резултат на тоа може да заплени хипотека поврзана со кредит, којшто доколку има променети услови на плаќање би бил исплатен во целост.

Друга причина зошто секјуритизацијата може да го попречува процесот на модификација на хипотекарните кредити е тоа што имателите на различни транши на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека имаат конкурентски интереси. Имено, имателите на највисоките транши, може да преферираат сервисерот да ја заплени хипотеката наместо да изврши модифицирање на условите на кредитот бидејќи продажбата на хипотеката ќе биде доволна да се оствари паричен тек со којшто би се покрила исплатата на највисоката транша. Но, во тој случај, најниските транши ќе останат непокриени, па согласно тоа во нивни интерес е сервисерот да понуди модификација наместо заплenuвање со надеж дека нивната транша ќе биде покриена доколу дебиторот започне да ја отплаќа хипотеката, повторно под модифицирани услови.

Во однос на овие конфликти, договорот што специјалното наменско правно лице го има со сервисерот, понекогаш наметнува правила во врска со тоа кога сервисерот да ја заплени хипотеката. Овие правила може да ја намалат можноста за максимизација на вкупната вредност од пулот на хипотеки.

Експанзијата на кредити како резултат на секјуритизацијата, резултираше во зголемување на цените на недвижностите. Од 2002 до 2006 година, цените на недвижностите рапидно се зголемија, а значајното намалување на нивните цени резултираше во брз пораст на ненаплатливите хипотекарни заеми. Оттука можеме да заклучиме дека, ако кредитната експанзија предизвикана од секјуритизацијата, водеше до меур на пазарот на недвижности, на тој начин секјуритизацијата индиректно придонесе за брзо зголемување на ненаплатените хипотеки кога „меурот“ пукна.

1.3.3.7. Кредитни дефолт свопови (*credit default swaps -CDS*)

Секјуритизацијата беше дополнително потпомогната од растот на кредитното осигурување и деривативните инструменти – кредитни дефолт свопови (*цредити дефаулти сџајс -ЦДС*) коишто овозможуваа кредитниот ризик да биде „отстранет“ од хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека и колатерализираните обврски за долг, пред тие да се продадат на инвеститорите³⁵.

Кредитен дефолт своп (*ЦДС*) претставува дериватен инструмент со којшто се врши заштита од кредитен ризик, при што купувачот на заштитата плаќа одреден износ (*ЦДС сџреад*) на продавачот на заштита.

На пример, банка којашто има издадено кредит или пак, има купено корпоративна обврзница или хартија од вредност издадена врз основа на хипотека, може да ја

³⁵Baily, M.N., Litan, R.E. and Johnson M.S. (2008) “The origin of the financial crisis”

осигура својата позиција од кредитен ризик преку купување на *ЦДС*, при што во случај на ненаплатливост на инструментот/хартијата од вредност којшто е во основата на *ЦДС*, на купувачот на заштита ќе му биде исплатена од страна на продавачот на заштита, вредноста на инструментот што е предмет на заштитата.

□□ *ЦДС* инструментите се тргува на пазар преку шалтер или директно или во форма на индекси коишто се составени од портфолио на *ЦДС* како на пример, *ЦДЦ* во САД или *иТраци* во Европа³⁶. Тргувањето преку шалтер го прави тргувањето со *ЦДС* со ниска транспарентност и нерегулирано со строги правила. Во теоријата, спредот на *ЦДС* е мерка за веројатност дека заштитеното средство ќе биде ненаплатено. Притоа, колку повисок е спредот, толку е поголема веројатноста за ненаплатливост (детерминиран од пазарите на *ЦДС*). На големината на спредот, исто така влијаат и други фактори како на пример ликвидноста на пазарот и проценетата загуба за ненаплатливост.

Постојат важни разлики помеѓу *ЦДС* и традиционалното осигурување; за продавачот на *ЦДС* нема капитални барања, и купувачот не мора да го поседува инструментот којшто е во основата на *ЦДС*; *ЦДС* може да се купи и од шпекулативни причини, стратегија која што е далеку од она што претставува оригинална причина за купување на *ЦДС*, односно трансфер на кредитната изложеност од комерцијалните кредити од банките на трета страна.

Кредитните дефолт свопови може да се употребуваат од страна на инвеститорите за шпекулација, хеџинг и арбитража.

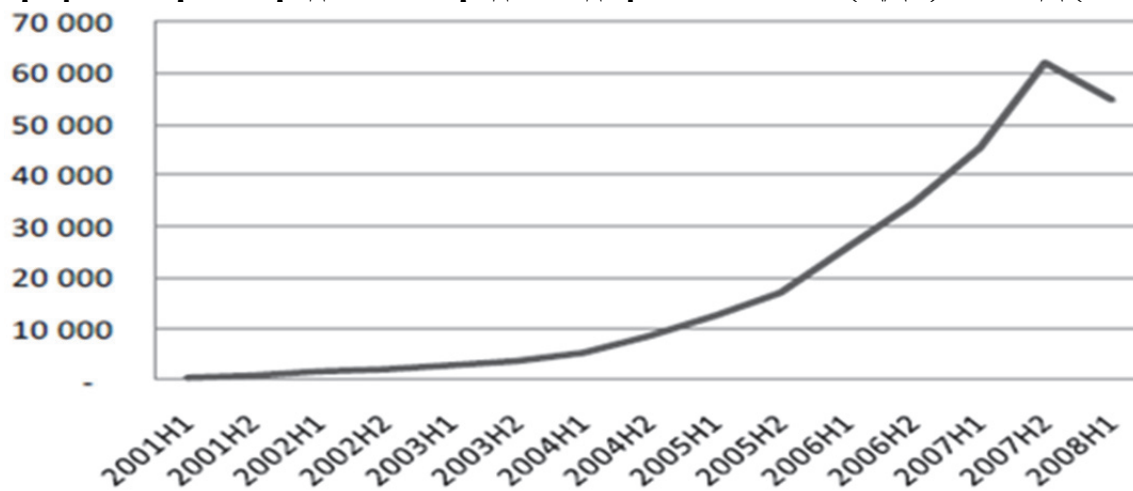
- **Шпекулација.** Еден инвеститор може да шпекулира со кредитниот квалитет на една компанија бидејќи генерално *CDS* спредовите се зголемуваат како што кредитниот квалитет се намалува и обратно се намалуваат како што кредитниот квалитет се зголемува. Така, инвеститорот може да купува *CDS* заштита на компанија со цел да шпекулира дека таа компанија ќе пропадне, или пак, инвеститорот може да продава заштита на компанија, доколку мисли дека кредитниот квалитет на компанијата ќе се подобри.
- **Хеџинг.** *CDS* се користат за управување со кредитниот ризик што произлегува од чување на должнички инструменти. На пример, банка може да го “хеџира” кредитниот ризик од дебиторот (кој има подигнато кредит), преку влегување во *CDS* договор како купувач на заштита. Ако заемот стане ненаплатлив, приносот од *CDS* договорот ќе ги неутрализира загубите.
- **Арбитража.** Арбитражата на капиталната структура е пример на стратегија на арбитража што користи *CDS* трансакции. Техниката се заснова на фактот дека цената на акцијата на компанијата и нејзиниот *CDS* спред имаат негативна корелација т.е. доколку изгледите на компанијата се подобруваат, тогаш нејзината цена треба да оди нагоре, а *CDS* спредот да се движи надолу како резултат на намалениот кредитен ризик (во врска со издадениот долг). И обратно, доколку изгледот на една компанија се влошува, тогаш *CDS* спредот би требало да се зголемува и цената на нејзината акција да се намалува. Техниката се нарекува арбитража на капиталната структура бидејќи се искористува пазарната неефикасност помеѓу различни делови од капиталната

³⁶Brunnermeier (2009) “Deciphering the Liquidity and CreditCrunch 2007–2008”, Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 77–100

структура на една иста компанија. На пример, доколку компанијата објави некои лоши вести и нејзината акција падне за 25%, но *CDS* спредот остане непроменет, тогаш инвеститорот може да очекува дека *CDS* спредот ќе се зголеми врз основа на движењето на цената на акцијата. Затоа основна стратегија би била да купува *CDS* заштита (*go long*), додека во исто време да врши хеџирање преку купување акции од таа компанија.

На графикон бр. 22 е претставен развојот на пазарот на *ЦДС*. Пазарот на *ЦДС* покажа забележителен раст во последната декада. Имено, согласно извештајот на Меѓународната своп и деривативна асоцијација (*Интернационал Свепс анд Деривативес Асоциацион*), вредноста на сите постоечки *ЦДС* порасна од 632 милијарди \$ во 2001 година, на 62 трилиони во 2007 година, што претставува зголемување од 10,000%.

Графикон бр.22: Вредност на кредитни дефолт свопови - (ЦДС) во САД (2001-2008)



(Извор: Интернационал Свепс анд Деривативес Асоциацион)

Остриот раст на *ЦДС* договорите укажува на тоа дека побарувачката за заштита од кредитен ризик на финансиските продукти порасна драматично, што воедно посочува и на пораст на секјуритизацијата во тие години. На графиконот се гледа дека од втората половина на 2007 година, износот рапидно се намали, што коинцидира со истовременото надолно движење на пазарите на капитал.

1.3.4. Кредитни рејтинг-агенции

Традиционално, кредитните рејтинг-агенции вршеа рангирање на корпоративните и државните обврзници, врз основа на комбинација на анализи и проценки. Рангирањето на комплексните структурирани производи беше скршнување од оваа традиционална улога³⁷. Наместо анализи и проценки, тоа вклучуваше апликација на модел. Притоа, кредитните рејтинг-агенции беа

³⁷ Kluwer, (2002), Rating, Ratings agencies and the Global financial system, New York: Kluwer Academic Press

прилично отворени за моделите што ги употребуваа³⁸. На пример, *Стандард анд Поор'с (СП)* и *Фитич* ги базираа нивните рејтинзи на веројатноста за загуба добиена од нивните модели. Ако пресметаната веројатност на загуба на структурираниот производ одговараше на веројатноста на загуба на рангирана обврзница со ААА, тогаш и на структурираниот производ му беше доделуван кредитен рејтинг ААА.

Moods's пак, за разлика од нив, ги базираше своите рејтинзи на очекуваната загуба на главницата поради ненаплатливост. Имено, доколку очекуваната загуба на главницата на структурираниот производ беше еднаков со очекуваната загуба на главницата на обврзница рангирана со Ааа, тогаш и структурираниот производ добиваше рејтинг Ааа.

При креирање на некој структуриран производ, креаторите сакаа да ги достигнат нивните „таргет рејтинзи“ за траншите преку исполнување на барањата поставени од моделите за рангирање од кредитните рејтинг-агенции. Нивната цел беше вкупната главница на траншите рангирани со ААА да ја направат колку што е можно поголема. Во 2006 година, 79,1% во просек од хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека со лош квалитет (*субприме МБС*) беа рангирани со ААА. Слично на нив, околу 90% од колатерализираните обврски за долг (*ЦДО*) беа рангирани со инвестиционен рејтинг.

1.3.4.1. Грешки на кредитните рејтинг-агенции

Грешките од страна на кредитните рејтинг-агенции се често наведувани како една од причините на глобалната финансиска криза. Имено, кредитните рејтинг агенции не успеаја соодветно да го проценат кредитниот ризик којшто постоеше во комплексните структурирани производи како што беа на пример, хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*) и колатерализираните обврски за долг (*ЦДО*). Ова се случуваше поради неколку причини:

- кредитните рејтинг-агенции имаа преоптимистички поглед на пазарот на недвижности. Нивниот модел за рангирање претпоставуваше дека цените на недвижности генерално ќе продолжат да растат;
- структурираните производи содржеа индивидуални хипотеки, и во времето на рангирање, кредитните рејтинг-агенции немаа многу информации за кредитната способност на индивидуалните дебитори коишто ги поседуваа хипотекарните кредити. При рангирањето тие се водеа од историски податоци и апликацијата на статистички модели коишто не водеа сметка за ретки настани и по подолг период на висока нестабилност продуцираа перцепција за пониско ниво на ризик на глобално ниво;
- кредитните рејтинг-агенции ја потценија комплексноста на структурираните производи;

³⁸ Lawrence, W.J. (2009) “The Credit rating agencies and the subprime debacle”, Critical review, A Journal of Politics and Society Volume 21, Issue 2-3, 2009

- комисијата за хартии од вредност на САД покажа дека растот во количина и комплексност на структурираните производи и договори од 2002 година, се покажа како премногу за некои рејтинг-агенции;
- кредитните рејтинг-агенции не успеаја да се справат со конфликтот на интерес во процесот на доделување на кредитниот рејтинг;

Притоа, конфликтите на интерес беа резултат на:

- конфликт помеѓу заинтересирани страни (*Relationship conflicts*) – кредитните рејтинг-агенции имаа тековна соработка со најголемите издавачи на структурирани производи;
- плаќањето на рејтинзите коешто се вршеше од страна на издавачите на хартии од вредност. Имено, 98% од рејтинзите беа платени од издавачите на хартиите од вредност, а не од инвеститорите, што придонесе некои кредитни рејтинг-агенции да ги зголемат рејтинзите (повеќе отколку што е потребно) во надеж дека ќе добијат повторна можност за соработка со истите издавачи;
- советодавна улога. Кредитните рејтинг-агенции ги советуваа издавачите во однос на тоа како да ги структурираат хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека и колатерализираните обврски за долг за да добијат повисоки кредитни рејтинзи. Притоа својот совет мораа да го потврдат со давање на „ветените“ рејтинзи.

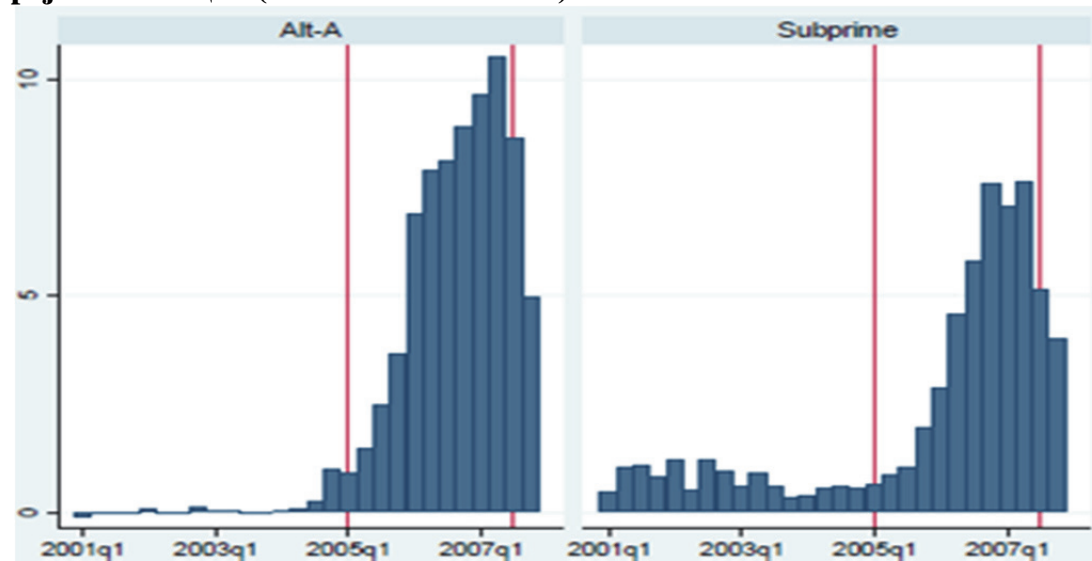
Инвеститорите во преголема мера очекуваа од кредитните рејтинг-агенции еден вид јавно предупредување за хартиите од вредност или издавачите коишто не се кредитоспособни. Многу од нив започнаа да ги третираат рејтинзите како насоки за купување или продавање на одредена хартија од вредност. Државната поддршка придонесе за ваков начин на однесување на инвеститорите. Имено, *Басел ИИ* спогодбата, ги охрабрува банките да ги користат кредитните рејтинзи при пресметка на барањата за капитална резерва. Комисијата за хартии од вредност на САД (*SEC*), исто така ги охрабруваше инвестиционите банки да ги користат кредитните рејтинзи со цел да ги определат дозволените инвестиции и капитални барања. Инвеститорите слепо се водеа по рејтинзите, без да погледнат што стоеше зад нивното доделување.

Зголемената ненаплатливост на хипотекарните кредити, водена од зголемените каматни стапки и паѓање на цените на недвижниот имот, резултираше во неизвесност околу вредноста на структурираните комплексни финансиски инструменти. Како резултат на тоа, кредитните рејтинг-агенции го намалуваа кредитниот рејтинг на многу хартии од вредност и ги променија нивните методологии при доделување на кредитни рејтинзи за ваков тип производи.

Откако кредитните рејтинг-агенции започнаа да ги намалуваат рејтинзите на највисоко рангираните финансиски инструменти, инвеститорите започнаа да се прашуваа дали воопшто некоја инвестиција е безбедна. Оваа несигурност доведе до замрзнување на кредитните пазари. Глобалната финансиска криза покажа дека рејтинзите можат да бидат неточни и ненавремни, што придонесе за недоверба кон кредитните рејтинг-агенции.

Пред почетокот на кризата, 80-95% од договорите содржеа хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (субџриме или Алџи-А рејтинг - AAA, правејќи ги на тој начин овие хартии од вредност атрактивни за голем број домашни и странски инвеститори. Но, како резултат на високиот износ на ненаплатени хипотеки, на многу од овие структурирани производи им беа намалени кредитните рејтинзи.

Графикон бр.23: Намалување на кредитните рејтинзи од страна на кредитните рејтинг-агенции (2001 кв.1 – 2007 кв.1)



(Извор: Моодс'с)

На графикон бр. 23 се претставени промените на рејтинзите на субџриме или Алџи-А хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека (МБС) издадени по 2001 година. Притоа на хартија од вредност на којашто е намален кредитниот рејтинг од AA+ на A-, означена е со вредност од +5, како резултат на тоа што хартијата од вредност го има намалено кредитниот рејтинг за пет скалила (AA+; AA; AA-; A+; A; A-).

Како што може да се види од графикон бр. 23, намалувањето на кредитните рејтинзи на хартиите од вредност коишто се издадени до крајот на 2004 година е помало, за разлика од намалувањето на кредитните рејтинзи на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека од 2005 година, коешто во просек изнесува 3-10 скалила, во зависност од тоа кога е издадена хартијата од вредност.

Во своја одбрана, кредитните рејтинг-агенции тврдеа дека ова намалување пред сè е резултат на комбинација од големи и неочекувани шокови вклучувајќи и невиден пад на цените на недвижностите, како и финансиска криза, настани што ги изненадија најголем дел од учесниците на пазарот. Кредитните рејтинг-агенции воедно укажуваа на предупредувањето од нивна страна пред почетокот на кризата за зголемениот ризик меѓу хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека и соодветно на тоа, на конзервативноста на кредитните рејтинзи да го рефлектираат зголеменото ниво на ризик.

Загубите, намалувањата на кредитните рејтинзи и промената на методологиите, ја разниша довербата на инвеститорите во способноста на кредитните рејтинг-агенции да го евалуираат ризикот на комплексните хартии од вредност, како резултат на што инвеститорите се воздржуваа од инвестирање во структурирани производи во целост.

По турбуленциите на хипотекарниот пазар и притисоците на финансиските пазари, преференциите на инвеститорите се преместија од комплексните структурирани производи кон инструментите што беа најсигурни и најликвидни од сите средства – државните хартии од вредност.

1.3.5. Левериџ (leverage)

Постојат два типа левериџ – финансиски и оперативен. Иако овие два типа левериџ вклучуваат одредено ниво на ризик, тие имаат значителна корист доколку се имплементираат успешно.

Оперативен левериџ е степен до којшто фирмата ги користи фиксните трошоци во производството на добра или услуги. Фиксните трошоци вклучуваат трошоци за рекламирање, административни трошоци, опрема и технологија, депреција и даноци, но не и камата на долгот (којшто претставува дел од финансискиот левериџ). Со користење на фиксните производствени трошоци, компанијата може да го зголеми својот профит. Имено, ако компанијата има висок процент на фиксни трошоци, таа има високо ниво на оперативен левериџ. Автоматизираниите компани и компаниите што користат висока технологија, комуналните претпријатија, авионските компании генерално имаат високо ниво на оперативен левериџ.

Финансискиот левериџ вклучува промена во акционерската заработка како резултат на промените во оперативниот профит, поради финансирање на компанијата со долг или акции. Слично како оперативниот левериџ, компанијата може да ги зголеми добивките на компанијата, но исто така го зголемува и ризикот. Финансискиот левериџ е сконцентриран на односот помеѓу оперативниот профит и добивката по акција. Ако компанијата се финансира исклучиво преку издавање на акции, одреден процент на промена во оперативниот профит ќе предизвика иста процентуална промена во заработката на акционерите.

Доколку компанијата е финансирана со долг, заработката на акционерите ќе стане почувствителна на промените во оперативниот профит. Така на пример, пет проценти зголемување на оперативниот профит ќе резултира со многу поголемо зголемување во заработката на акционерите.

1.3.5.1. Финансиски левериџ и глобалната финансиска криза

Благодарение на ликвидноста на пазарот, инвестиционите банки и другите големи инвеститори беа во можност да се задолжуваат сè повеќе, со цел да креираат комплексни финансиски инструменти коишто вклучуваа средства со лош квалитет односно содржеа во себе повисок ризик. На тој начин го зголемуваа финансискиот левериџ што беше една од причините за глобалната финансиска криза. Како резултат на слабото расудување, компаниите не беа во можност да ги

предвидат ризиците од нивните инвестиции. Голем број од овие компании дојдоа до банкрот. Колапсот на некои од највисоко ценетите финансиски институции (*Фанније Мае*, *АИГ*, *Лехман Броџерс* and *Меррил Ланч*) беше резултат на големиот финансиски левериџ.

Всушност, инвестиционите банки започнаа да го зголемуваат издавањето на должнички инструменти, и добиените средства ги користеа за купување на *МБС*. Само петте најголеми инвестициони банки во САД (*Беар Сџеарнс*, *Лехман Броџерс* и *Меррил Ланч*, *Голдман Сајкс* и *Морган Станли*) пријавија преку 4,1 трилиони \$ во долг за 2007 година, или околу 30% од номиналниот БДП на САД за 2007 година.

Просечниот коефициент на финансиски левериџ за овие инвестициони банки во САД порасна од 21 на крајот на 2003 година, на 24 на крајот на 2005 година и на 30 на крајот на 2007 година. Коефициент на финансиски левериџ од 30, значи дека дури и 3% намалување во вредноста на средствата може да го „избрише“ вкупниот капитал на компанијата.

Во време на зголемување на цената на средствата, банките ги вреднуваа нивните средства повисоко, со порастот на нивната вредност, што ги правеше нивните биланси со висок квалитет. Како резултат на зголемувањето на вредноста на овие средства, остваруваа големи профити. Со цел да остварат поголеми профити, тие го зголемуваа својот финансиски левериџ. Кога дојде до намалување на цените на средствата, ослабе и квалитетот на банкарските биланси на состојба и тие го започнаа процесот на „*делевераџинг*“ односно процес во којшто компаниите се обидуваа да го намалат својот финансиски левериџ преку намалување на износот на нивните средства во однос на капиталот. Се смета дека најзначајниот проблем којшто придонесе за финансиската криза во САД беше зголемениот финансиски левериџ на инвестиционите компании во САД.

1.3.5.2. Левериџ на домаќинствата

Левериџот на домаќинствата или рапидната експанзија на користење позајмени пари е еден од факторите коишто значително придонесоа во надолното движење на економијата.

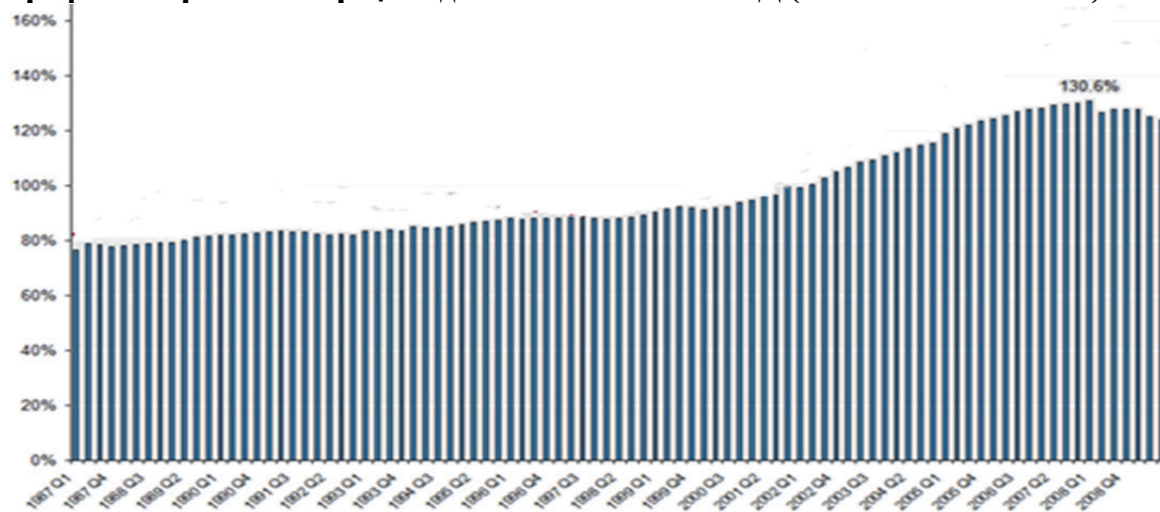
Во годините пред почеток на глобалната финансиска криза, комбинација на фактори, вклучувајќи ги и ниските каматни стапки, олабавените стандарди за кредитирање, зголемување на бројот на егзотични хипотекарни производи и растот на пазарот за секјуритизација на кредитите на глобално ниво, придонесе за нагло зголемување на задолжувањето на домаќинствата³⁹.

Приливот на нови и во многу случаи, купувачи на недвижен имот со шпекулативни мотиви и со лесен пристап до кредит, придонесе цените на недвижностите во САД да достигнат невидени нивоа во споредба со наемнините или расположливиот доход.

³⁹ Mian, A and Sufi, A. (2010), “House prices, Home equity - based borrowing, and the US household leverage crisis”, paper provided by National Bureau of Economic Research, Inc in its series NBER Working Papers no.15283

Левериџот на домаќинствата во САД мерен како однос помеѓу долгот и расположливиот личен доход, достигна историски највисока стапка од 130% во 2007 година⁴⁰.

Графикон бр. 24: Левериџ на домаќинствата во САД (1987 кв.1 – 2008 кв.4)



(Извор: U.S. Flow of Funds Accounts)

Левериџот на домаќинствата во високоразвиените земји драматично се зголеми во периодот пред 2007 година. Притоа земјите коишто бележеа најголемо зголемување во левериџот на домаќинствата, имаа тенденција да го искусат најбрзото зголемување на цените на недвижностите во тој период. Покрај тоа, истите тие земји беа сведоци на најбрзото намалување на потрошувачката со намалувањето на цените на куќите.

Рapidното зголемување на задолжувањето на домаќинствата беше главен двигател на рецесијата што во САД започна во декември 2007 година⁴¹.

Постојат два поврзани фактори коишто се одговорни за зголемувањето на левериџот на домаќинствата помеѓу 2001 и 2007 година.

- Прво, експанзијата во понудата на кредит вовлече нови купувачи на пазарот на недвижности, притоа подигнувајќи ги цените. Секјуритизацијата на хипотекарни заеми претставуваше кредитен шок на страна на понудата, што придонесе за зголемување на купувањето недвижности со хипотекарни кредити на оној сегмент од населението што традиционално не беше во можност да обезбеди хипотекарен кредит. Кредитниот шок на страната на

⁴⁰Glick and Lansing, (2009) "Discussion of Household Leverage and the Recession of 2007-2009", 10th Jacques Polak Annual Research Conference International Monetary Fund

⁴¹ Mian, A. and Sufi, A. (2009), "The household leverage driven recession of 2007 to 2009", 10th Jacques Polak annual research conference, Hosted by the International Monetary Fund

понудата водеше до зголемување на цените на куќите, што од своја страна имаше важен повратен ефект поврзан со колатералот: кога еднаш вредноста на колатералот се зголеми, кредиторите уште повеќе го кредитираа населението.

- Второ, зголемувањето на цените на куќите и ниските каматни стапки, ги намами постоечките иматели на недвижен имот, во голема мера да се задолжуваат на сметка на зголемувањето на вредноста на нивниот сопствен капитал. Притоа, домаќинствата се задолжуваа 25-30 центи на секој долар од зголемената вредност на нивниот недвижен имот. Овој вид на задолжување, на сметка на капиталот на домаќинствата (*home equity-based borrowing*) се смета за значителен дел од зголемувањето на долгот на домаќинствата од 2002-2006 година.

1.3.6. Банкарски систем во сенка (*shadow banking system*)

Тековната криза меѓу другите фактори беше предизвикана од банкарскиот систем во сенка кој се создаваше 20-тина години пред почетокот на кризата, и кој не подлежеше на банкарската регулатива⁴². Овој систем ги вклучуваше инвестиционите банки, хеџ фондовите, структурните инвестициони финансиски ентитети (*СИБ*), фондовите на пазарот на пари и небанкарските хипотекарни кредитори. Овие нерегулирани институции и структури се појавија врз основа на прекумерно преземање ризик и играа голема улога во прекумерната кредитна експанзија. За време на глобалната финансиска криза, тие беа изложени на огромен ликвидносен ризик како резултат на рочната неусогласеност на нивните средства и обврски. Имено, нивните обврски беа претежно краткорочни, а нивните средства претежно долгорочни и неликвидни. Оваа рочна неусогласеност беше резултат на нивното прекумерно користење на структурирани продукти.

Колапсот на побарувачката за комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*асеј бацкед цоммерцијал њајер* - *АБЦП*) имаше влијание врз структурните инвестициони финансиски ентитети (*СИБ*), креирани од страна на инвестиционите банки кои своите сопствени средства преку нив ги чуваа како вонбилансни позиции. Овие ентитети претставуваа дел од банкарскиот систем во сенка) вршеа ликвидносна трансформација на средствата, односно се задолжуваа преку издавање краткорочни хартии од вредност (како на пример комерцијални хартии од вредност) по ниски каматни стапки и потоа ги позајмуваа тие средства купување подолгорочни хартии од вредност (хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, корпоративни обврзници, автомобилски кредити) по повисоки каматни стапки.

Бидејќи се работеше за вонбилансни ставки, не им требаше многу капитал за да ги задоволат законските капитални барања. Кога се случи колапс на пазарот на комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*АБЦП*), банките мораа да им позајмуваат на овие компании (*СИБ*) и наскоро да одлучат дали да ги прикажат и официјално на нивните биланси. Некои банки го направија тоа проширувајќи ги нивните биланси и износот на потребен капитал, некои не, со

⁴²Roubini, (2008) "Current financial crisis", Economic Research

тоа предизвикувајќи продажба на средства, па следствено и загуби за инвеститорите. Иако рејтинг-агенциите и регулаторите знаеја за овие ентитети, нивната големина (повеќе од 1 трилион \$ во средства) и нивниот придонес за побарувачката на ризични средства не беше на вистински начин согледана пред август 2007 година.

1.4. Државната регулација и финансиската криза

Постои алтернативно објаснување за причините што ја условија појавата на финансиската криза, коешто се фокусира на владината политика на САД во областа на пазарот на недвижности, водена од администрацијата на Клинтон и Буш⁴³.

Почнувајќи од раните 1990-ти години, со цел да им овозможи на повеќе Американци да купуваат домови – Владата започна да врши притисок на кредиторите – банките и државно гарантираните претпријатија (*џовернмент-спонсоред енџерџисес – ГСЕС Фание Мае и Фредди Мае*) за да ги намалат односно олеснат кредитните барања и стандарди за издавање на хипотекарен кредит, со цел повеќе граѓани да бидат во можност да купат недвижен имот.

Владата на САД правеше напори да го зголеми бројот на сопственици на недвижен имот, посебно меѓу малцинството со ниски приходи. Притоа, наместо владина помош, за ниско доходовните фамилии поврзана со учество при земање на заем, Владата користеше регулаторен и политички притисок со цел да ги присили банките и другите државно регулирани или приватно контролирани субјекти да ги олабават кредитните стандарди, па повеќе апликанти да имаат пристап до хипотекарното финансирање.

Два клучни примера на споменатиот регулаторен и политички притисок од страна на државата претставуваат:

- Законот за реинвестирање (*Community Reinvestment Act (CRA)*) усвоен во 1977 година;
- Мисијата за достапност на недвижен имот (*affordable-housing “mission”*) усвоена од Конгресот во 1990 година како начин на работа и постапување на државно гарантираните претпријатија, *Fannie Mae* и *Freddie Mac*.

Измените и дополнувањата на Законот за реинвестирање (*Community Reinvestment Act - ЦРА*) во раните 1990-ти години, им наметнуваше притисок на банките да издаваат кредити што тие во друг случај не би ги издавале. Заедно со построгите барања од Законот за реинвестирање и правилата од Мисијата за достапност на недвижен имот (*аффордабле-хоусинг “мисион”*) наметнати на државно гарантираните претпријатија, значајно се олабавија стандардите коишто требаше да бидат исполнети за квалификација за хипотекарен кредит. Бројот на кредити што требаше да се издадат под дејство на *ЦРА* не беше голем, но се бараа

⁴³ Peter, W.J. (2010) “Government housing policy and the financial crisis”, Cato Journal, Vol. 30, No. 2

да се изнајде начин за кредитирање на оние граѓани кои претходно не би се квалификувале за хипотекарен кредит.

Штом за првпат *Фанни Мае* и *Фредди Мац* започнаа да прифаќаат кредити со ниско учество и други олеснети услови, истите „нездрави“ стандарди беа применети на позајмувачите кои беа квалификувани врз основа на традиционалните стандарди за издавање.

Дополнително, федералните регулативи го охрабруваа кредитирањето од страна на банките, а даночната политика го фаворизираше позајмувањето на сметка на сопствениот капитал.

Во раните 1990-ти години, прописите од *ЦРА* беа изменети со цел да се зголеми нивното влијание на хипотекарното кредитирање од страна на банките. Со промените, овој закон бараше да се зголеми кредитирањето на целата заедница, а не само на заедниците со среден и висок доход. Механизмот за спроведување на овој закон од страна на државата беше задржување на регулаторното одобрување за спојувања, проширувања или слично, доколку банката не покаже дека работи со цел да ги достигне целите на *ЦРА*.

Постои мислење според коешто администрацијата на Клинтон одлучи да го зајакне овој закон како резултат на медиското и политичко внимание коешто беше упатено кон една студија од 1992 година на Бостонската централна банка⁴⁴ во врска со дискриминацијата во хипотекарното кредитирање. Имено, студијата заклучува дека иако немало отворена дискриминација во алокацијата на хипотекарните кредити, посуптилни форми на дискриминација воделе до подобар третман на белите апликанти од страна на кредитните аналитичари, споредено со апликантите од малцинските групи. Иако методологијата на оваа студија беше под знак прашалник, во време на нејзиното издавање таа изврши притисок на членовите на Клинтоновата администрација.

Во 1995 година, правилата се зацврстени, па веќе не беше доволно само кредиторите да докажат дека нивните напори се насочени кон сите дебитори во заедницата туку тие мораа да докажат дека се непристрасни и имаат еднаква дистрибуција на кредити помеѓу ниските и средните доходовни групи на дебитори и области и останатите дебитори. Со други зборови, потребно беше банките да докажат дека бараните кредити се издадени, а не само дека банките се потрудиле да најдат квалификувани дебитори. За да се постигне овој резултат, новите регулации бараа користење на иновативни или флексибилни кредитни стандарди со цел да се задоволат кредитните потреби на средно и ниско доходовните дебитори и области. Ова јасно, значеше релаксирање на кредитните стандарди и покрај оригиналните пораки за безбедни и на здрава основа кредитни стандарди.

Промената имаше големо влијание. Во рамките на иницијалното правило, банките може да ги одбијат апликантите кои немаа доволно кредитни извори, на пример доволно учество или приходи од работа, но како резултат на новите правила, банките имаа должност да најдат начин за да издадат кредит дури и ако не ги задоволуваа кредитните стандарди. Главното мото на регулативата беше банките да бидат флексибилни и иновативни при нивното издавање на кредити. Од гледна

⁴⁴Munnell, Alicia H., Lynn E. Browne, James McEneaney, and Geoffrey M.B. Tootell. (1992) "Mortgage Lending in Boston: Interpreting HMDA Data." Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper No. 92-7. October.

точка на банките, нивните стандарди мораа да бидат олабавени, затоа што мораа да покажат дека се издадени хипотекарни кредити.

Главно како резултат на обврските на банките, без издадени кредити од преку 3,5 трилиони \$ од барањата на ЦРА регулативата во периодот од 1993 до 2007 година⁴⁵. Околу половина од овие кредити беа откупени од *Фанние* и *Фреддие* со цел да ги задоволат нивните барања за достапност на недвижниот имот; околу 10% беа гарантирани од Администрацијата за куќи (*Федерал Хоусинг Администрацијон*), околу 10% беа продадени како приватни хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, а остатокот остана во билансите на четирите најголеми банки во САД (*Банк оф Америца, Циџиџроуџ, ЈПМорган Цхасе анд Њеллс Фарџо*). Иако е тешко да се пронајде податок во колкава мера овие кредити биле наплатени, сепак податоците од неколку банкарски извештаи изнесуваат податоци дека овие кредити покажуваат повисоки стапки на ненаплатливост отколку хипотекарните кредити со добар квалитет (*џриме лоанс*). Како и да е, вистинското прашање што треба да се постави не е стапката на ненаплатливост на кредитите направени од барањата на ЦРА којашто во секој случај не би била доволна да ја предизвика глобалната финансиската криза, туку влијанието што овој закон го имаше во обидот да се редуцираат кредитните стандарди.

1.4.1. Улогата на *Fannie Mae* и *Freddie Mac*

Фанние Мае и *Фреддие Маџ* беа двата клучни механизми за пренесување на олабавените кредитни стандарди на пазарот на недвижности. Прв чекор во оваа насока беше донесувањето на Мисијата за достапност на недвижен имот (*аффордабле-хоусинг “мисион”*) од страна на Конгресот во 1992 година. Достапните хипотекарни кредити (*аффордабле хоусинг лоанс*) беа дефинирани како кредити за купувачи кои имаа среден или понизок доход, при што на Одделението за домување и урбан развој (*Дејарџментџ оф Хоусинг анд Урбан Девелопментџ - ХУД*) му беше дадено овластување да раководи со споредувањето на оваа регулатива. Двете големи државно гарантирани претпријатија ги откупуваа хипотекарните кредити од издавачите од сите типови, и тие беа клучните имплементатори на политиката на ХУД.

Овие две фирми, на почетокот беа основани да купуваат кредити од издавачите – банки и хипотекарни брокери и на тој начин да помогнат во создавањето на секундарен пазар на недвижности. *Фанние Мае* и *Фреддие Маџ* или ги чуваа овие кредити во своите портфолија или ги продаваа на инвеститорите како хартии од вредност издадени врз основа на хипотека.

Во 1994 година, ХУД бараше 30% од хипотекарните кредити коишто беа купени од страна на ГСЕ за да се состојат од хипотекарни кредити одобрени во согласност со правилата на Мисијата за достапност на недвижен имот (*аффордабле-хоусинг “мисион”*). Во 1997 година, ХУД сомневајќи се дека *Фанние Мае* и *Фреддие Маџ* прават с $\square$ што е во нивна моќ за Мисијата за достапност на недвижен имот да го назначи Урбаниот институт (Урбан Институте) да ги проучи насоките за

⁴⁵Pinto, E. (2008a) “Sizing Total Federal Government and Federal Agency Contributions to Subprime and Alt-A Loans in U.S” First Mortgage Market as of 6.30.08

гарантирање издадени од страна на државно гарантираните претпријатија *Фанние Мае* и *Фреддие Мац*. Овој извештај заклучи дека насоките на *ГСЕ* дизајнирани да ја идентификуваат кредитната способност на апликантите ги дисквалификуваат дебиторите со ниски доходи, ограничено богатство и сиромашна кредитна историја. Информациите велеле и дека некои локални и регионални кредитори опслужуваат поголем број дебитори од овој тип отколку *ГСЕ* користејќи кредитни продукти со пофлексибилни насоки за гарантирање отколку оние дозволени од страна на *ГСЕ*⁴⁶.

Како резултат на овој извештај, *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* ги променија нивните системи за гарантирање со тоа што започнаа да прифаќаат кредити со карактеристики коишто претходно не би ги прифатиле. Ова ја отвори вратата за стекнување голем број нетрадиционални и хипотекарни кредити со лош квалитет. До 1997 година, *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* купуваа кредити со *ЛТВ* 97% (што значеше 3% учество), а до 2001 година тие купуваа хипотекарни кредити без учество. До 2007 година од нив се бараше да покажат дека 55% од сите купени хипотекарни кредити се достапни хипотекарни кредити (*аффордабле хоусинг лоанс*), со сублимит од 25% да бидат хипотекарни кредити издадени на ниско и многу ниско доходовно население.

Во периодот од 2005 до 2007 година *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* имаат купено приближно 1 трилион \$ во *субјриме* и *Алџи-А* кредити којшто изнесуваше околу 40% од нивните купувања на хипотекарни кредити. Ова претставуваше само крај на започнатиот процес: *Фреддие* купи само 6% од *Алџи-А* кредити во 2004 година; овој процент порасна на 17% во 2005; 29% во 2006 и 32% во 2007 година. *Фанние* купи 73% од *Алџи-А* кредити во периодот 2005-2007 година. Слично во 2004 година, *Фреддие* купи 10% од кредитите со *ФИЦО* резултат помал од 620. Ваквите купувања се зголемија на 14% во 2005, 17% во 2006 и 30% во 2007 додека *Фанние* купи 57,5% од кредитите во оваа категорија за време на истиот период. С□ на с□, *Фанние* и *Фреддие* чуваа 1,6 трилиони \$ во хипотекарни кредити со лош квалитет (*субјриме* и *Алџи-А морџгаџес*) или отприлика 40% од вкупно постоечките кредити. Купувањата на хипотекарни кредити со лош квалитет (*субјриме* и *Алџи-А морџгаџес*) од страна на *ГСЕ* имаше влијание на остатокот од пазарот за овој тип на кредити на два начина.

Прво, ја зголеми конкуренцијата за овие кредити. Имено, пред 2004 година финансиските предности на *ГСЕ* вклучувајќи го и нивниот пристап до поевтино финансирање, им овозможи да го монополизираат конвенционалниот пазар. Кога *ГСЕ* ги зголемија нивните купувања на хипотекарни кредити со лош квалитет (*субјриме* и *Алџи-А морџгаџес*), тие не само што го земаа пазарниот дел од приватните издавачи туку и креираа поголема побарувачка за овој тип кредити. Ова доведе до придвижување на вредноста на хипотекарните кредити со лош квалитет (*субјриме* и *Алџи-А морџгаџес*) намалувајќи ја премијата за ризик којашто претходно ја потиснуваше секјуритизацијата.

Како резултат на тоа, многу квалифицирани и неквалифицирани апликанти за хипотеки беа прифатени од страна на приватните издавачи и банките, што

⁴⁶Temkin K, Johnson J.,Levy D., The Urban Institute (2002) “Subprime Markets, the Role of GSEs, and Risk-Based Pricing”, Report, Office of Policy Development and Research

подоцна беа откупувани со крајна цел секјуритизација од страна на *GSE* и други финансиски институции.

Од 2003 до 2006 година, хипотекарните кредити со лош квалитет (субприме и Алт-А мортгагес) се зголемија од 10,1% до 32,7% од сите издадени хипотекарни кредити.

Можеме да заклучиме дека постоеше директна врска помеѓу порастот на хипотекарни кредити со лош квалитет (субприме и Алт-А мортгагес) и финансиската криза. Имено, брзиот пораст во бројот на потенцијалните купувачи на недвижен имот беше можен само преку растот на субприме и Алт-А кредитирањето коешто создаде „меур“ на пазарот на недвижности во САД до невидена големина. Реалните цени на недвижностите во САД пораснаа за 80% меѓу 1997 и 2006, далеку повеќе отколку во кој било претходен „меур“ на пазар на недвижности. Така, кога дојде до колапс на пазарот на недвижности, падот беше далеку поостар и поразорен во споредба со кој било претходен колапс на пазарот на недвижности.

1.4.2. Законска регулатива

Освен до сега наведените причини за брзото зголемување на кредитирањето со лош квалитет коешто доведе до разгорување на финансиската криза, новата законска регулатива е една од причините што даде легална правна рамка односно еден вид оправдување и можност за агресивен начин на кредитирање од страна на банките.

Имено, можноста да се наплаќаат високи стапки и провизии на дебиторите не беше возможно сè до донесувањето на Законот за дерегулација на депозитните институции и монетарната контрола (*Дейосиџорс Инсџиџуџионс Дерџулаџион анд МонеџарсЦонџрол Аџџ- ДИДМЦА*) којшто беше усвоен во 1980 година. Со овој закон беа укинати пропишаните лимити на каматни стапки од државата.

Законот за алтернативни трансакции со хипотекарни кредити (*Алџернаџиве Морџгаџе Трансаџџион Парџџс Аџџ*) донесен во 1982 година ги укина одредбите од државните закони согласно кои на банките им беше забрането да издаваат какви било хипотекарни заеми освен конвенционалните хипотекарни заеми со фиксни каматни стапки. Со овој закон се дозволи издавање на:

- Хипотекарни заеми со прилагодлива каматна стапка (*adjustable rate mortgages*), кај коишто каматната стапка станува флукуирачка по одреден период;
- Хипотекарни заеми со „балон“ плаќање (*balloon payment mortgages*) коишто имаа голем износ на плаќање кога кредитот ќе достасаше за наплата;
- Хипотекарен кредит со опција за плаќање на обврските само по основ на камата (*interest-only mortgages*), при што дебиторот плаќа само камата првите неколку години од траењето на кредитот.

Иако овие закони ја отворија вратата на кредитирањето со лош квалитет (*subprime lending*), сепак со донесениот Закон за реформа на даноците (*Tax Reform Act- TRA*) од 1986 година кредитирањето со лош квалитет е генерално прифатено како алтернативно кредитирање. Имено, со овој закон се поттикна инвестирањето во сопствен објект за домување наместо во изнајмен преку зголемувањето на износот со којшто се врши намалување на каматата на хипотекарниот заем (*Home*

Mortgage Interest Deduction). Намалувањето на каматата на хипотекарниот заем им овозможуваше на даночните обврзници коишто поседуваат сопствени објекти за домување да го намалат приходот што подлежи на оданочување, преку каматата што се плаќа на кредитот што е обезбеден со нивното главно живеалиште. Со овој закон се забрани намалување на каматата на потрошувачките кредити, но се дозволи намалување на каматата на хипотекарните кредити. Со ова, побарувачката за хипотекарен кредит се зголеми бидејќи со него, дури и хипотекарните кредити со повисок трошок беа поевтини од потрошувачките кредити за сопствениците на недвижен имот низ земјата. Како резултат на тоа, сопствениците на недвижен имот беа охрабрани да земаат хипотекарни кредити со цел да ги отплаќаат нивните потрошувачки кредити, кредити за возила, кредитни картички или пак да ги земаат овие кредити, а да ги користат за купувања за коишто вообичаено би земале потрошувачки кредити.

Намалувањето на сопствениот капитал на домаќинствата ја зголемува можноста, стапката на ненаплатливост и заплenuвање да се зголемува со намалување на цените на недвижностите или во услови на контракција на економијата.

Според меѓународниот протокол познат како **Базел И** од 1988 година (којшто беше заменет со Базел ИИ), регулаторите на банкарските системи во повеќето од развиените економии усвоија униформен систем со којшто се вршеше поделба на средствата на банките на различни категории на ризик.

Целта на овој систем беше да се дозволи флексибилност во алокацијата на капитал како резултат на ризичноста на различни групи средства. Капиталот претставува еден вид амортизер на шокови, па согласно тоа и повеќе капитал би требало да се чува, наспроти можноста од загуба на поризични средства. Генералното правило согласно Базел И е дека банките треба да имаат стапка на адекватност на капиталот од 8% со цел да бидат адекватно капитализирани и 10% со цел да бидат добро капитализирани. Притоа, државниот долг има ризичен пондер - нула односно се смета дека не постои ризик и за него не треба да се одвојува капитал; за најризични се сметаат потрошувачките кредити коишто добиваат ризичен пондер од 100% и за нив треба да се одвои најмногу капитал. Хипотекарните кредити носат половина од ризичноста што ја имаат потрошувачките кредити и за нив е доделен ризичен пондер од 50%; а хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека коишто имаат кредитен рејтинг од ААА или се издадени од државно гарантирано претпријатие *GSE*, имаат ризичен пондер од 20%.

Ризичниот пондер од 50% на хипотекарните кредити согласно правилата на Базел, ги поттикнуваше банките да чуваат односно издаваат повеќе хипотекарни кредити наместо потрошувачки кредити. Дури и многу поважно, со купување на портфолио од државно гарантирано претпријатие *GSE* или хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*МБС*) или преку конвертирање на нејзиното портфолио со издадени хипотекарни кредити во хартии од вредност издадени врз основа на хипотека со кредитен рејтинг ААА, банката можеше да ја намали својата изложеност на ризик, притоа ослободувајќи капитал за дополнително кредитирање.

Капиталните барања за хипотекарните кредити или хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека, може и би биле доволни доколку хипотекарните

кредити беа со висок квалитет или доколку хартијата од вредност што е рангирана со AAA, точно го предвидува ризикот од ненаплатливост (*дефаулти риск*), но постепеното намалување на кредитните стандарди согласно кои се вршеше издавањето на овие хартии од вредност, значеше дека дури и хипотекарниот заем со добар квалитет (*приме моригејџес*) често има висок показател за вредноста на хипотеката во однос на вредноста на заемот (*моригејџе лоан-ѿо-валуе рајѿио – ЛТВ*), низок *ФИЦО* резултат или други индикатори за лош квалитет. Ова уште повеќе важи за кредитите со лош квалитет *субприме лоанс* и *Алѿи-А* кредитите коишто беа измешани во хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, при што имаа кредитен рејтинг AAA.

Правилото за нето-капитал (*Неѿ Цаѿѿѿал Руле*) е правило создадено од страна на Комисијата за хартии од вредност на САД во 1975 година, со цел да ја регулира директно способноста на брокерите и дилерите да ги исполнат своите финансиски обврски кон клиентите и другите кредитори. Ова правило бара од брокерско-дилерските фирми да ги вреднуваат нивните хартии од вредност по пазарна цена и да аплицираат на овие вредности еден вид дисконт (*хаириѿѿѿ, дисѿоуниѿ*), врз основа на ризичноста на хартиите од вредност. Дисконтот се употребува со цел да се пресмета ликвидационата вредност на средствата на брокерско-дилерските фирми, со цел да се одреди дали тие држат доволно ликвидни средства да ги платат сите нивни несубординирани обврски и сепак да остане еден вид на „амортизер“ од ликвидни средства (т.е. барање за нето-капитал, *неѿ цаѿѿѿал рељуиременѿѿ*) со цел да се осигураат плаќањата на сите обврски кон клиентите.

На 28 април 2004 година, Комисијата за хартии од вредност на САД (*СЕЦ*), изгласа да се дозволи на најголемите брокерско дилерски компании (т.е. оние со нето-капитал од повеќе од 5 милијарди \$) да поднесат барање за исклучок од овој веќе востановен дисконт (*хаириѿѿѿ*) метод. По добивањето на одобрување од Комисијата за хартии од вредност на САД, на овие фирми им беше дозволено да користат математички модели за пресметка на дисконтите на нивните хартии од вредност што се базираа на меѓународни стандарди користени од страна на комерцијалните банки. Промената во пресметката на овој дисконт доведе до намалување на дисконтните износи и ослободување на големи износи капитал за компаниите.

Со ослободувањето на капиталот, многу инвестициони банки започнаа да го зголемуваат износот на должнички инструменти коишто ги издаваа за подоцна да купуваат хартии од вредност издадени врз основа на хипотека. Ова резултираше во зголемен финансиски левериѿ за инвестиционите банки.

Комбинацијата од сите овие регулативи, порастот на кредитите со лош квалитет и спуштањето на стандардите за издавање на хартии од вредност беа дел од причините за голем дел од финансиските институции да имаат големи износи на комплексни финансиски инструменти во нивните биланси.

1.4.2.1. Законот за банки од 1933 година (*Glass-Steagall act*) и Законот за модернизација на финансиски услуги од 1999 година (*Gramm-Leach-Bliley act*) и финансиската криза

Законот за модернизација на финансиските услуги од 1999 година со којшто се укинува Законот за банки од 1933 година (*Глас-Стигаџал*), често е посочуван како една од главните причини за финансискиот колапс односно за хипотекарната криза во САД.

Законот за банки од 1933 година (*Глас-Стигаџал*) ги раздвојуваше комерцијалното од инвестициското банкарство. Имено, за време на Големата Депресија 1929-1933 година, се појави потреба за значајна реформа на банкарскиот систем. Се смета дека активностите на комерцијалните банки со хартии од вредност, во тој период придонесоа за падот на берзата и за банкротот на илјадници комерцијални банки. Притоа на комерцијалните банки и нивните подружници и холдинг-компанији им беше забрането да преземаат инвестициони банкарски активности. Од друга страна пак, на инвестиционите банки им беше забрането да прифаќаат депозити, односно да бидат истовремено и комерцијални банки.

Со овој закон, комерцијалните банки во САД ја изгубија моќта да се ангажираат во инвестициското банкарско работење⁴⁷, односно им се забрануваше да инвестираат во акции, ја лимитираше нивната способност да дејствуваат како агент при купување или продавање на хартии од вредност, да запишуваат хартии од вредност и да тргуваат со т.н. неподобни хартии од вредност издадени од корпорациите, да се спојуваат со компании коишто се занимаваат со тргување или запишување на хартии од вредност. Притоа, овој закон исклучуваше некои видови хартии од вредност од своите забрани дозволувајќи банките да запишуваат т.н. подобни хартии од вредност – американски државни хартии од вредност, општински обврзници, приватно пласирани комерцијални записи и обврзници за недвижности.

Со овој закон исто така се основаше и Федералната корпорација за осигурување на депозити (*Федерал Дејосити Инсуранце Корпорацион*) со којашто се осигуруваат депозитите до 2.500\$ во 30-тите години, до 100.000 \$ во текот на 80-тите години, а тој лимит беше зголемен на 250.000\$ за време на финансиските турбуленции во октомври 2008 година.

Законот за банки од 1933 година (*Глас-Стигаџал*) стриктно го ограничи учеството на комерцијалните банки на пазарите на хартии од вредност, и стави крај на праксата од 1920-тите години кога банките продаваа хартии од вредност на депозиторите. Исто така се случуваше банките како услов за одобрување на кредити, да им наложат на комитентите да купуваат хартии од вредност (пр. корпоративни обврзници, кои што претходно ги имаа купено⁴⁸).

До 70-тите години, бариерите поставени со овој закон опстојуваша, но во годините што следуваа (експанзија на иницијативи од страна на комерцијалните и инвестиционите банки), малку по малку ги поткопуваа поставените граници. На пример, комерцијалните банки започнаа да нудат различни активности со хартии од вредност на домаќинствата и претпријатијата (како на пример помош при купување и продавање на акции, помош при спојувања и аквизиции и сл.)

Од друга страна пак, инвестиционите банки започнаа да преземаат активности, и на страна на активата и на страна на пасивата од билансите на комерцијалните банки.

⁴⁷Претходно банките ја имале таа привилегија со донесувањето на законот на Mcfadden-Pepper во 1927 година

⁴⁸ Peter, R.S. (1991) "Commercial bank management", publisher McGraw- Hill

Имено, на страна на активата, големите корпорации го финансираа своето работење преку издавање корпоративни обврзници, наместо преку земање заеми од комерцијалните банки. Хипотекарната секјуритизација којашто започна во 1970 – тите години соВладината национална хипотекарна асоцијација (*Говернменџи Наџионал Морџгаџе Асоцијацион-Гинниџ Маџ*), значеше дека хипотекарните кредити можеа да се финансираат преку пазарот на хартии од вредност, наместо преку депозити собрани од комерцијалните банки или штедилниците. На страна на пасивата, фондовите на пазарите на пари коишто се појавија во 1972 година, нудеа на домаќинствата инструменти слични на депозитите коишто беа релативно сигурни и ликвидни, но со повисоки каматни стапки од регулираните каматни стапки на депозитите што се нудеа од страна на комерцијалните банки.

Потоа во 1987 година, ФЕД даде дозвола на комерцијалните банки да се ангажираат во активности со хартии од вредност односно да запишуваат одреден износ на корпоративни хартии од вредност, при што тој лимит до 1990 година значително беше олабавен. До крајот на 1990-тите државата им дозволила на 40 банкарски холдинг-компани да се вклучат во активности на запишување на хартии од вредност коишто беа предмет на бројни рестрикции.

Во периодот од 1970 до 1990 година, комерцијалните банки се залагаа за отповикување на Законот на *Гласс-Сџеаџалл*, во целост или делумно, со цел полесен и директен влез во индустријата со хартии од вредност. Од друга страна пак, инвестиционите банки немаа голем интерес за комерцијалното банкарство и првенствено сакаа да ја заштитат нивната дејност од „упад“.

Движечка сила за делување од страна на Конгресот (во насока на оптовикнување на Законот *Гласс-Сџеаџалл*) беше спојувањето на *Џиџиџорџ* со осигурителната компанија *Травелерс* во 1998 година, кога беше формирана *Џиџиџроуџ*. Имено, беше добиено одобрување од страна на ФЕД на привремена основа (*Џиџиџроуџ* требаше да се откаже од голем дел од средствата на *Травелерс* во период од 5 години, освен ако не дојдеше до промена на законот).

Конечно, законските бариери за американските комерцијални банки во однос на запишување на хартии од вредност, почнаа да се уриваат во 1999 година кога Конгресот ги укина одредбите од Законот на *Гласс Сџеаџалл* за запишување на хартии од вредност и им ги отвори вратите на комерцијалните банки поврзувајќи ги со брокерите, дилерите и запишувачите на хартии од вредност. Имено, со новиот закон се укинаа одредени делови од Законот на *Гласс-Сџеаџалл* со коишто им се забрануваше на комерцијалните банки да се здружуваат со инвестиционите банки. Притоа се овозможи на комерцијалните банки да можат да ги трансформираат нивните банкарски холдинг-компани во финансиски холдинг-компани коишто ќе се ангажираат во активности на инвестиционо банкарство.

Имено, со Законот за модернизација на финансиски услуги од 1999 година (Законот на *Грам-Леаџх-Блилес*) беше дозволено добро раководените и добро капитализирани комерцијални банки да се здружуваат со осигурителни компании и со компании за хартии од вредност.

Во исто време, компаниите за осигурување и хартии од вредност можат да формираат холдинг-компани коишто исто така можат да контролираат една или повеќе банки. Намерата беше да им се даде можност на американските банки и другите компании за финансиски услуги да ги диверзифицираат нивните понудени

услуги и со тоа да се редуцира ризичната изложеност на нивното севкупно работење. Поддржувачите на овој закон тврдеа дека новите холдинг-компанији ќе бидат профитабилни (како резултат на економијата од обем), посигурни (како резултат на поголема диверзификација на ризици), повеќе корисни за потрошувачите (благодарение на можноста од реализација на сите финансиски услуги на едно место) и поконкурентни со големите странски банки коишто веќе нудеа кредити, хартии од вредност и осигурителни продукти.

Во периодот од 1998 до 2007 година, средствата на петте најголеми американски банки *Банкоф Америка*, *ЦитиГроуп*, *JP Морган*, *Вајховиа*, и *Веллс Фарго* се зголемија за повеќе од трипати, односно од 2,2 трилиони \$ на 6,8 трилиони \$. Средствата на петте најголеми инвестициони банки *Голдман Сајкс*, *Морган Станли*, *Мерил Лич*, *Лехман Бротхерс* и *Бернштајн* се зголемија за повеќе од четирипати односно од 1 трилион \$ во 1998 година до 4 трилиони \$ во 2007 година.

Новиот закон го охрабри растот во рамките на банкарството, хартиите од вредност и осигурувањето. Комерцијалните банки како *Банк оф Америка*, *ЦитиГроуп* и *JP Морган* можеа да се натпреваруваат директно со најголемите инвестициони банки во секјуритизација, запишување на акции и обврзници, тргување со деривативи и сл. Најголемите комерцијални банки станаа главни играчи во инвестиционото банкарство. Стратегиите на најголемите комерцијални банки и нивните холдинг-компанији во голема мера потсетуваа на стратегиите на инвестиционите банки.

ГЛАВА II

ВОВЕД

Во втората глава ќе биде направен детален осврт на финансиската криза во САД, при што ќе бидат анализирани: почетокот на финансиската криза, финансиските институции во САД коишто први го почувствуваа ударот на кризата, деловниот циклус и економските индикатори и ефектите од кризата во САД.

Во рамки на првиот дел од оваа глава – почетокот на финансиската криза во САД ќе бидат разгледувани: 1.) кризата на хипотекарниот пазар во САД и првиот предвесник на глобалната финансиска криза – вредноста на *АБЦ* индексот; 2.) паниката на пазарите на пари при што ќе биде ставен акцент на комерцијалните хартии од вредност издадени врз основа на средства (*Асеџи-бацкед Цоммерцијал Пајпер- АБЦП*), колапсот на пазарот на комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства и индикаторот на согледаниот кредитен ризик во економијата – *ТЕД* распонот како корисна основа за проучување на сериозноста на глобалната финансиска криза.

Во рамки на делот за финансиските институции во САД и финансиската криза ќе бидат разгледувани само неколку од финансиските институции во САД на коишто финансиската криза им ги зададе првичните удари: *Беар Сџеарнс, Лехман Броџерс, АИГ, Фанни Мае* и *Фредди Мац*, причините за нивните проблеми и пазарните импликации од истите. Во овој дел ќе биде направена анализа на коефициентот на финансиски леверџ на рочната неусогласеност на средствата и обврските на најголемите инвестициони банки во САД. Статистичкото испитување на влијанието на финансискиот леверџ врз процентуалната промена на пазарната капитализација на инвестиционите банки од САД, Европа и Јапонија ќе биде предмет на елаборација во овој дел од докторската дисертација.

Во рамките на делот за деловен циклус и економските индикатори ќе бидат разгледани индустриите коишто остваруваат најдобар перформанс во даден момент од економскиот циклус, како и индексите на економски индикатори што се

анализираат со цел да се утврди состојбата на економијата односно фазата во којашто истата се наоѓа.

Во рамки на делот за ефектите од кризата во САД ќе биде направен детален осврт на ефектите што кризата ги имаше во САД врз: пазарот на капитал, реалниот сектор, социјалниот сектор, надворешниот сектор, фискалниот сектор и движењето на цената на нафтата и автомобилската индустрија во САД. Притоа ќе биде направена анализа на повеќе економски индикатори во САД: индекс на волатилност, бруто-домашен производ, инфлација, стапка на невработеност, дефицит на тековна сметка и трговски биланс, девизен курс и буџетски дефицит.

2. ФИНАНСИСКАТА КРИЗА ВО САД

2.1. Почеток на финансиската криза во САД

2.1.1. Криза на хипотекарниот пазар во САД

Кризата на хипотекарниот пазар во САД беше тема број еден на почетокот на 2007 година. Предвесник на глобалната финансиска криза беше кризата на хипотекарниот пазар во САД⁴⁹. Експанзивната монетарна политика којашто ги одржуваше каматните стапки на ниско ниво, ја охрабруваше побарувачката на кредити за недвижен имот.

Олабавените кредитни стандарди водеа кон тоа, финансиските институции да обезбедуваат кредити на дебитори со лош квалитет (*subprime borrowers*) коишто не беа во можност да го сервисираат долгот. Овие хипотекарни кредити беа здружувани во пулови и претворани во примамливи инвестиции за инвеститорите. Преку процесот на секјуритизација беа креирани многубројни комплексни структурирани финансиски производи коишто имаа за цел да привлечат уште повеќе инвеститори. Финансиските институции исто така влегуваа во комплексни финансиски договори познати како кредитни деривативи или кредитни дефолт свопови (*credit default swaps- CDS*) што претставуваа заштита од кредитен ризик за имателите на хартии од вредност.

Големата понуда на недвижности во однос на побарувачката и зголемувањето на каматните стапки (особено за дебиторите со лош квалитет) придонесе за намалување на цените на недвижностите и хипотекарните кредити во САД. Во 2006 година, цените на недвижностите коишто до тогаш имаа растечки тренд, нагло го променија курсот. Имено, помеѓу четвртиот квартал од 2005 година и првиот квартал во 2006 година, просечните цени на недвижностите паднаа за 3,3%. Ова намалување на цените продолжи со забрзано темпо и во 2007 година. Намалувањето на цените предизвика колапс на хипотекарниот пазар.

⁴⁹ Asian Development Bank, (2008) "Navigating the global storm, A policy brief on the global financial crisis", ISSN no. 978-971-561-743-7

Зголемениот број на ненаплатливи кредити во комбинација со намалување на кредитирањето и намалување на цените на недвижностите им донесе финансиски загуби на институциите коишто во своите портфолија чуваа хартии од вредност издадени врз основа на хипотека и кредитни деривативи.

Први на удар беа компаниите и финансиските институции директно вклучени во изградбата на недвижен имот и издавање хипотекарни заеми. Следни на удар беа финансиските институции вклучени во процесот на секјуритизација на хипотекарните кредити. Кризата почна да влијае на општата достапност на кредити (не само на хипотекарните кредити) и на поголемите финансиски институции коишто не беа директно поврзани со хипотекарното кредитирање. Многу од овие институции во своите портфолија имаа инвестиции во чијашто основа имаше средства што потекнуваа од секјуритизирани хипотекарни кредити. Изложеноста на овие хартии од вредност издадени врз основа на хипотека или на кредитни деривативи, влијаеше на зголемување на бројот на институции со финансиски проблеми како *Лехман Бројџерс*, *Америцан Интјернационал Гроуп* (АИГ) и *Меррил Лавинч*. Други фирми што беа под притисок, беа штедни и кредитни асоцијации како на пример *Њасхингтон Муџуал* (најголемата од нив), како и големите инвестициони фирми *Морган Станли* и *Голдман Сајкс*. Кумулативните кредитни загуби беа огромни.

Првиот предвесник на глобалната финансиска криза беше вредноста на *АБЦ* индексот во февруари 2007 година којшто претставуваше репер за остварувањата на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека.

2.1.1.1. ABX-индекс

Првите знаци за финансиски притисоци на хипотекарниот пазар во САД, беа забележани во февруари 2007 година преку движењето на *ABX*-индексот⁵⁰.

Овој индекс ги следи цените на кредитните дефолт свопови на селектирани транши на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека. Започна да се тргува во јануари 2006 година овозможувајќи им на пазарните учесници поефикасно да го следат кредитниот ризик и кредитната изложеност на портфолијата со хартии од вредност издадени врз основа на хипотека.

ABX-индексот се базираше на најголемите и најликвидни емисии на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека и секои шест месеци се лансираше нов индекс којшто ги рефлектираше последните емисии на кредити во тој период. Секоја серија беше поделена на пет подиндекси, врз основа на кредитните рејтинзи на траншите на дваесетте хартии од вредност издадени врз основа на хипотека што ја сочинуваа серијата: AAA; AA; A; BBB и BBB-.

На полугодишно ниво, пазарните учесници колективно одлучуваа за купонската стапка на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека во кошницата т.е. годишниот купон што купувачот на кредитната заштита го плаќа на продавачот на кредитна заштита. При промена на пазарните услови, индексот го изразува екстра трошокот што треба да се плати однапред од страна на купувачот на кредитна заштита, на продавачот на кредитна заштита пресметано на следниот

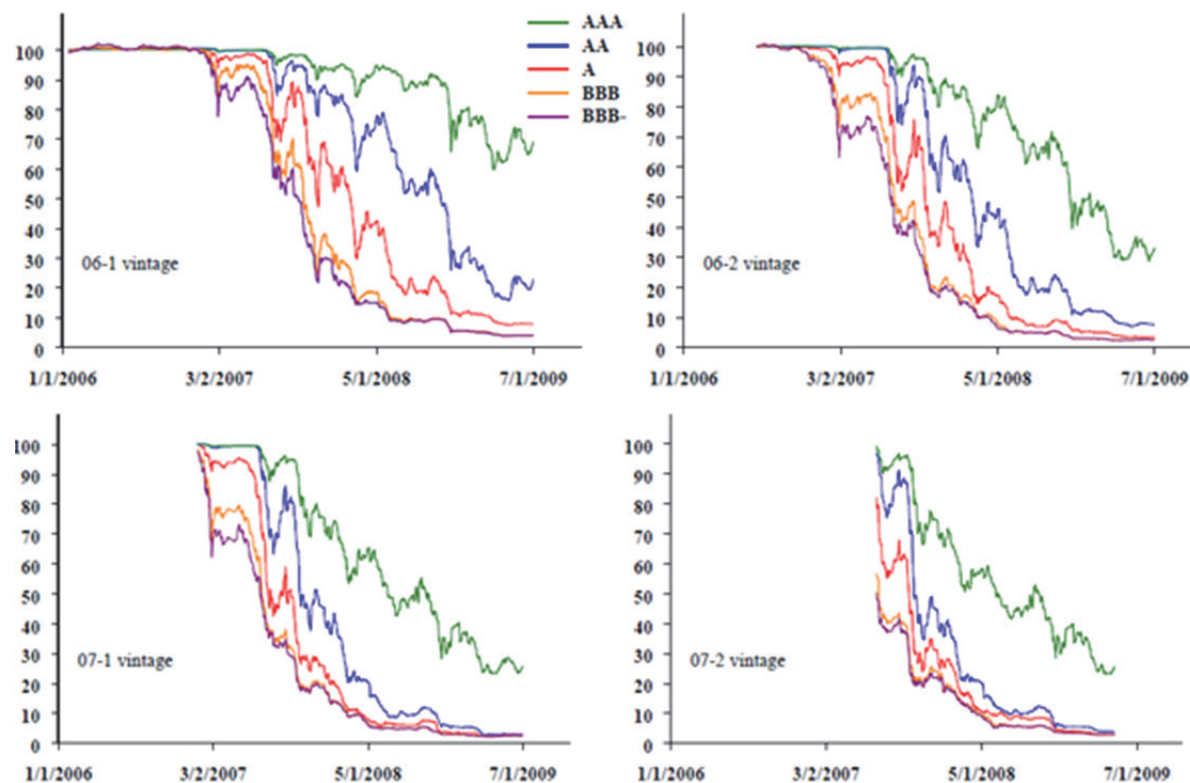
⁵⁰Brunnermeier (2009), “Deciphering the Liquidity and CreditCrunch 2007–2008”, Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 77–100

начин: 100 (номиналната вредност) минус тековната цена на индексот. На пример, ако тековната цена на индексот е 90, тогаш купувачот на кредитната заштита мора да плати 10% од вредноста за да биде осигуран, како дополнување на фиксната купонска стапка. Ова значи дека колку пониско индексот е котиран односно има пониска цена толку повисок е трошокот што треба да се плати со цел да се осигура позицијата на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека.

ABX-индексот што се тргуваше од јануари 2007 започнува со цена од 100. Како што цената на индексот опаѓа, така трошокот расте и претходните продавачи на кредитна заштита претрпуваат загуби. Со други зборови, како што перципираниот ризик (од страна на пазарните учесници) на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека расте, индексот се намалува. Намалувањето на индексот им сигнализира на инвеститорите дека имателите на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека ќе сносат финансиски загуби од нивната инвестиција. И обратно, зголемувањето на ABX-индексот дава сигнал на инвеститорите дека хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека се добра инвестиција⁵¹.

На почетокот од 2007 година, структурираните кредитни инструменти издадени врз основа на хипотека мерени преку ABX-индексот, бележеа намалување, а ликвидноста за тргување со истите на секундарните пазари исто така беше нарушена.

Графикон бр.25: ABX индекси (2007-2009)



(Извор: њџ. маркит.цом)

⁵¹Сабрс, Ф. анд Оконгџу, Ц. (2009) “Студс оф тхе Импакт оф Секуритизацион онКонсумерс, Инвесторс, Финанциал Институтионсанд тхе Цапитал Маркетс”, Америцан Секуритизацион Форум

На графиконот бр. 25 е прикажано движењето на *ABX*-индексот (2 индекса со коишто се тргува од 2006 година и 2 индекса со коишто се тргува во 2007 година). Како што може да се забележи од графиконот, за време на пазарните турбуленции во 2007 година, овој индекс се намалува што претставуваше знак за растечката нестабилност на хипотекарниот пазар. Во исто време *ABX*-индексот стана помалку ликвиден како резултат на тоа што бројот на инвеститори коишто сакаа да преземат кредитен ризик на хипотекарниот пазар се намалуваше.

2.1.2. Паника на пазарите на пари

Проблемите од хипотекарниот пазар се прелеаја на пазарот на пари од каде што банките и другите финансиски институции се финансираа. Меѓубанкарските каматни стапки се зголемија како резултат на зголемениот ризик во финансискиот сектор. Главни карактеристики на пазарите на пари беа неликвидноста, воздржаноста од меѓусебно тргување на банките и растечките премии за ризик. Финансиските институции беа претпазливи при извршување на своите редовни активности и како резултат на тоа станаа с□ повеќе воздржани при меѓусебното кредитирање. Кризата на хипотекарниот пазар во САД од август 2007 година прерасна во глобална финансиска и економска криза.

Како општоприфатен датум за почеток на кризата се смета 7 август 2007 година, иако проблемите на хипотекарниот пазар започнаа во САД уште есента во 2006 година. Но, на овој датум, меѓубанкарскиот пазар замрзна. Банките не беа подготвени да си позајмуваат една на друга.

На 7 август 2007 година, глобалниот финансиски систем влезе во период на турбуленција предизвикана како резултат на влијанието од растечките стапки на ненаплатливост на хипотекарните кредити во САД врз евалуацијата на широк спектар на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека. Комплексноста и неразбирливоста на структурираните хартии од вредност во комбинација со (во многу случаи) отсуство на пазарна вредност за овие инструменти, направи овие продукти тешко да се вреднуваат, со негативни импликации на вреднувањето на целокупните биланси на банките. Како што банките стануваа позагрижени за нивната ликвидност, тие стануваа помалку подготвени да си позајмуваат едни на други. Банките имаа висок степен на финансиски левериџ и држеа високи износи на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека. Колатералот што стоеше зад овие хартии од вредност полска ја губеше неговата вредност како што цените на недвижностите пагаа. Една банка да позајмува на друга банка којашто можеше да отиде во банкрот следниот ден, за првата банка би значело да го загрози својот сопствен опстанок.

Првиот удар на пазарите на пари беше во јули 2007 кога имаше намалување на кредитните рејтинзи на значаен дел од хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека со лош квалитет (поради растечкиот број на ненаплатливи хипотекарни кредити) и кога двата □хец' фондови на *Беар Сџеарнс* се обидоа да ликвидираат големи позиции во овој тип на хартии од вредност⁵². На 9 Август 2007 година,

⁵² IMF, (2008) "US Subprime contagion"

пазарите на пари замрзнаа откако француската банка *БНП Парибас* соопшти дека ќе суспендира три од нејзините инвестициони фондови вредни 2 милијарди евра, како резултат на тоа што не може да изврши вреднување на нивните средства поради проблемите на хипотекарниот пазар во САД.

Стравувајќи од големата побарувачка од страна на клиентите за готовински исплати, фондовите на пазарите на пари дефанзивно ги променија нивните портфолија од среднорочни и долгорочни банкарски депозити и комерцијални хартии од вредност на инструменти со кратки рочности и рочности преку ноќ. Целата оваа ситуација предизвика голема побарувачка за краткорочна ликвидност и колапс на пазарите за комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства (*асеџ бацкед цоммерцијал џајер, АБЦП*). Целата оваа ситуација доведе до тоа, банките во Европа и Америка да не сакаат да позајмуваат средства на поголеми рочности од оние - преку ноќ.

Иако во таа рана фаза беше загрозувана солвентноста само на неколку банки, премијата за кредитирање на поголеми рочности беше недоволна за да го компензира ризикот од кредитирање на договорна страна којашто можеше да се соочува со ликвидносни проблеми. До септември 2007 година, пазарот на комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства (*АБЦП*) стана комплетно неликвиден.

Евидентното влошување на пазарните услови за финансирањето на ликвидноста кај банките, имаше импликации врз нивната солвентност како резултат на следното⁵³:

- намалувањето на вредноста на секјуритизираниите хипотекарни кредити и структурираните хартии од вредност во билансите на финансиските институции доведе до прекумерни отписи на средства;
- притисоците за финансирањето на ликвидноста доведоа до процес на *“deleveraging”*, што од своја страна предизвика понатамошно намалување на вредноста на средствата;
- трошоците за финансирање пораснаа како резултат на зголемување на каматните распони на пазарите на пари.

Сите овие притисоци резултираа во намалување на показателите на солвентност во банкарскиот сектор, што доведе до зголемување на каматните распони на кредитните дефолт својови како мерило за кредитниот ризик.

Како што способноста на банките да се финансираат на пазарите беше доведена во прашање, тие започнаа да „создаваат резерви“ на ликвидност, на тој начин што чуваа краткорочни средства и го намалуваа периодот на којшто тие би позајмувале на други банки⁵⁴. Од една страна банките сакаа да се заштитат од потенцијалните поголеми од очекуваните ликвидносни потреби, а од друга страна несигурноста во врска со големината на кредитниот ризик на нивните партнери порасна бидејќи не можеа да ја проценат изложеноста на партнерите на хартии од вредност со лош квалитет.

Банките станаа загрижени за тоа, колкави се нивните обврски со други банки, со ☐хед' фондовите или со корпоративните клиенти. Истовремено бидејќи тие се

⁵³ Nathaniel, F. (2008), “Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime crisis”, IMF Working Paper WP/08/200

⁵⁴ ИМФ, (2008) “Глобал Финансиал Стабилитет Репорт”

соочија со потешкотии да се финансираат преку продавање кредити на пазарите на хартии од вредност, тие мораа да чуваат повеќе кредити во своите биланси. Ова се совпадна со □ помалата подготвеност на банките да си позајмуваат меѓу себе. Резултатот беше: неликвидност на меѓубанкарските пазари.

Имено, кога постои висок кредитен ризик и ликвидните средства се чуваат, дури и најликвидните банки се соочуваат со потешкотија за финансирање. На пример, *Норџхерн Роџк* од Велика Британија бараше итна помош од Централната банка на Англија поради тоа што не можеше да секјуритизира или на друг начин да ги продаде кредитите, ниту пак можеше да позајмува готовински средства од другите банки, а имаше недоволно ликвидни средства, односно ликвидни средства коишто гарантираа опстанок од само неколку недели.

Слично на тоа, *Беар Сџеарнс* потроши 17 милијарди \$ ликвидни средства за 3 дена и покрај уверувањата на надлежните дека фирмата ги надминува законските капитални барања.

Норџхерн Роџк и *Беар Сџеарнс* претставуваат два примера за кривката на довербата на меѓубанкарските пазари и колку бргу може една институција да остане без готовински средства кога се доведува во прашање нејзината репутација, а пазарите се неликвидни.

2.1.2.1. Комерцијални хартии од вредност

Комерцијалните хартии од вредност се инструменти на пазарот на пари што се издаваат од страна на банки или корпорации, со цел да обезбедат средства за финансирање на нивните краткорочни обврски и се обезбедени само со ветувањето од страна на банката или корпорацијата дека ќе го плати номиналниот износ на датумот на достасување назначен на самата хартија од вредност.

Во САД, комерцијалните хартии од вредност (*цoммерциал њaйер*) беа важен извор на финансирање од 19-тиот век. Согласно Здружението на финансиските пазари (*Финанциал Маркејтс Асоциаџион*), на почетокот на 2007 година, вкупното краткорочно финансирање (финансирањето на пазарот на пари) изнесуваше околу 5 трилиони \$. Инструментите со коишто најмногу се тргуваше на овој пазар беа комерцијални хартии од вредност, со оптек од повеќе од 1,97 трилиони \$. За споредба, втори по големина беа државните записи коишто имаа 940 милијарди \$ во оптек⁵⁵.

Во пракса, каматната стапка на комерцијалните хартии од вредност е малку повисока од каматната стапка на државните записи со иста рочност и малку пониска од каматната стапка на меѓубанкарските кредити со иста рочност - ЛИБОР (*Лондон Инџербанк Офферед Рајте*) којшто е репер на каматна стапка што се плаќа на краткорочното позајмување помеѓу големите банки⁵⁶.

Речиси сите комерцијални хартии од вредност се рангирани од страна на една или повеќе акредитирани кредитни рејтинг-агенции како на пример *Moody's*, *СтандарднПоор's* или *Фитч*. Комерцијалните хартии од вредност продадени на пазарот вообичаено имаат највисок краткорочен кредитен рејтинг. Многу пазарни

⁵⁵Други краткорочни финансиски инструменти со коишто се тргува на пазарот на пари: термински депозити, репо договори, краткорочни должнички инструменти (схорт-терм нотес) и сл.

⁵⁶Стигум анд Цресцензи, (2010) “Доес тхе ЛИБОР ресетт банкс' борроњинг цостс?”

учесници, или по сопствен избор или врз основа на внатрешни регулативи ги ограничуваат нивните инвестиции на висококвалитетни хартии од вредност. Поголемиот број од инвеститорите на комерцијални хартии од вредност ги чуваат истите до достасување, па како резултат на тоа, тргувањето на секундарните пазари со комерцијални хартии од вредност е многу мало. Наместо тоа, инвеститорите континуирано ги обновуваат комерцијалните хартии од вредност по рокот на достасување (*ролл овер мајџуринг цоммерциал џајџер*), односно тие купуваат новоиздадени комерцијални хартии од вредност од истиот издавач, кога ќе достасаат постоечките во неговото портфолио. Како резултат на тоа издавачите вршат рефинансирање на исплатата на достасаните хартии од вредност со новоиздадени комерцијални хартии од вредност⁵⁷.

Потребата за обновување на комерцијалните хартии од вредност по рокот на достасување, создава ризик дека инвеститорите нема да сакаат да ги рефинансираат достасаните комерцијални хартии од вредност. Овој ризик претставува ликвидносен ризик (*ролл -овер риск* или *лиџуидитис риск*) и во овој случај издавачите треба да најдат друг начин на финансирање со цел да ги исплатат достасаните комерцијални хартии од вредност.

Од перспектива на издавачот на комерцијалните хартии од вредност, како бенефиција е тоа што издавачот може да избегне регистрација по Законот за хартии од вредност (*Сецуриџиес Аџџ оф 1933*), согласно кој од фирмите коишто регистрираат хартии од вредност бара да достават опис односно информација за бизнисот на компанијата, хартијата од вредност што ја издаваат, менаџментот на компанијата и финансиски извештаи. Регистрацијата вообичаено се сметка за скап и долг процес.

Во зависност од издавачот, постојат три категории на комерцијални хартии од вредност:

- комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства (*Asset-backed commercial paper - ABCP*) коишто претставуваат краткорочни хартии од вредност со просечна рочност од 90 дена, и за разлика од обичните комерцијални хартии од вредност, тие можат да бидат издадени од институција што поседува други средства како колатерал, на пример неликвидни долгорочни средства. Во случај на ненаплатливост, имателот на *ABCP* има право да го заплени и продаде колатералот;
- финансиски комерцијални хартии од вредност (*Financial commercial paper*) коишто се издаваат од големите финансиски институции. За разлика од *ABCP*, овој тип на комерцијални хартии од вредност се издаваа директно од институцијата, а не преку посредник. Исто така, овие хартии од вредност се необезбедени и издавачот не заложува средства како колатерал. Финанските комерцијалните хартии од вредност се сметаат за нискоризични средства поради нивната кратка рочност и фактот дека нивните издавачи се големи институции со биланси со висок квалитет. Двата најголеми издавачи на финансиски комерцијални хартии од вредност се финансиски компании во сопственост на автомобилски или преработувачки компании коишто

⁵⁷Кацперцзск, М.анд Сцхнабл, П. (2010) “Њхен Сафе Провед Рискс: Цоммерциал Папер дуринг тхе Финанциал Црисис оф 2007–2009”, Јоурнал оф Ецономиц Перспецтивес—Волуме 24, Нумбер 1—Њинтер 2010—Пагес 29–50

издаваат комерцијални хартии од вредност со цел да го осигураат финансирањето на нивните родителски компании (“*captive finance companies*”) и банкарски институции. Некои од најголемите “*captive finance companies*” што издаваат финансиски комерцијални хартии од вредност, се оние коишто се во сопственост на *General Motors*, *General Electric* и *Toyota*⁵⁸.

- корпоративни комерцијални хартии од вредност (*Corporate commercial paper*) – што се издаваат од страна на нефинансиски фирми; тие се необезбедени и само големи, кредитоспособни фирми со „здрави“ биланси може да издаваат ваков тип на хартии од вредност. За овие фирми, комерцијалните хартии од вредност се важен извор на финансирање претставувајќи околу 30% од нивните тековни обврски⁵⁹. Помеѓу големите издавачи на корпоративни комерцијални хартии од вредност се *General Electric* и *Coca-Cola*.

Во последните две декади, пазарот на комерцијални хартии од вредност значително се зголеми. Вкупната вредност на пазарот на комерцијални хартии од вредност во 1990 година беше 558 милијарди \$, од коишто 5,7% беа АБЦП, 59,9% беа финансиски комерцијални хартии од вредност и 34,4% беа корпоративни комерцијални хартии од вредност. Во јануари 2007 година, вкупната вредност на пазарот на комерцијални хартии од вредност беше 1,97 трилиони \$, од коишто 56,8% беа АБЦП, 34,4% беа финансиски комерцијални хартии од вредност и 5,7% беа корпоративни комерцијални хартии од вредност⁶⁰. Земајќи ги предвид овие податоци можеме да заклучиме дека растот на пазарот на комерцијални хартии од вредност беше главно поттикнат од развојот на АБЦП коишто за првпат беа издадени во 1980 година.

2.1.2.1.1. Комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства (*Asset-backed Commercial Paper- ABCP*)

АБЦП се комерцијални краткорочни хартии од вредност коишто се издаваат од страна на посредници (*цондуитс*) на големите финансиски институции. Позициите на овие хартии од вредност претставуваат вонбилансни ставки за финансиските институции, што значи дека средствата и обврските на посредниците не се вклучени во билансот на финансиската институција. Сепак, средствата се под контрола на финансиската институција, во смисла дека посредникот е компанија што е управувана од страна на финансиската институција.

За време на 1990-ти години, некои од посредниците започнаа да инвестираат во долгорочни средства вклучувајќи и секјуритизирани средства како што беа хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека. Како резултат на инвестиционата стратегија, кај посредниците се појави рочна неусогласеност помеѓу

⁵⁸Стигум анд Цресцензи, (2007) “Стигум’с монес маркет”, 4^{та} едисија

⁵⁹Доњинг, Ц. андОлинер, С. 2007, “Тхе терм структуре оф цоммерциал папер ратес”, Јоурнал оф Финанциал Економиц 83, 59-86

⁶⁰Кацперцзск, М.анд Сцхнабл, П. (2010),”Њхен Сафе Провед Рискс: Цоммерциал Папер дуринг тхе Финанциал Црисис оф 2007–2009”, Јоурнал оф Економиц ПерспективесВол. 24, Но. 1, Њинтер 2010

средствата и обврските односно имаа долга рочност на нивните средства и кратка рочност на нивните обврски, во случајот *АБЦП*.

Оваа рочна неусогласеност на средствата и обврските ги изложи посредниците на ликвидносен (*ролл-овер риск*), односно ризик дека инвеститорите ќе го стопираат рефинансирањето на достасаните *АБЦП*. Овој ризик ги прави посредниците поризични за надворешните инвеститори бидејќи доколку сите инвеститори прекинат со рефинансирање во исто време и посредникот не може да ги продаде своите средства за да ги исплати инвеститорите, може да се соочи со банкрот. Во јануари 2007 година, 296 посредници беа овластени да издаваат *АБЦП* во САД и Европа. Овие посредници беа поддржани од страна на 126 финансиски институции, во најголем дел комерцијални банки од САД и Европа (повеќето од нив управуваа со повеќе од еден посредник). Вкупно, на комерцијалните банки отпаѓаа 903 милијарди \$ или 74,8% од постоечките *АБЦП*.

На пример, најголема финансиска институција во САД којашто управуваше со таков вид посредници беше *ЦитиГроуп* со 16 посредници и 92,6 милијарди \$ од постоечките *АБЦП*. Најголемата финансиска институција во Европа којашто управуваше со овие посредници беше *Дујцх Банк* со 9 посредници и 68,6 милијарди \$ од постоечките *АБЦП*⁶¹.

2.1.2.1.1.1. Фондови на пазарот на пари (Money market funds)

Фондовите на пазарот на пари се главни инвеститори во комерцијални хартии од вредност. Во јануари 2007 година, овие фондови поседуваа комерцијални хартии од вредност во износ од 767 милијарди \$ или 31,4\$ од пазарното учество.⁶²

Доминантната улога на фондовите на пазарите на пари како инвеститори во комерцијални хартии од вредност е релативно нова. Имено, фондовите на пазарот на пари се појавија во 1970-тите години и со текот на времето се зголемија, при што на почетокот на 2007 година нивната вредност изнесуваше 2,4 трилиони \$⁶³. Важна карактеристика на фондовите на пазарот на пари беше тоа што за разлика од банкарските депозити, инвестициите во овие фондови не беа осигурени од страна на државата. Главните ризици со коишто се соочуваа овие фондови беа ризикот од промена на каматни стапки и кредитниот ризик на нивните инвестиции.

Со цел да се ограничат ризиците, чувањето на комерцијални хартии од вредност од страна на фондовите на пазарот на пари се регулирани под Правилото 2а-7 од Законот за инвестирање на компаниите (*Инвештменџ Цомџанс Аџџ оф 1940*). Со одредбите од овој закон се ограничува чувањето на оние комерцијални хартии од вредност коишто имаат највисок или втор по висина кредитен рејтинг за краткорочен долг од најмалку две од национално признатите кредитни рејтинг-агенции. Овие фондови не може да чуваат повеќе од 5% од нивните средства во хартии од вредност од кој било индивидуален издавач со највисок рејтинг. Исто така, чувањето на хартии од вредност со втор по висина кредитен рејтинг не може да надмине 5% од средствата на фондот.

⁶¹Цовитз, Д. Неллис, Л. анд Суарез, Г. (2009) “Тхе Еволутион оф а Финанциал Кризис: Паниц интхе Ассет-Бацкед Цоммерцијал Папер Маркет”, Финанце анд економиц дискусион сериес, ИМФ

⁶²Federal Reserve Flowof Funds data

⁶³Federal Reserve Flowof Funds data

Притоа овие правила коишто бараат диверзификација, го намалуваат несистемскиот ризик, но не можат да влијаат на намалување на изложеноста на системски ризик којшто влијае на сите издавачи на комерцијални хартии од вредност во исто време. Она што е важно е дека овие правила ги спречуваат фондовите на пазарите на пари да купуваат долгорочни средства како што се хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека.

Но, можноста за инвестирање во *АБЦП* им овозможи на овие фондови индиректно да вложуваат во овие хартии од вредност. Всушност, развојот на пазарот на *АБЦП* беше потпомогнат од побарувачката од страна на фондовите на пазарот на пари коишто на крајот го поттикнаа растот на цените на недвижностите пред почетокот на глобалната финансиска криза. Како резултат на тоа, пазарот на *АБЦП* овозможи трансформација на краткорочните средства во долгорочни средства – функција којашто беше вообичаено резервирана за финансиските институции што работат под строги банкарски регулативи.

2.1.2.1.2. Колапсот на пазарот на комерцијални хартии од вредност издадени врз основа на средства (*asset backed commercial paper – ABCP*)

Колапсот на пазарот на *АБЦП* беше поттикнат од кризата на хипотекарниот пазар во САД. Иако стапката на ненаплатливост на хипотекарни кредити се зголемуваше во текот на целата 2006 година, финансиската криза ги покажа своите заби во летото 2007 година.

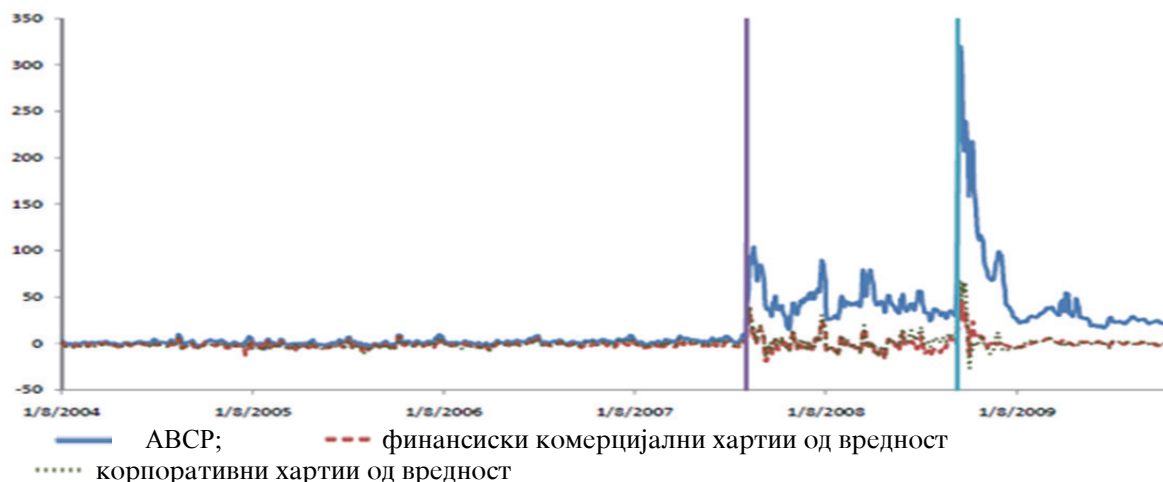
Пред кризата, пазарните учесници ги гледаа *АБЦП* како сигурни хартии од вредност, како резултат на нивната кратка рочност и високиот кредитен рејтинг. Два настана ја променија оваа перцепција на инвеститорите:

Првиот негативен шок на пазарот на *ABCP* започна да се развива на 31 јули 2007 година, кога двата  фондови на *Беар Сџејнс* коишто инвестираа во хипотекарни кредити со лош квалитет, банкротираа. Во текот на следната недела, други инвеститори исто така почнаа да пријавуваат загуби по таа основа. Потоа на 7 август 2007 година француската банка *БНП Парибас* соопшти дека ќе суспендира три од нејзините инвестициони фондови вредни 2 милијарди евра како резултат на тоа што не може да изврши вреднување на нивните средства поради проблемите на хипотекарниот пазар во САД. Со оглед на тоа дека слични средства служеа како гаранција за одредена категорија од комерцијалните хартии од вредност издадени врз основа на средства - *АБЦП*, многу инвеститори ја изгубија желбата да купуваат *АБЦП*. Воедно многу од инвеститорите во *АБЦП* станаа загрижени дека колатералот којшто служеше како обезбедување на *АБЦП*, може да биде со понизок квалитет отколку што првично се сметаше. Како резултат на тоа, инвеститорите го стопираа рефинансирањето на достасаните комерцијални хартии од вредност.

Графикон бр.26: Каматен распон на комерцијалните хартии од вредност со рочност преку ноќ и референтната стапка на ФЕД (Јануари 2004 - Октомври 2008)

каматен распон во
базични поени

Колапсот на Банкротот на
пазарот на *ABCP* Лехман Бротхерс



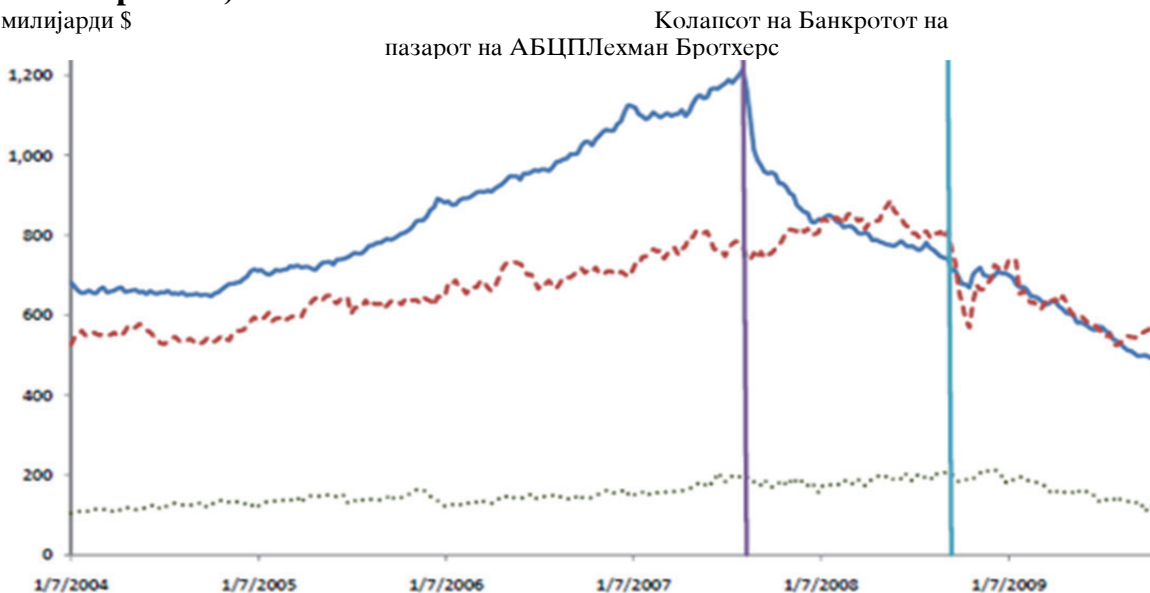
(Извор: Федерал Ресерве Боард и Неџ Сорк Федерал Ресерве дата)

Како што може да се види од графиконот бр. 26, во период од само два дена, а како резултат на претходно наведените соопштенија и загриженост на инвеститорите, распонот на *АБЦП* преку ноќ се зголеми од 10 базични поени на 150 базични поени.

Како резултат на дадените кредитни гаранции, финансиските институции мораа да обезбедат ликвидност за да ги исплатат достасаните *АБЦП*. Оваа обврска дополнително ја зголеми загриженоста за ризикот од ненаплатливост помеѓу банките и доведе до тоа каматните стапки на меѓубанкарското финансирање да се придвижат по нагорна линија. Кризата на пазарот на *АБЦП* брзо се рашири низ финансискиот сектор и влијаеше на банките на глобално ниво⁶⁴.

Графикон бр.27: Комерцијални хартии од вредност во оптек (Јануари 2004 – Октомври 2009)

милијарди \$



⁶⁴Ацхарса анд Сцхнабл, (2009) “До Глобал Банкс Спреад Глобал Имбалансес?Тхе Цасе оф Ассет-Бацкед Цоммерцијал Папер Дуринг тхе Финанцијал Црисис оф 2007–09”, 10th Јацлџус Полак Аннуал Ресearч Цонференце

— ABCP; --- финансиски комерцијални хартии од вредност
***** корпоративни хартии од вредност
(Извор: Федерал Ресерве Боард и Неџ Сорк Федерал Ресерве дата)

Како што е прикажано на графиконот бр 27, од август 2007 година, до август 2008 година, вредноста на постоечките ABCP се намали за 33,1% односно од 1,18 трилиони \$ на 789 милијарди \$. Овие бројки, најверојатно недоволно го истакнуваат намалувањето на побарувачката за ABCP, затоа што дадените кредитни гаранции наложуваа на банките да ги откупуваат овие хартии од вредност⁶⁵.

Намалувањето на постоечките ABCP, во комбинација со зголемувањето на нивните каматни распони, сугерира дека ова намалување е предизвикано од намалувањето на побарувачката за нив, повеќе отколку од намалувањето на понудата на ABCP. Во согласност со ова толкување, неколку фондови на пазарите на пари изјавија дека тие ги намалиле нивните позиции во ABCP, со цел да го ублажат ризикот од негативен публицитет, кој може да предизвика повлекување на средства од страна на инвеститорите⁶⁶.

Графиконите бр. 27 и 26, исто така ни покажуваат дека настаните од август 2007 година, имаа многу мало влијание врз издавачите на финансиски и корпоративни комерцијални хартии од вредност. Овие издавачи не се соочија со ризик на рефинансирање на нивните хартии од вредност. На пример, каматниот распон на финансиските комерцијални хартии од вредност над референтната каматна стапка на ФЕД остана негативен еден базичен поен, во годината пред почеток на кризата и во годината после почетокот на кризата. Во исто време, вредноста на финансиските комерцијални хартии од вредност остана стабилна (околу 980 милијарди \$) во годината по почетокот на кризата.

Вториот негативен шок на пазарот на ABCP беше пропаѓањето на *Lehman Brothers* во септември 2008 година. Многу инвеститори беа изненадени кога слушнаа дека еден од најголемите фондови на пазарот на пари (*Reserve Primary Fund*) со повеќе од 65 милијарди \$ во средства, поседувал повеќе од 785 милиони од комерцијалните хартии од вредност на *Lehman Brothers*.

Наместо секоја од неговите акции да вреди најмалку 1\$ (правило кај фондовите на пазарот на пари), овој фонд објави дека неговите акции вредат само 97 центи. Со тоа сегашната вредност на средствата на фондот вредеа помалку од 1\$, нешто што се има случено само еднаш во историјата, во однос на фондовите на пазарот на пари.

Отривањето и поврзувањето на изложеноста на овој фонд со банкротството на *Lehman Brothers*, предизвика повлекување на средства на фондот од страна на инвеститорите. На 16 септември 2008 година, *Reserve Primary Fund* беше приморан да плати 10,8 милијарди \$ (во откуп на хартии од вредност) и да се соочи со околу 28 милијарди барања од инвеститорите за понатамошно повлекување на средства. Со потешкотии се соочија и други фондови на пазарот на пари со позиции во комерцијални хартии од вредност. Во период од една недела, институционалните

⁶⁵Цовитз, Д., Лианг, Н. анд Суарез, Г. (2009) “Тхе Еволутион оф а Финанциал Црисис:Паниц ин тхе Ассет-Бацкед Цоммерциал Папер Маркет”, Финанце анд Ецономицс дискуссион сериес, Федерал Ресерве Боард

⁶⁶Moody’s Investor Service, (20076)

инвеститори ги намалиле своите инвестиции во фондовите на пазарот на пари за повеќе од 172 милијарди \$⁶⁷.

Со цел да го стопира повлекувањето на средства од фондовите на пазарот на пари и да го спречи нивното пропаѓање, Одделението за финансии при ФЕД (*U.S. Department of the Treasury*) објави привремено депозитно осигурување коешто ќе ги покрие сите инвестиции на фондовите на пазарот на пари. Оваа објава го спречи повлекувањето на средства од фондовите на пазарот на пари.

Банкротот на *Lehman Brothers* се толкуваше како сигнал дека комерцијалните хартии од вредност издадени и гарантирани од финансиски институции беа поризични отколку што инвеститорите мислеа претходно.

Како што графиконот бр. 27 покажува, финансиските комерцијални хартии од вредност се намалија за 29,5%, односно од 806 милијарди \$ на 10 септември на 568 милијарди \$ на 22 октомври 2008 година. За време на истиот период, вредноста на *ABCP* опадна за помал процент односно 9,8%, од 741 милијарди \$ на 668 милијарди \$.

Графикон бр.28: Издавање на комерцијални хартии од вредност, (Јануари 2004 – Октомври 2009)



(Извор: Федерал Ресерве Боард и Неџ Сорк Федерал Ресерве дата)

Како што е прикажано на графиконот бр. 28, просечното дневно издавање на *ABCP* се зголеми од 71 милијарди \$ во август 2007 година, на 106 милијарди \$ во септември 2007 година. Во исто време, просечниот рок на достасување на *ABCP* се намали повеќе од доволно да го компензира зголемувањето во издавањето на овие хартии од вредност што доведе до целокупно намалување на големината на пазарот на *ABCP*. Како што може да видиме од графиконот бр. 28, иако вкупната вредност на издадените *ABCP* не се спушти до нула, зголемувањето на издадените *ABCP*

⁶⁷Согласно анализите од iMoneyNet

беше резултат на замената на комерцијалните хартии од вредност со подолг рок, со оние коишто имаат пократок рок на достасување.

Фондовите на пазарот на пари беа водечка сила во колапсот на пазарот на *ABCP*. Иако тие се сметаа за сигурни како резултат на новововеденото депозитно осигурување, многу од фондовите на пазарот на пари што претставуваа најголем дел од инвеститорската база на пазарот на *ABCP*, воведоа политики со коишто ги ограничија новите инвестирања во *ABCP*. Еден месец побанкротот на *Лехман Бројџерс*, вредноста на позициите што ги имаа во комерцијални хартии од вредност опадна од 24,2% на 16,9% од средствата на фондовите на пазарот на пари. За да компензираат за намалувањето на овие позиции, фондовите ги зголемија нивните позиции со државен долг (државни хартии од вредност) од 36,7% на 44,5% од вкупните средства. Оваа драстична промена во позициите на средства често се опишува како „лет кон квалитет“ (*флиџхи-џо-љуалиџис*), што значи дека инвеститорите со аверзија кон ризикот (пример, фондовите на пазарот на пари) сакаат да чуваат средства од највисок квалитет, како што се државни хартии од вредност.

2.1.2.2. ТЕД распон (*TED spread*)

ТЕД распонот претставува разлика помеѓу приносот на тримесечните благајнички записи на САД и тримесечниот ЛИБОР. ЛИБОР (*Лондон Инџербанк Офферед Рајте*) е каматна стапка на пазарот на пари што банките ја наплаќаат меѓусебно за необезбедените кредити со рочност од неколку месеци. Бидејќи овие кредити се необезбедени, постои ризик од големи загуби во случај дебиторот да не може да си ги исполни своите обврски. ТЕД распонот претставува корисна основа за проучување на сериозноста на глобалната финансиска криза⁶⁸.

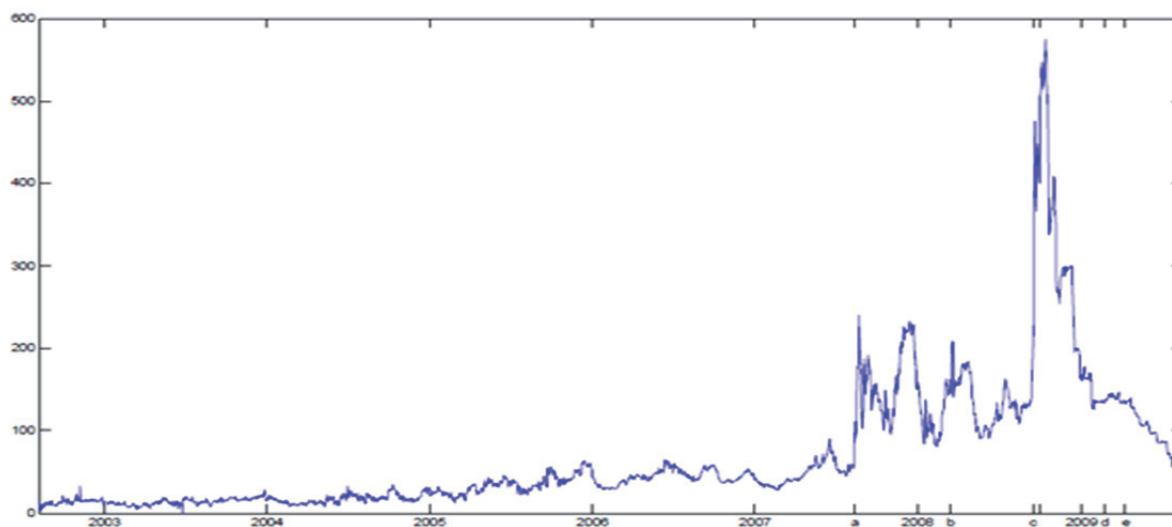
Во време на неизвесност, банките наплаќаат повисоки каматни стапки на кредитите без обезбедување, како резултат на што доаѓа до зголемување на каматната стапка на ЛИБОР. Од друга страна пак, банките сакаат висококвалитетен колатерал којшто ги прави благајничките записи поатрактивни и како резултат на тоа доаѓа до намалување на нивната каматна стапка. Земајќи ги предвид овие фактори, ТЕД распонот се шири во време на криза.

Тој претставува индикатор на согледаниот кредитен ризик генерално во економијата. Ова е поради тоа што благајничките записи се сметаат за безризични, додека каматната стапка ЛИБОР го рефлектира кредитниот ризик од меѓубанкарското позајмување.

Графикон бр.29 : Движење на ТЕД распон (август 2002 - август 2009)

базични поени

⁶⁸Brunnermeier (2009) “Deciphering the Liquidity and CreditCrunch 2007–2008”, Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 77–100



(Извор: Федерал Ресерве Боард дата)

На графиконот се претставени податоци за движењето на ТЕД распонот од август 2002 година до август 2009 година. Како што може да се забележи, од летото во 2007 година до пролетта во 2009 година, ТЕД распонот е променлив со главно нагорна линија на движење. На графиконот се означени пет клучни датуми обележани со буквите *a, b, c, d* и *e*. Преку овие датуми ќе го анализираме движењето на ТЕД распонот коешто во голема мерка зависеше од согледаниот кредитен ризик во различни периоди.

➤ **Точка а/9 август 2007 година.**

Просекот на ТЕД распонот во годините пред почетокот на кризата почнувајќи од 2002 година, изнесува 29 базични поени. На 8 август 2007 година, ТЕД распонот изнесуваше 57 базични поени. Еден ден подоцна, на 9 август 2007 година француската банка *BNP Paribas* објави дека ќе суспендира три од нејзините инвестициони фондови. Оваа вест го потврди она за што пазарите се сомневаа со месеци: хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека, како резултат на опаѓачките цени на недвижниот имот вредат помалку отколку што се мислеше. Финансиските компании коишто беа со голема изложеност на хипотекарниот пазар во САД беа првите жртви на кризата. Како резултат на овие турбуленции, ТЕД распонот до 20 август 2007 година се зголеми, при што достигна 239 базични поени.

➤ **Точка б/14 март 2008 година**

На овој датум ФЕД објави дека ќе обезбеди финансиска гаранција за *ЈПМорган* да го преземе *Беар Сџеарнс*. На графиконот се забележува привремен скок во распонот околу овој датум. ТЕД распонот изнесуваше 162 базични поени на денот на објавата. Следната недела и покрај намалувањето на референтната стапка на ФЕД за 75 базични поени, ЛИБОР стапката продолжи да расте и ТЕД распонот на 20 март изнесуваше 208 базични поени.

➤ **Точка с/15 септември 2008 година и 29 септември 2008 година**

Ова се датумите кога банкротираше *Lehman Brothers* и кога претставничкиот дом (*House of Representatives*) ја отфрли првичната верзија на *TARP* програмата, соодветно.

Банкротот на *Lehman Brothers* што беше најголемото банкротство во историјата на САД, испрати порака дека која било банка, без разлика на големината е ранлива. Следниот ден *AIG* којашто беше главна договорна страна на пазарот со *CDS*, доби заем од 85 милијарди \$ од Централната банка на Њујорк. Ова создаде толкава неизвесност на меѓубанкарскиот пазар, што се покажа во движењето на ТЕД распонот којшто од 151 базичен поен (пред банкротството на *Lehman Brothers*) порасна на 475 базични поени за само една недела. Објавата во следните денови за планот на Фед да откупи 700 милијарди \$ проблематични средства ги смири тензиите на меѓубанкарскиот пазар. Притоа ТЕД распонот се смири на нешто повеќе од 350 базични поени. **На 29 септември 2008 година кога беше отфрлена првичната верзија на *TARP* програмата** беше вториот поголем шок во текот на месец септември 2008 година. Како резултат на тоа, ЛИБОР стапката се зголеми за 100 базични поени за само еден ден.

Врвот на ТЕД распонот беше достигнат во октомври 2008 година на 574 базични поени. Постепено дојде до намалување на ТЕД распонот при што на почетокот на 2009 година се стабилизира на 130-160 базични поени.

- **Точка d/25 февруари 2009 година.** Државните банкарски регулаторни агенции објавија дека ќе спроведат стрес тестирање со цел банките да ја одредат адекватноста на капиталот под различни несакани сценарија.
- **Точка e/13 април, 2009 година.** *Goldman Sachs* објави позитивни резултати од работењето во првиот квартал и продаде акции за да обезбеди средства неопходни за отплата на *TARP* средствата што ги добија на крајот на 2008 година. Зголемената сигурност во меѓубанкарските пазари дојде од согледувањето дека некои банки беа доволно здрави за да опстанат и без владина помош.

Последните случувања предизвикаа ТЕД распонот да се намали во текот на април, и на 7 мај кога резултатите од стрес тестирањето беа објавени се спушти на 120 базични поени. Продолжи да се намалува во текот на мај и се намали под 100 базични поени на почетокот на јуни 2009 година.

2.2. Финансиските институции во САД и финансиската криза

2.2.1. Беар Стернс (*Bear Stearns*)

Беар Сџеарнс до 2008 година беше петта најголема инвестициона банка (по пазарната вредност) во светот. Воедно, за 2006 година, пред појавата на настаните поврзани со кризата, компанијата пријави нето-приход од преку 2 милијарди \$⁶⁹. Во март 2008 година, *Беар Сџеарнс* се спои со *Америцан цоммерцијал банк Ј.П. Морган Цхасе (ЈПМ)* со цел да го избегне банкротот којшто следувае по извесен период на нарушена ликвидност. До тој момент *Беар Сџеарнс* беше една од најголемите запишувачи на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека.

Беар Сџеарнс беше инволвиран во хипотекарниот бизнис од 1990 година. Таа година, банката формира подружница *ЕМЦ Морџгаџе Цорџорайшон (ЕМЦ)*, со цел

⁶⁹ Bear Stearns, (2008) Financial Statements

сервисирање и секјуритизација на хипотекарните кредити. Со економијата којашто беше во подем, *ЕМЦ* стана важен снабдувач на хипотекарни кредити за *Беар Сџеарнс*, и извор на финансирање за операциите за запишување на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека. Инвестиционата банка исто така беше длабоко инволвирана во процесот на секјуритизација при што хипотекарните кредити се претвораа во обврзници и се продаваа на инвеститорите, главно □хец’ фондови и пензиски фондови во форма на колатерализирани обврски за долг - *ЦДО*. За дополнително да профитира од пазарот на недвижен имот којшто беше во подем, *Беар Сџеарнс*, основа □хец’ фонд - *Хиџх Граде Сџруџџуред Цредии Сџрајџеџиес Фунд (СФ)* којшто инвестираше во *ЦДО* и беше финансиран со високо ниво на левериџ. Со капитална база од 925 милиони \$ фондот инвестираше 9,7 милијарди во долги позиции на *ЦДО* и кратки позиции вредни 4 милијарди \$ во *ЦДС* на пазарот на хипотекарни кредити со лош квалитет⁷⁰. Ова подразбираше стапка на финансиски левериџ од околу 14.

Како што на почетокот на 2007 година се покажаа првите знаци на турбуленциите и започна ненаплатливоста на кредитите од страна на домаќинствата, *СФ* одговори на променетите пазарни услови. Но, наместо да ја редуцира изложеноста на средства поврзани со хипотеки, менаџерите на *СФ* одлучија да лансираат нов фонд - *Хиџх Граде Сџруџџуред Цредии Енханџед Левераџе Фунд (СЕЛФ)* којшто инвестираше во *ЦДО* обезбедени со хипотекарни кредити. Овој фонд го зголеми својот акционерски капитал на 638 милиони \$, со тоа што за кратко време стана фонд со повисок финансиски левериџ од *СФ*. Имено, тој се задолжи со дополнителни 6 милијарди \$ и го зголеми финансискиот левериџ со инвестирање на 11,5 милијарди \$ во долги позиции на *ЦДО* и 4 милијарди во кратки позиции на *ЦДС*, што претставуваше стапка на левериџ од 24. Нашироко прифатена норма е дека □хец’ фондовите треба да имаат минимум 10% од нивниот капитал во готовински средства⁷¹. *СФ* и *СЕЛФ* имаа 1% во готовински средства; и беа скоро ограничени односно во неможност да платат доколку сите кредитори започнат да им ги побаруваат средствата во исто време.

Летото 2007 година, двата □хец’ фонда на *Беар Сџеарнс* се соочија со банкрот. Одделот за хартии од вредност на заедницата Масачусетс (*Сеџуриџиес Дивисион оф џџхе Цоммонџеалџџ оф Масаџхусеџџџс*), објави дека колапсот на двата □хец’ фонда беше предизвикан од комбинација на неликвидни структурирани хартии од вредност, турбуленциите на хипотекарниот пазар, егзотичните деривативни договори, зголемен финансиски левериџ... Согласно овој сектор, двата фонда инвестирале во *АБС*, *МБС* и различни деривативи како *ЦДС*, каматни свопови, опции, фјучерси, форвард договори и најмалку еден од двата фонда се потпираше првенствено на репо договори за да ги финансира купувањата на хартии од вредност.

Во годишниот извештај од 2007 година на *Беар Сџеарнс*, се вели дека пропаѓањето на двата фонда резултирало во значајни загуби. Имено, нето-приходот за 2007 година беше 233 милиони \$, помалку за 90% споредено со 2006 година.

⁷⁰Shorter, G. (2009)“Bear Stearns Crisis and “Rescue” for a major provider of mortgage related products”, CRS Report for Congress

⁷¹Shorter, G. (2009)“Bear Stearns Crisis and “Rescue” for a major provider of mortgage related products”, CRS Report for Congress

На крајот од фискална 2007 година (крај на ноември), *Беар Сџеарнс* имал средства во износ од 395,4 милијарди \$ и капитал во износ од 11,8 милијарди \$, па согласно на тоа стапка на финансиски левериџ од 33,5. За последниот квартал компанијата објавува загуба од 854 милиони \$, во споредба со објавениот профит од 563 милиони \$ во истиот период претходната година. *Беар Сџеарнс* објави дека морал да отпише 1,9 милијарди од неговите средства издадени врз основа на хипотеки за време на четвртиот квартал. На крајот на првиот квартал од фискалната 2008 година (крај на февруари), компанијата имала средства во износ од 399 милијарди \$ и капитал од 11,9 милијарди \$, па согласно на тоа и иста стапка на финансиски левериџ како и на крајот на 2007 година од 33,5.

На крајот на првиот квартал од фискалната 2008 година (крај на февруари), најголемиот дел од средствата на *Беар Сџеарнс* беа неговите долги позиции (т.е. финансиски инструменти во сопственост на компанијата, а готовински средства беа само 4% од вкупните средства. Од хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека, 42% беа таканаречено ниво 2 и 58% беа таканаречено ниво 3.

Класификацијата на средствата на нивоа од 1 до 3, ја дефинира безбедноста при нивните вреднувања. Притоа средства со ниво 1 се оние коишто се вреднуваат по пазарни цени (на пример хартии од вредност со коишто се тргува на берза); средства со ниво 2 се вреднуваат користејќи индустриски стандардни модели со инпут од пазарни податоци, и средства со ниво 3 се вреднувани согласно интерно развиени модели со значаен инпут од пазарни податоци. Ова подразбира дека повеќе од половина од хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека беа вреднувани по најмалку точни методи на вреднување.

На крајот на првиот квартал на фискалната 2008 година (крај на февруари), најголема компонента на обврските на *Беар Сџеарнс* беше колатеризирано задолжување што вклучуваше репо-договори во износ од 98,3 милијарди \$ или 25% од вкупните средства. Ова значи дека *Беар Сџеарнс* финансираше 25% преку репо-договори, и на тој начин се потпираше на способноста да ги обновува овие позиции со нивното достасување.

Бидејќи *Беар Сџеарнс* не беше комерцијална банка, не можеше да искористи залог и да позајмува од ФЕД, што значеше дека сите позиции на колатеризирано позајмување имаа други финансиски институции како договорни страни.

Исто така важно е да се спомене дека 25% од билансот го сочинуваа депозити на клиенти коишто беа наплатливи по видување. Оваа позиција од пасивата е високосензитивна на истовремено заедничко повлекување на готовински средства од страна на клиентите.

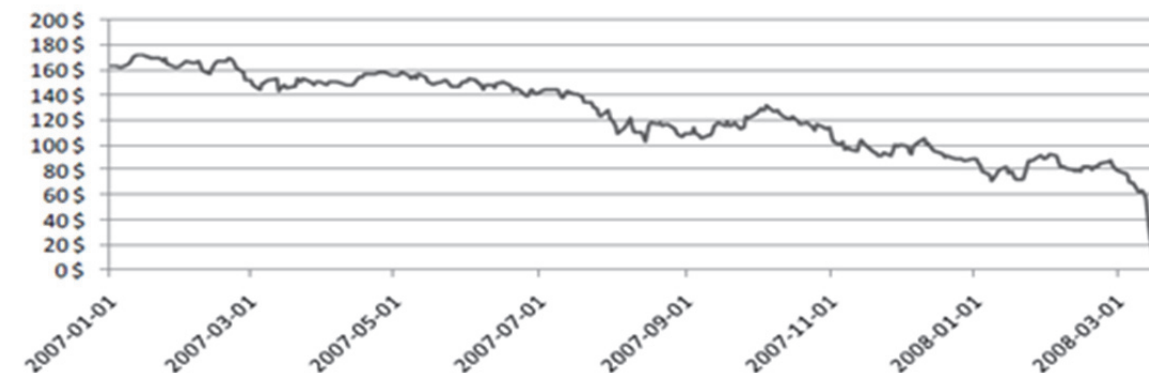
На почетокот на март, започнаа да се шират гласини за финансиската состојба на *Беар Сџеарнс*. Гласините беа пропратени со одредени настани, пример намалување на кредитниот рејтинг од страна на *Moody's*, на голем број хартии од вредност издадени од подружниците на *Беар Сџеарнс*, веста дека *Рабобанк* нема да го обнови кредитот на *Беар Сџеарнс* од 500 милиони \$ што наскоро достасуваше и зголемените цени на *ЦДС* на долгот издаден од страна на *Беар Сџеарнс*.

Во текот на овој период зголемено беше и купувањето на пут опции со цена на извршување од 30%, приближно 50% под цената на акцијата во тоа време, што

претставуваше пазарна шпекулација во насока на зголемен кредитен ризик на *Беар Сџеарнс*⁷².

Загубената доверба во *Беар Сџеарнс*, може да се види и преку движењето на цената на акција на почетокот на 2008 година.

Графикон бр.30: Движењето на цената на акцијата на Беар Стеарнс (јануари 2007-март 2008)



(Извор: Тхомсон Дата Стреам, 2009)

Како што може да се види од графиконот бр. 30, на крајот од 2007 година, цената на акцијата беше 88,25\$, а на почетокот на март 2008 година, цената на акцијата падна за 12% односно достигна ниво од 57\$. Еден ден по добивањето на понудата за спојување со *ЈПМ*, цената беше 4,81\$ односно 95% помалку споредено со месец октомври 2007 година. Периодот од 10 до 16 март 2008 година, беше уништувачки за компанијата како резултат на изгубената доверба.

Во првиот квартален извештај на *Беар Сџеарнс* во 2008 година се наведува дека на 12 март 2008 година, голем број клиенти започнале да ги повлекуваат своите средства од компанијата, а договорните страни изразиле загриженост во врска со нивната изложеност кон *Беар Сџеарнс*. Ова се манифестираше со повлекување на средства од невообичаено голем број клиенти и значителен број договорни страни и кредитори коишто не беа подготвени да извршат финансирање под редовни услови. Сите овие настани ја исцрпија ликвидноста на компанијата. Очекуваните барања за финансирање на 14 март 2008 година, значително ги надминаа ликвидносните средства и истиот ден *Беар Сџеарнс* објави дека добил обезбеден заем од *ЈРМ*, но и покрај ова клиентите продолжија да повлекуваат средства, а договорните страни и кредитори продолжија да ја намалуваат својата изложеност кон *Беар Сџеарнс*⁷³. На 14 март, Централната банка на Њујорк се согласи да обезбеди 25 милијарди \$ заем на *Беар Сџеарнс*, колатерализиран со чисти средства од *Беар Сџеарнс* со цел да обезбеди ликвидност на компанијата за период од 28 дена. Но, подоцна дојде до промена на оваа одлука, па Централната банка на Њујорк обезбеди заем од 30 милијарди \$ на *Ј.П. Морган* (колатерализиран со средства од *Беар Сџеарнс*) којшто го купи *Беар Сџеарнс* за 2 \$ по акција.

⁷²Shorter, G. (2009) Bear Stearns Crisis and “Rescue” for a major provider of mortgage related products, CRS Report for Congress

⁷³ Bear Stearns, 2008 Q1 report

2.2.2. Банкротот на Lehman Brothers

Банкротот на *Лехман Бројџерс* беше најголем во историјата на САД; неговите средства далеку ги надминуваа оние на банкарските гиганти *Џорџџом* и *Енрон*. Во времето на неговиот колапс, *Лехман Бројџерс* беше четврта по големина инвестициона банка со средства во износ од 639 милијарди \$ и долг од 619 милијарди \$. Во февруари 2007 година, цената на акцијата достигна рекордни 86,18\$, пазарната капитализација изнесуваше блиску 60 милијарди \$.

На 17 март 2008 година, по колапсот на *Беар Сџеарнс*, цената на акциите на *Лехман Бројџерс* паднаа за 48% како резултат на загриженоста на инвеститорите дека таа ќе биде следната фирма на *Њалл Сџирејџ* што ќе пропадне. Довербата во фирмата се врати до некоја мера во април 2008 година, кога *Лехман Бројџерс* го зголеми својот капитал за 4 милијарди \$ преку издавање на преференцијални акции. Сепак падот на цената на акциите продолжи паралелно со сомневањата за вредноста на портфолиото на хипотеки на *Лехман Бројџерс*.

На 9 јуни 2008 година, *Лехман Бројџерс* објави загуба од работењето во вториот квартал во износ од 2,8 милијарди \$, и објави дека подигнал дополнително 6 милијарди \$ од инвеститорите. Компанијата во тоа време објави дека: ги зголемила своите ликвидни средства на 45 милијарди \$, ги намалила бруто средствата за 147 милијарди \$ намалувајќи ја нејзината изложеност на хипотекарни кредити (од население и бизнис) за 20%, и го намалила степенот на финансиски леверидж од 32 на 25. Сепак, овие преземени мерки беа примени од инвеститорите како „премалку и предоцна“⁷⁴.

За време на летото 2008 година, од страна на менаџментот на *Лехман Бројџерс* се направени неуспешни преговори со голем број потенцијални партнери. Цената на акцијата на оваа компанија се намали во првата недела на септември 2008 година, паралелно со тонењето на берзите ширум светот. Со објавата на лоши финансиски резултати за третиот квартал, на 10 септември 2008 година, *Лехман Бројџерс* само ја нагласи ранливоста на неговата финансиска позиција. Компанијата пријави загуби во износ од 3,9 милијарди \$ вклучувајќи ги отписите во износ од 5,6 милијарди \$, а исто така најави и стратешко реструктуирање на својот бизнис. Истиот ден, кредитната рејтинг-агенција *Mood's* објави дека кредитниот рејтинг на компанијата е ставен на набљудување, и исто така нагласи дека со цел да избегне намалување на кредитниот рејтинг, компанијата ќе мора да продаде мнозински пакет на акции на стратешки партнер. Овие настани доведоа до понатамошен пад на цената на акцијата за 42%. Компанијата во тој период имаше само 1 милијарда \$ во готовински средства, и последните обиди за преземање на компанијата од *Барцлас ПЛЦ* и *Банк оф Америца*, беа неуспешни. На 15 септември 2008 година, *Лехман Бројџерс* прогласи банкрот којшто резултираше во намалување на цената на акцијата за 93% од нејзиното претходно затворање на 12 септември.

Причините за банкротот на оваа компанија беа:

- екстремно високо ниво на финансиски леверидж;

⁷⁴Zingales, L. (2008)“Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy”, Testimony before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives , October 6, 2008

- силно потпирање на краткорочно финансирање.

Додека комерцијалните банки подлежеа на регулација и не можеа да имаат стапка на финансиски левериџ повисока од 15 како што може да се види од табелата бр. 2, на почетокот на кризата *Лехман Бројџерс* имаше стапка на финансиски левериџ повеќе од 30 т.е. 3,30\$ капитал за секои 100 долари на кредити.

Табела бр.2: Обврски и акционерски капитал на Лехман Бротхерс

Крај на период	31.05.2008	29.02.2008	30.11.2007	31.08.2007
Тековни обврски	100.243.000	124.977.000	109.709.000	93.921.000
Краткорочен долг	163.148.000	428.555.000	359.415.000	336.456.000
Долгорочни обврски	349.765.000	207.671.000	199.449.000	207.106.000
Вкупни обврски	613.156.000	761.203.000	668.573.000	637.483.000
Вкупен акционерски капитал	26.276.000	24.832.000	22.490.000	21.733.000
Вкупни средства	639.432.000	786.035.000	691.063.000	659.216.000
Финансиски левериџ (Средства / Ак.капитал)	24,34	31,65	30,73	30,33
Краткорочен показател (Краткорочен долг / Средства)	25,51%	20,76%	23,61%	24,75%

(Извор: Годишен извештај на *Лехман Бројџерс*)

Стапката на финансиски левериџ (стапка на вкупни средства врз акционерскиот капитал) за оваа компанија беше 31 во 2007 година, и неговото огромно портфолио на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека го направи значително ранлив на влошените пазарни услови.

Со оваа стапка на финансиски левериџ, само 3,3% пад во вредноста на средствата, ја брише целата вредност на капиталот и ја прави компанијата несолвентна. Нестабилноста креирана од проблемот со високиот финансиски левериџ беше зголемена со големиот обем на користење на краткорочен долг којшто финансираше повеќе од 50% од средствата на почетокот на кризата.

Во услови на ниски каматни стапки, потпирањето на краткорочно задолжување е многу профитабилно, но каков било сомнеж во поглед на солвентноста на позајмувачот ги прави кредиторите коишто ги позајмуваат средствата на краток рок недоверливи и неподготвени да ги обноват своите заеми. Доколку кредиторите кои ги позајмуваат средствата на краток рок го стопираат финансирањето, компанијата што ги позајмува средствата може да се соочи со недостаток на ликвидност што може да ја доведе до банкрот, како што беше случајот и со *Лехман Бројџерс*.

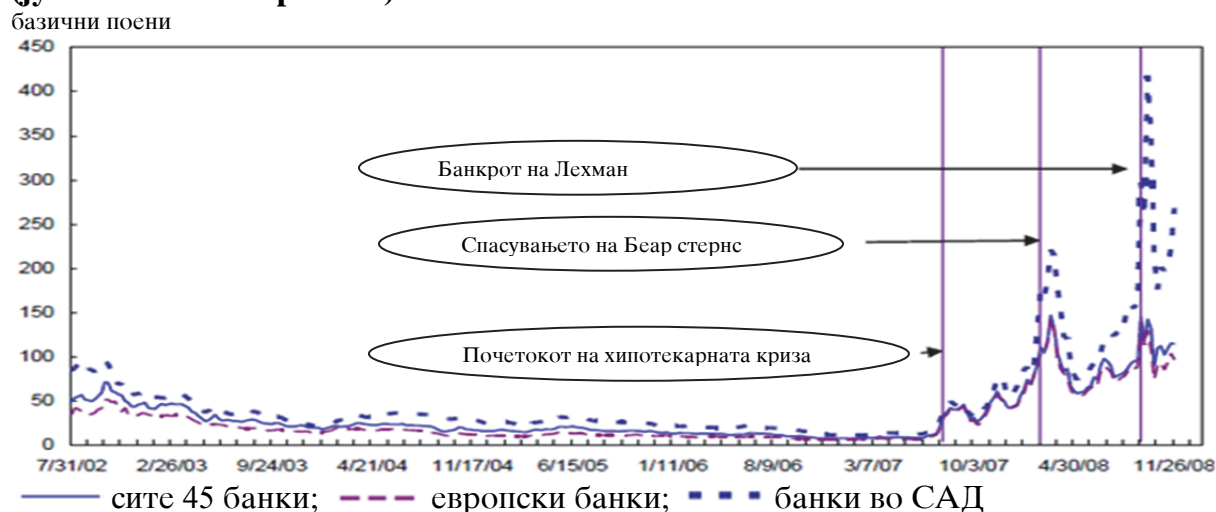
2.2.2.1. Последици од банкротот на *Lehman Brothers*

По банкротот на *Лехман Бројџерс*, глобалната рецесија стана неизбежна навестувајќи го понатамошното влошување на банкарските портфолија. Притоа, турбуленциите на финансиските пазари се интензивираа и брзо се прелеаја од кредитните и пазарите на пари во глобалниот финансиски систем.

Пазарните импликации коишто се поврзани со банкротот на *Лехман Бројџерс*, а што имаа потенцијал да предизвикаат системски ликвидносни нарушувања беа:

- Влијание на пазарите на *CDS*. Банкротот на *Lehman Brothers* го присили пазарот да направи повторна оценка на ризикот. Еден начин квантитативно да се вреднува оваа оценка на ризикот е да се погледнат *CDS* спредовите на европските банки и банките од САД.

Графикон бр.31: Движење на ЦДС спредовите за вкупно 45 банки од САД и Европа (јули 2002 – ноември 2008)



(Извор: Маркит Љуотес)

На графиконот е претставено движењето на *ЦДС* спредовите на вкупно 45 банки од коишто дел се европски, а дел се банки од САД, од средината на 2002 година до крајот на 2008 година. Во 2002 година, по *дојдџ* цом кризата и настаните од 11 септември 2001 година, *ЦДС* спредовите забележаа нагорно движење. Некои банки беа во можност да купат заштита на релативно ниско ниво од 20-50 базични поени, но други плаќаа повеќе од 100 базични поени. По овој период, настапи период на намалување на *ЦДС* спредовите, при што најниска точка беше достигната на 17 јануари 2007 година кога средниот спред на сите 45 банки беше 7,5 базични поени.

По овој период спредовите постепено се зголемуваа достигнувајќи средна вредност од 12 базични поени на средината на јули 2007 година. Највисокиот спред во тој период беше оној на *Беар Сџернс* којшто изнесуваше 55 базични поени.

Зголемување во *ЦДС* спредовите кореспондираше со спасувањето на *Беар Сџернс*, но драстичното зголемување на истите беше забележливо по банкротот на *Лехман Бројџерс* рефлектирајќи го отежнатото финансирање и зголемениот кредитен ризик⁷⁵. За банките од САД, вредноста од 417 базични поени беше постигната по банкротот на *Лехман Бројџерс*, на почетокот на октомври 2008 година; средната вредност на *ЦДС* спредовите се спушти на 268 базични поени на крајот на октомври 2008 година. Вредноста на *ЦДС* распоните за европските банки

⁷⁵Еицхенгресен, Б., Модс, А., Неделјковиц, М., анд Сарно, Ј. (2012) “Хоџ тхе СубпримеЦрисис Њент Глобал: Евиденце фром Банк Цредит Дефаулт Сџап Спреадс”, Јоурнал оф Интернатионал Монесанд Финанце, doi:10.1016/j.јимонфин.2012.02.002

беа 130 базични поени по банкротот на *Лехман Бројџерс* и средна вредност на истите од 97 базични поени.

Потенцијалните последици од банкротот на *Лехман Бројџерс*, на пазарот на ЦДС (со вредност од околу 57,3 трилиони \$) беше едно од прашањата што привлече најголемо влијание во деновите околу банкротот на оваа компанија.

Загриженоста произлезе од централната улога на *Лехман Бројџерс* како главна договорна страна на тој пазар. Притоа се знаеше дека банкротот ќе ги има следните ефекти:

- ќе ги активира клаузулите за ненаплатливост во сите CDS договори коишто се однесуваат на *Lehman Brothers*;
- ќе ги терминира договорите во коишто фирмата била договорна страна.

Она што беше важно е дека во времето на банкротот немаше јавна информација за волуменот на CDS договорите коишто се однесуваа на *Lehman Brothers* ниту пак, за нето-износите што беа потребни за да се исплатат истите. Отсуството на такви информации создаде голема неизвесност во врска со капацитетот на пазари на пари (на коишто веќе постоеја затегнати услови) да се приспособат на предвидените ликвидносни потреби. Осигурителниот гигант *AIG*, имаше големи вредности на кратки позиции во CDS и веќе се соочуваше со проблеми.

- Влијание врз фондовите на пазарот на пари како резултат на загубите што произлегуваа од долгот од *Lehman Brothers*.

Имено, најголем извор на финансирање на *Lehman Brothers* беше издавањето на комерцијални хартии од вредност и други форми на краткорочен долг. Фондовите на пазарите на пари беа привлечени да вложуваат во овие хартии од вредност земајќи го предвид нивниот висок кредитен рејтинг и повисоките стапки на принос споредено со државните хартии од вредност. Инвеститорите во фондовите на пазарите на пари исто така се чувствуваа заштитени од загуба поради регулаторните ограничувања наметнати на фонд менаџерите. По банкротот на *Lehman Brothers*, советниците на фондовите на пазарот на пари преземаа акции со цел да ги заштитат нивните инвеститори од загуби предизвикани од долгот на компанијата. Прв на удар беше најголемиот од нив *Reserve Primary Fund* чијашто нето сегашна вредност падна под 1\$ по акција. Како резултат на тоа фондот мораше да биде ликвидиран. Ликвидацијата на фондот поттикна масовно повлекување на средства од страна на инвеститорите од другите фондови на пазарот на пари. За да се спречи повлекувањето на средства од овие фондови, Министерството за финансии на САД воведо привремена програма за осигурување на инвеститорите на фондовите на пазарот на пари кои заедно со програмите за спасување од ФЕД имаа за цел целосно купување на комерцијални хартиите од вредност и краткорочниот долг од фондовите на пазарите на пари.

2.2.3. AIG

На 28 февруари 2008 година, *Америцан Интјернајџионал Гроуп, Инц. (АИГ)* тогаш најголемата осигурителна компанија во САД, објави заработка за 2007

година од 6,20 милијарди \$ или 2,39% по акција⁷⁶. Помалку од седум месеци подоцна, АИГ беше на работ на банкрот и мораше да биде спасувана од страна на владата на САД со заем во висина од 85 милијарди \$. На 31 декември 2007 година, вкупните средства на АИГ изнесуваа 1,06 трилиони \$, акционерски капитал од 95,8 милијарди \$ и пазарна капитализација од 150,7 милијарди \$.

Табела бр.3: Оперативни перформанси на АИГ

(во милиони \$)	30.09.2008	2007	2006	2005
Приходи				
Генерално осигурување	35.854	51.708	49.206	45.174
Животно и пензиско осигурување	14.271	53.570	50.878	48.020
Финансиски услуги	-16.016	-1.309	7.777	10.677
Управување со средства	658	5.625	4.543	4.582
Други	531	457	483	344
Консолидација и елиминации	-436	13	500	-16
Вкупно	34.862	110.064	113.387	108.781
Оперативна добивка/загуба				
Генерално осигурување	-393	10.562	10.412	2.315
Животно и пензиско осигурување	-19.561	8.186	10.121	8.965
Финансиски услуги	-22.880	-9.515	383	4.424
Управување со средства	-2.709	1.164	1.538	1.963
Други	-2.899	-2.140	-1.435	-2.765
Консолидација и елиминации	237	722	668	311
Вкупно	-48.205	8.979	21.687	15.213

(Извор: Финансиски извештај на АИГ)

Во табелата се прикажани оперативните перформанси на секоја од единиците на АИГ за 2005, 2006, 2007 и првите три квартала од 2008 година. Како што може да се забележи од табела бр. 3, АИГ имаше големи проблеми во рамките на единицата за финансиски услуги во 2007 и 2008 година. Неверојатните 32,4 милијарди \$ загуба остварени од оваа единица во периодот од јануари 2007 до септември 2008 година, произлегуваат скоро во целост од активностите со ЦДС. Имено, колапсот на оваа осигурителна компанија беше предизвикан во најголема мера од нејзиното портфолио со ЦДС во вредност од 526 милијарди \$.

АИГ ги остваруваше активностите со ЦДС преку неговите подружници АИГ Финанциал Продуцџс Цорп. и АИГ Традинг Гроуп, Инц. Притоа активностите со ЦДС се состоеја главно од продавање на заштита на „супер сениор“ ризични транши од диверзифицираните пулови на кредити и должнички хартии од вредност. Пазарот на ЦДС „експлодираше“ во големина со пораст од 540% односно 918,9 милијарди \$ на крај на 2001 година до 54,6 трилиони \$ до средината на 2008 година.

Се поставува прашањето како компанија со 1 трилион \$ во средства и 95,8 милијарди \$ акционерски капитал одеднаш пропадна. Одговорот е: како резултат на активностите со ЦДС. Како што е наведено во годишниот извештај од 2007 година на АИГ: во средината на 2007 година, хипотекарниот пазар во САД започнува да забележува сериозно нарушување како резултат на намалување на кредитниот квалитет на значаен дел од одобрените кредити, особено кон оние дебитори со лош квалитет (*нон-џриме* и *субџриме борроњерс*). Ненаплатливоста на овие кредити, во крајна линија доведе до масивни отпишувања во портфолиото со ЦДС на една од

⁷⁶William, S.K. (2009) “The AIG bailout”, Working Paper, Mar. 5, 2009

подружниците на АИГ што изнесуваа 11,2 милијарди \$ во 2007 и 19,9 милијарди \$ за првите три квартала од 2008 година.

Поточно, 1.) ненаплатливоста на хипотекарните кредити имаше негативно влијание на готовинските текови на СПВ коишто издаваа должнички хартии од вредност обезбедени со кредити; 2.) ова негативно се одрази на кредитниот квалитет на СПВ и неговите хартии од вредност; 3.) негативно се одрази на кредитниот квалитет на мултисекторските ЦДО 4.) на крај, сето ова предизвика ЦДС спредовите коишто се однесуваа на ЦДО хартиите од вредност да се зголемат предизвикувајќи загуби за ЦДОЦДС портфолиото на подружницата на АИГ.

Главната причина за ликвидносните проблеми на АИГ произлегуваа од обврските за одделување на колатерал (постинг цоллатерал), со цел да се намали кредитниот ризик. Износот на колатерал што една компанија мора да го издвои најчесто претставуваше разлика помеѓу номиналната вредност на одреден ЦДС и пазарната вредност на хартијата од вредност којашто беше во основа на тоа ЦДС. Соодветно на тоа како што вредностите на ЦДО се намалуваа, АИГ беше обврзана да одделува повеќе и повеќе готовински колатерал. На пример, од 1 јули 2008 година до 31 август 2008 година, намалувањето на вредноста на ЦДО хартиите од вредност на коишто подружниците на АИГ продаваа заштита, во комбинација со намалувањето на кредитните рејтинзи на тие хартии од вредност, резултираше во колатерал којшто требаше да биде издвоен во износ од 6 милијарди \$ коишто претставуваа приближно 34% од 17,6 милијарди \$, што во готовински средства АИГ ќе ги имаше достапни на 1 јули 2008 година.

На почетокот на септември 2008 година, АИГ увиде дека неговите готовински позиции се на незавидно ниво, па се обиде да го зголеми својот капитал. Преговорите со разни фирми беа неуспешни. Згора на с[□], некои од подружниците на АИГ не беа во можност да го обноват своето финансирање врз основа на комерцијални хартии од вредност, што значеше дека АИГ беше и официјално исклучен од пазарот на комерцијални хартии од вредност.

По масовните отписи од ЦДС портфолиото, милијарди долари обврски за издвојување на колатерал, неможноста да пристапи на пазарите на капитал и загубите на неговите единици, кредитните рејтинг-агенции го намалија долгорочниот кредитен рејтинг на АИГ на 15 септември 2008 година (СИП за три нивоа, *Moods's* и *Фитицх* за две нивоа). Ова намалување на кредитниот рејтинг предизвика дополнителни 20 милијарди \$ во дополнителни обврски за колатерал (во некои случаи, одредбите за одвојување на колатерал го земаа предвид и кредитниот рејтинг на компанијата). Цената на акцијата на АИГ се намали преку 95% и достигна 1,25\$ до 16 септември 2008 година (највисока достигната вредност во периодот од една година пред септември 2008 година беше 70,13\$).

Кризата со АИГ беше прашање на недостиг на ликвидност, а не недостиг на капитал⁷⁷. АИГ имаше блиску 80 милијарди \$ во акционерски капитал, но поголемиот дел од него беше врзан во осигурителни активности односно не беше ликвиден да ги задоволи барањата за колатерал.

⁷⁷Schimek, R. EVP и CFO на AIG Property Casualty Group

Европските банки беа меѓу најголемите купувачи на ЦДС од АИГ, нивните договори пред 2008 година беа во износ од 426 милијарди \$⁷⁸. Тие ги користеа ЦДС-овите не само како заштита од кредитен ризик туку и како начин да ги заобиколат капиталните барања. Имено, согласно базелските правила, од европските кредитори се бараше да имаат одреден износ на средства со цел да ги покријат потенцијалните загуби. Преку купување на ЦДС, европските банки правеа да изгледа дека кредитниот ризик е префрлен кон АИГ со што ги редуцираа капиталните барања ослободувајќи на тој начин средства за издавање на повеќе кредити. На овој начин банките го зголемуваа својот финансиски левериџ.

ФЕД интервенираше со кредит во износ од 85 милијарди \$ кон АИГ (со каматна стапка од 8,5 процентни поени над 3-месечниот ЛИБОР или околу 11,4%), во замена за права на 79,9% од акционерскиот капитал во АИГ. Помошта на АИГ беше проширена за дополнителни 37 милијарди \$ во октомври 2008 година и дополнителни 40 милијарди \$ во ноември 2008 година.

2.2.4. *Fannie Mae* и *Freddie Mac*

Кризата на хипотекарните пазари во САД во текот на 2007 и 2008 година настана како резултат на намалувањето на цените на недвижниот имот. Намалувањето на цените на недвижностите резултираше во што поголем број на дебитори да имаат хипотеки со вредност коишто ја надминуваа вредноста на нивните домови – ситуација што се нарекува „негативен капитал“. Доказите од економската теорија и практика покажуваат дека состојбата со „негативен капитал“ е неопходен услов за ненаплатливост на хипотеките.

Како и да е, намалувањето на цените на недвижниот имот во текот на 2007 и 2008 година резултираа во огромен бран на ненаплатливост на хипотеките и заплenuвање на истите, што ги доведе до опасност финансиските институции со значителна кредитна изложеност на пазарот на недвижен имот во САД, особено поризичните кредитори со лош квалитет.

Фанни Мае и *Фредди Мац*, не беа само многу изложени на хипотекарни заеми туку исто така работеа и со висок степен на финансиски левериџ којшто се должеше на законскиот минимум на капитално барање од само 2,5% за средствата во билансот и 0,45% за вонбилансните кредитни гаранции.

На средината на 2007 година (и пред почетокот на финансиската криза), *Фанни Мае* и *Фредди Мац* имаа книговодствена вредност на капиталот од 39,7 милијарди \$ и 25,8 милијарди \$ соодветно. Вкупниот износ на капитал од 65,5 милијарди \$ во капитал беше наспроти скоро 1,7 трилиони \$ во средства (3,9 % стапка на капитал во однос на средства) и 3,2 трилиони \$ во вонбилансни кредитни гаранции.

На 30 јуни 2008 година, *Фанни Мае* и *Фредди Мац* прикажаа книговодствена вредност на капиталот од 41,2 милијарди \$ и 12,9 милијарди \$ соодветно. Можеби повеќе кажувааше вредноста на капиталот за *Фанни Мае* и *Фредди Мац* по објективна вредност (*фаир валуе*) т.е. пазарна вредност на средствата минус пазарна

⁷⁸Хенрс, Д., Маттхен, Г. анд Матлацк, Ц. (2008) “А Летхал Лоопхоле ат Еуропа’с Банкс.” 21 Оцт. 2008Бусинесс Њеек

вредност на обврските коишто на истиот ден изнесуваа 12,5 милијарди \$ (*Фанние Мае*) и -5,6 милијарди \$ (*Фреддие Мац*).

За време на летото 2008 година, инвеститорите станаа значително загрижени за финансиската состојба на *Фанние Мае* и *Фреддие Мац*. На графиконот е прикажано движењето на цената на акциите на двете компании за време на тој период.

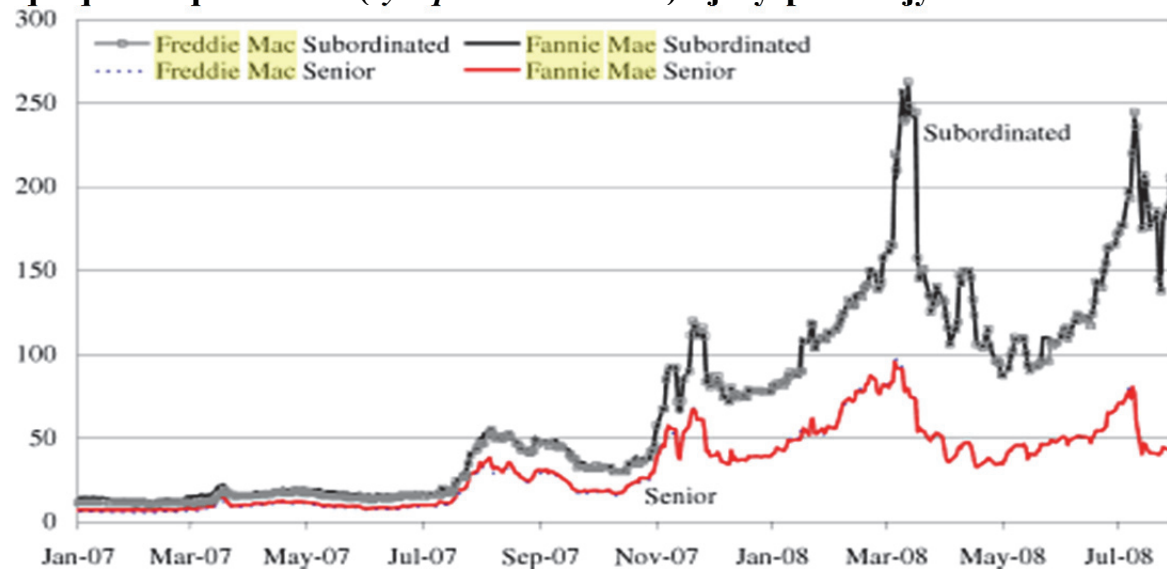
Графикон бр.32: Движење на цената на акциите на *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* (јануари 2007 – јули 2008)

\$ по акција



(Извор: Блоомберг)

Графикон бр.33: Движење на цената на ЦДС на *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* на 5 - годишен долг со приоритет при исплата (*сениор деби*) и 5-годишен долг со послаб приоритет при исплата (*субординаиџед деби*) – јануари 2007-јули 2008



(Извор: Блоомберг)

На графиконот е прикажана цената на ЦДС на *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* на 5-годишен долг со приоритет при исплата (*сениор деби*) и 5-годишен долг со послаб приоритет при исплата (*субординаред деби*) во периодот помеѓу јануари 2007 и јули 2008 година. Особено се забележува зголемувањето на цените на овие ЦДС во текот на март 2008 (во времето кога беше кризата со *Беп Сџеарнс*) и потоа во текот на јуни и јули 2008 година, како резултат на зголемениот кредитен ризик.

Во текот на следните месеци, стапката на ненаплатливост на хипотеките продолжи да се зголемува. До средината на јуни 2008 година, каматниот распон помеѓу агенциските обврзници од двете ГСЕ, *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* и државните обврзници се зголеми.

Државното преземање на *Фанние Мае* и *Фреддие Мац*, на 6 септември 2008 година беше неопходно. Нивните загуби изнесуваа повеќе од 1 трилион \$, како резултат на инвестициите во заеми со лош квалитет, сите направени во периодот помеѓу 2005 и 2007 година. Во тој период, овие две компании се стекнаа со толку многу хипотеки со лош квалитет, што во август 2008 година тие имаа изложеност на повеќе од 1,011 трилиони \$ во ненаплатена главница на хипотекарни кредити.

Загубите како резултат на оваа изложеност, беа одговорни за колапсот на *Фанние Мае* и *Фреддие Мац* и нивното преземање од федералната влада. Не само што овие две компании се уништија себе си со купувањето кредити со лош квалитет во периодот 2005-2007 година туку тие исто така играа голема улога во слабеењето или уништувањето на солвентноста и стабилноста на други финансиски институции и инвеститори во САД и надвор од САД.

2.2.5. Коефициент на финансиски леверидж и рочна структура на средствата и обврските на инвестиционите банки во САД

Фокусот на анализа е ставен на петте најголеми инвестициони банки⁷⁹ во САД коишто беа системски најважни институции и на глобално ниво. Анализираниите банки се сметаа како „премногу големи да пропаднат“, при што нивниот банкрот би имал ефект на прелевање на целиот финансиски систем, како што можевме да посведочиме на пример, со банкротот на *Лехман Бротхерс*. Имено, кризата значително се продлабочи кога финансиските пазари беа шокирани од колапсот на оваа институција, заедно со продажбата на *Мерилл Линч* на *Банк оф Америка*.

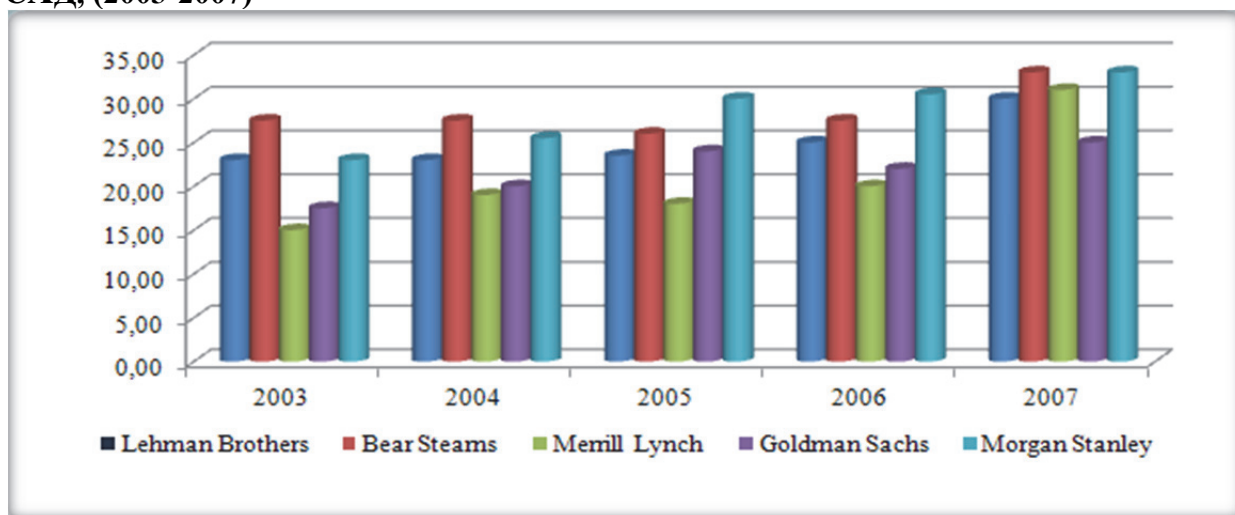
Традиционалната улога на инвестиционите банки како „агенти“ односно да нудат советодавни или брокерски услуги помеѓу издавачите на хартии од вредност и инвеститорите е значително променета од 1990 година. Претходно, главниот нивни приход доаѓаше од провизиите добиени во замена за спојување на инвеститорите и издавачите на хартии од вредност. Како резултат на ова, инвестиционите банки не мораа да ги зголемуваат своите средства, што од своја страна ја намали нивната потреба за позајмување на средства (задолжување). По 1990 година, најголемиот дел

⁷⁹Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Morgan Stanley и Goldman Sachs

од приходот на инвестиционите банки беше приход што не произлегува од провизии – капитални добивки. Овој тренд се забележува и кај петте најголеми инвестициони банки во САД, каде што приходот од тргување и инвестирање во хартии од вредност го надминуваше приходот што произлегуваше од провизии.

Поголемиот финансиски леверидж овозможува потенцијално поголеми профити, но во исто време носи и поголем ризик од пропаѓање. Ниските каматни стапки во 2000 година, беа стимул за огромното задолжување што придонесе за зголемување на финансискиот леверидж (показател којшто се добива како однос помеѓу вкупните средства и вкупниот капитал) како што можеме да забележиме од графиконот во продолжение.

Графикон бр.34: Финансиски леверидж на анализираниите инвестициони банки во САД, (2003-2007)



(Извор: Компанс Аннуал Репортс, Сеџ форм 10K)

На графиконот бр. 34 се претставени коефициентите на финансиски леверидж на најголемите инвестициони банки во САД во период од 2003 до 2007 година. Повисок коефициент значи и повисоко ниво на ризик. Од 2003 година до 2007 година, инвестиционите банки прикажани на графиконот значително го зголемија својот леверидж. Просечниот коефициент на финансиски леверидж за анализираниите инвестициони банки во САД порасна од 21 на крајот на 2003 година, на 24 на крајот на 2005 година и на 30 на крајот на 2007 година. Типично за комерцијална банка беше коефициент на леверидж од 10 до 15, а овие инвестициони банки имаа коефициенти блиску до 30.

Коефициент на финансиски леверидж од 30, значи дека дури и 3% намалување во вредноста на средствата може да го „избрише“ вкупниот капитал на компанијата. Финансискиот леверидж на поголемите инвестициони банки во САД оддеднаш се зголеми, делумно како резултат на дерегулационата мерка од страна на СЕЦ спроведена во 2004 година.

До крајот на септември 2008 година, три од петте инвестициони банки (*Бер Сџеарнс*, *Лехман Бројџерс* и *Мерилл Лсних*) банкротираа или беа преземени од други банки. На останатите две (*Голдман Саџс* и *Морган Сџанлес*) им беше дозволено да се конвертираат во банкарски холдинг-компаниии. Овие две банки значително ги намалија коефициентите на финансиски леверидж од 2007 година до 2008 година. (*Морган Сџанлес* на 20,85 и *Голдман Саџс* на 18,47).

Табела бр.4: Структура на средствата и обврските на анализираните инвестициони банки во САД во 2007 година

	Морган Станлес	Голдман Сацхс	Лехман Бротхерс	Меррилл Линч	Беар Стеарнс
Средства					
Краткорочни средства	19%	25%	9%	20%	19%
Долгорочни средства	81%	75%	91%	80%	81%
Обврски					
Краткорочни обврски	81%	78%	79%	71%	80%
Долгорочни обврски	15%	18%	18%	26%	17%
Капитал	3%	4%	3%	3%	3%

(Извор: Според пресметки на авторот)

Освен високите стапки на финансиски левериџ, анализираните инвестициони банки извршија промена во структурата на средствата и обврските непосредно пред почетокот на кризата. Имено, во минатото тие имаа ниски износи на долг, учеството на краткорочното задолжување во вкупниот долг беше релативно ниско, а ликвидноста на средствата беше висока. Во годините непосредно пред почетокот на кризата, инвестиционите банки вршеа рочна трансформација преку стекнување неликвидни долгорочни средства со средства од високоликвиден краткорочен долг.

Како што може да видиме од табелата бр.4, иако со мали разлики кај одделни банки, краткорочниот долг учествува со 70%-80% од вкупните обврски, а капиталот со само 3%-4% од вкупните обврски. Од друга страна, овие главно краткорочни извори на средства се употребувани главно за финансирање на долгорочни средства коишто во вкупните средства учествуваат со 75%-90%. Земајќи ги предвид податоците од табелата можеме да заклучиме дека кај набљудуваните пет инвестициони банки во САД постои огромна рочна неусогласеност на средствата и обврските што претставуваше друг значаен фактор, покрај високиот финансиски левериџ за колапсот или преземањето на овие инвестициони банки.

Можеме да заклучиме дека зголемувањето на финансискиот левериџ кај анализираните инвестициони банки во САД во период од 2003 година до 2007 година, ги зголеми нивните загуби за време на кризата. Високиот финансиски левериџ, дополнет со зголемено користење на краткорочен долг како и рочна неусогласеност на средствата и обврските, беше клучен фактор за загубата на довербата на инвеститорите, ликвидносни и проблеми со солвентноста како резултат на што само дел од нив ја преживеаја финансиската криза.

2.2.6. Влијанието на финансискиот левериџ врз промената на пазарната капитализација на инвестиционите банки

Во утврдувањето на влијанието на финансискиот левериџ врз промената на пазарната капитализација на инвестиционите банки користена е квантитативна анализа. Во анализата е применета проста праволиниска регресија за да се оцени влијанието на финансискиот левериџ (независна променлива) врз процентуалната

промена на пазарната капитализација на инвестиционите банки (зависна променлива). За потребите на анализата користени се податоци од *Морнингсџар*⁸⁰ и *Џхарџис*⁸¹ за 32 инвестициони банки од САД, Европа и Јапонија. За сите разгледувани банки е користен коефициентот финансиски леверџ со податоци од декември 2006 година, со цел да се прикаже капиталната структура на овие инвестициони банки во периодот пред почетокот на глобалната финансиска криза. Со цел да се пресмета процентуална промена на пазарната капитализација на набљудуваните инвестициони банки, земени се податоци за пазарната капитализација на истите од декември 2006 година (преткризен период) и март 2009 година (момент кога берзите ја достигнаа својата најниска вредност од почетокот на кризата)⁸².

Теоретски поткрепениот резултат е дека повисокиот коефициент на финансиски леверџ придонесува за поголемо намалување на пазарната капитализација на набљудуваните инвестициони банки. Добиените резултати укажуваат на позитивна праволиниска корелациона зависност од 61,4% меѓу набљудуваните променливи.

Табела бр.5: Регресиона статистика

Коефициент на проста праволиниска корелација	0,614
Коефициент на детерминација	0,377
Коригиран коефициент на детерминација	0,357
Стандардна грешка	0,242
Број на опсервации	32

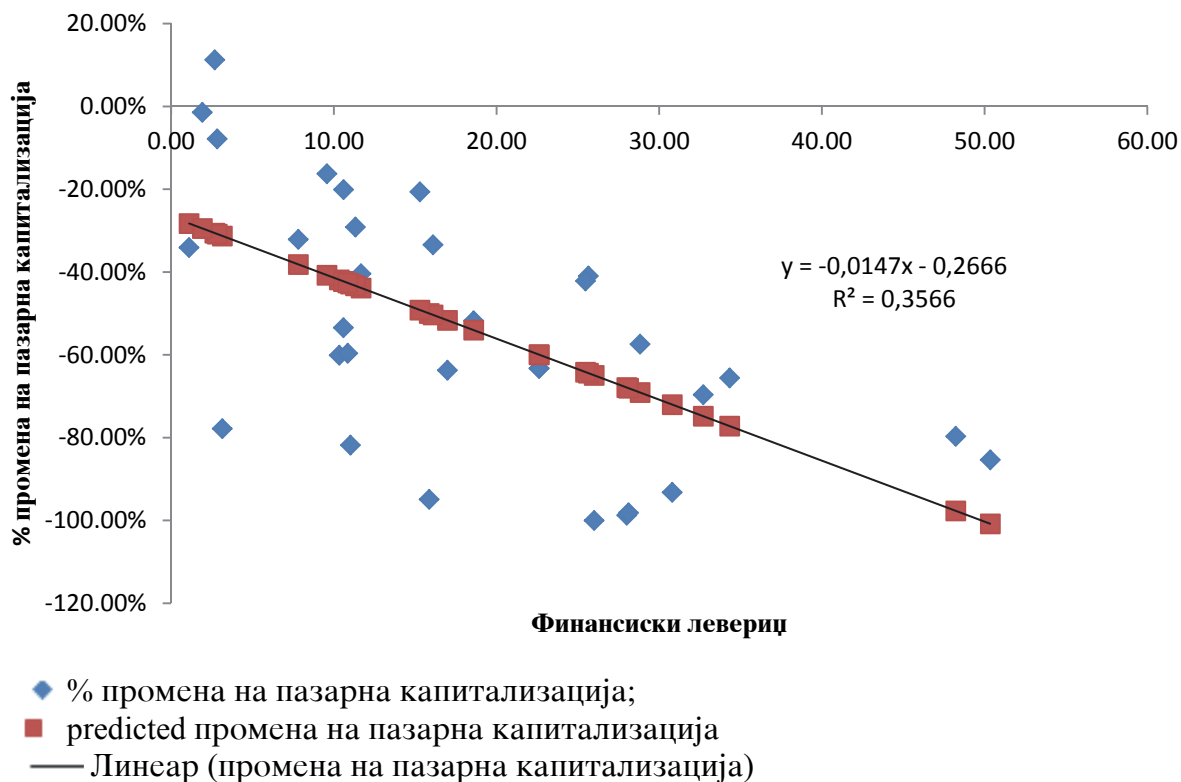
Коригираниот коефициент на детерминација покажува дека учеството на објаснетиот варијабилитет во вкупниот изнесува 35,7%, или тој може да се протолкува дека варијациите или промените коишто ја предизвикуваат промената на пазарната капитализација на набљудуваните инвестициони банки е со 35,7% објаснет со висината на коефициентот на финансиски леверџ, додека остатокот од 64,3% е предизвикан од варијациите на други, непознати фактори.

Графикон бр.35: Корелациона линија

⁸⁰ Morningstar, Inc е еден од водечките снабдувачи на независни инвестициски истражувања наменети за поединици, финансиски советници и финансиски институции

⁸¹ <http://ycharts.com>

⁸² Прилог бр. 3



Стандардната грешка на регресијата е мала и изнесува 0,242, и ни го покажува апсолутното отстапување на емпириските податоци од регресионата анализа на примерокот.

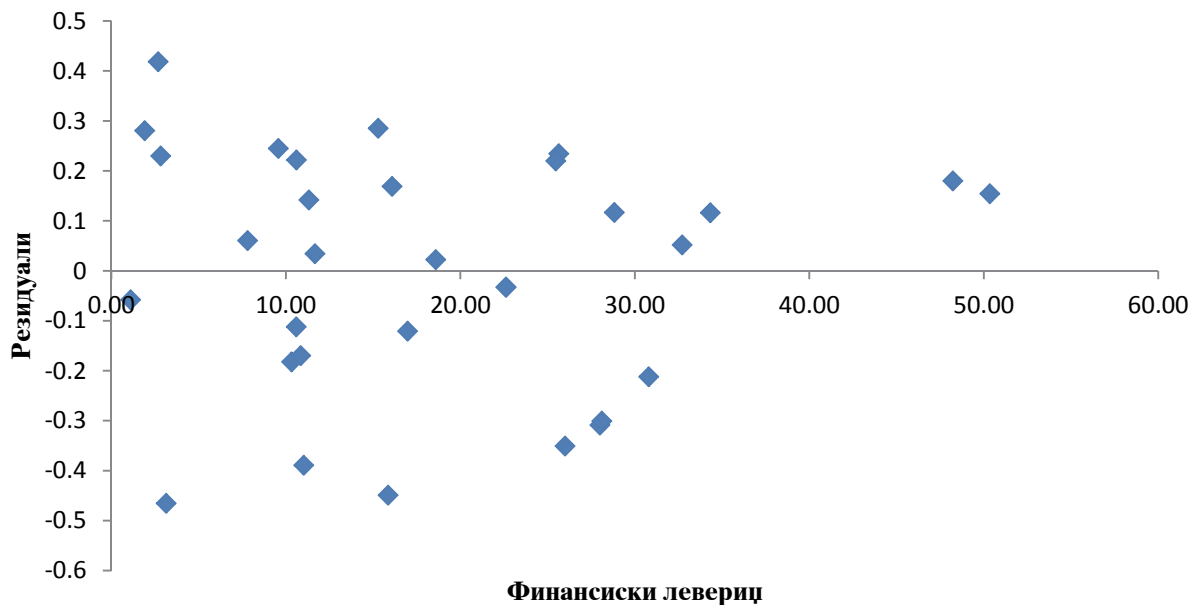
Регресионата равенка на примерокот е следна: $y' = b_0 + b_1 x_i = -0,266 - 0,014 x_i$

Отсечокот на S оската или вредноста на зависната променлива кога независната променлива $U = 0$ е вредноста на регресиониот параметер $b_0 = -0,266$.

Регресиониот параметер $b_1 = -0,014$ ја покажува промената на зависната променлива S кога зависната променлива U ќе се зголеми за една своја единица. Во овој случај тој укажува дека доколку финансискиот левериџ се зголеми за 1%, тогаш пазарната капитализација на набљудуваните инвестициони банки во просек би се намалила за -0,014%. Оценетата вредност на овој коефициент со ризик на грешка од 5% ќе се движи од -0,022% до -0,008%. Тестирањето на регресиониот коефициент $b_1 = -0,014$ дава $\bar{u}$ вредност од 0,001. Оваа вредност го покажува најмалото ниво на значајност за коешто може да се отфрли нултата хипотеза $H_0 : \beta_1 = 0$ и да се прифати алтернативната хипотеза $H_1 : \beta_1 \neq 0$. Во нашиот случај се прифаќа алтернативната хипотеза, односно регресиониот коефициент $b_1 = -0,014$ и статистички се потврдува дека е различен од 0, односно дека независната променлива навистина влијае на зависната променлива.

Графиконот *Ресидуал Плот* е дијаграм на растурање што ни ги прикажува стандардизираниите резидуали на регресијата на S -оската и предвидените стандардизирани вредности на регресијата на U -оската.

Графикон бр.36: Дијаграм на растурање



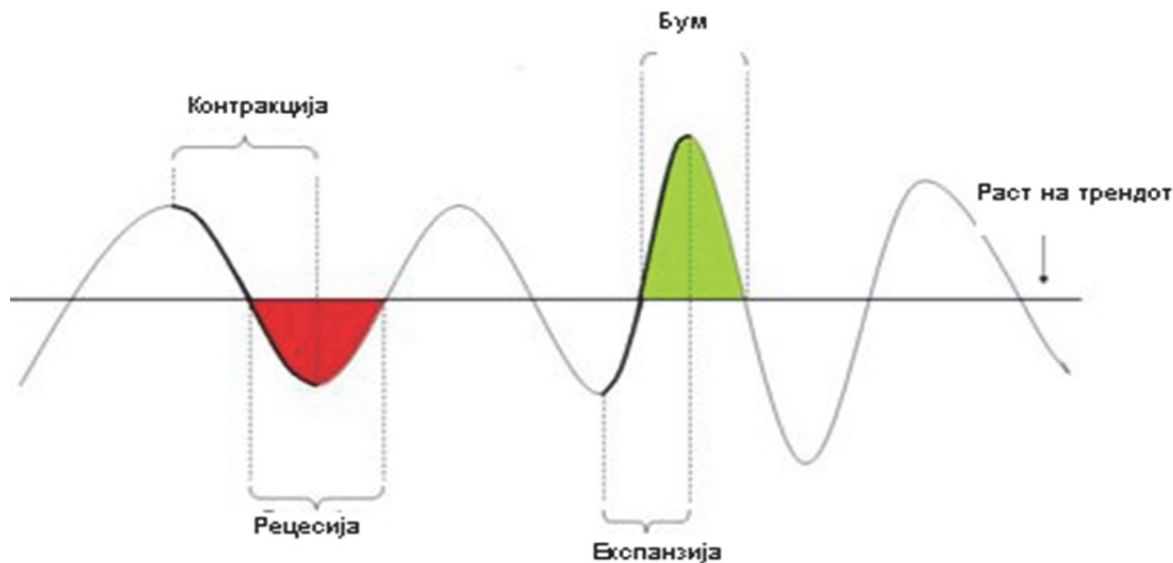
Од приложеното може да се заклучи дека е исполнета претпоставката за линеарност, но со целост не може да се тврди истото и за претпоставката за хомоскедастичност или еднаквост на варијансите на резидуалите.

Сето ова статистички го потврдува теоретското очекување дека пазарната капитализација на набљудуваните инвестициони банки негативно зависи од висината на коефициентот на финансиски левериџ.

2.3. Деловен циклус и економски индикатори

Периодите на експанзија и контракција се нормална појава за секоја економија. Должината и длабочината на тие циклуси не е секогаш иста. Состојбата на рецесија и на повторно заздравување (бум) е наречена деловен циклус.

Графикон бр.37 : Деловен циклус



Минувањето на економијата низ различни фази на деловниот циклус, доведува до варирање на релативната активност на различни индустриски групи. Така на пример, при преминот на економијата од рецесија кон заздравување, цикличните индустрии односно индустриите со натпросечна чувствителност на состојбата на економијата ги надминуваат другите индустрии односно имаат подобар перформанс. Примери за циклични индустрии се индустриите коишто произведуваат трајни добра како на пример, автомобилската и машинските индустрии, индустријата на капитални добра.

Дефанзивните, односно нециклични индустрии за разлика од цикличните се малку чувствителни на деловниот циклус. Тоа се индустрии коишто произведуваат производи чијашто продажба и профит се малку чувствителни на состојбата во економијата. Дефанзивните индустрии ги вклучуваат производителите и преработувачите на храна, фармацевтските производи како и јавните добра и услуги. Кога економијата влегува во рецесија, овие индустрии ги надминуваат цикличните индустрии односно имаат подобар перформанс.

Кога постојат оптимистички погледи за економијата од страна на инвеститорите, цените на поголем број акции растат како резултат на поголемата побарувачка за истите. Бидејќи цикличните компании се најчувствителни на ваквиот сентимент и движењата во економијата, цените на нивните акции најмногу се зголемуваат. Тоа е поради фактот што компаниите од цикличните индустрии во услови на позитивни економски вести покажуваат најдобри резултати, а најлоши резултати кога постојат лоши економски вести.

Сите индустрии не се подеднакво чувствителни на деловниот циклус. Така на пример нецикличните индустрии како што се индустријата на прехранбени производи и здравствените услуги, речиси да не чувствуваат промени односно проблеми од промената на деловниот циклус. За разлика од тоа, индустриите како што се автомобилската, машинската, челичната индустрија се многу чувствителни на состојбата во економијата.

Постојат индустрии што во различни фази од деловниот циклус остваруваат подобри перформанси од останатите. Во следниот графикон, даден е графички

приказ на индустриите коишто остваруваат најдобар перформанс во даден момент од економскиот циклус.

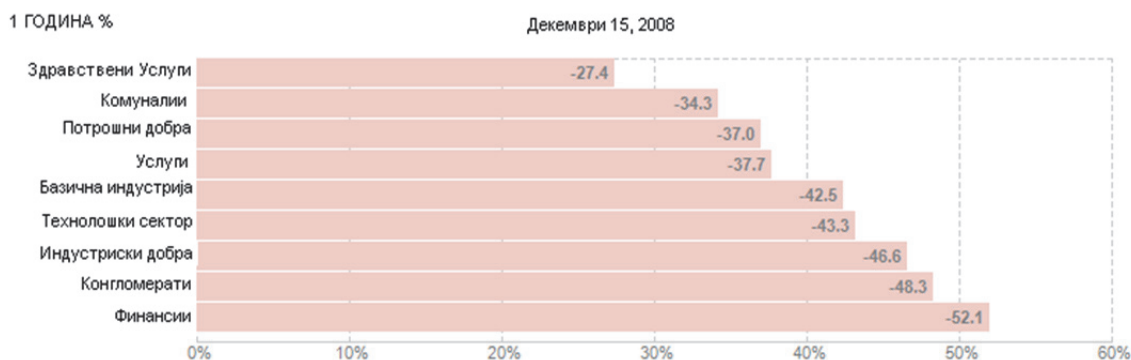
Графикон бр.38: Индустрии коишто го победуваат просекот



(Извор: http://www.google.com/imgres?imgurl=http://моневатор.ком/нп-понтент/уплоадс/2009/05/бизнес-цикле-2.jpg&imgrefurl=http://моневатор.ком/2009/05/21/инвестмент-целок/йк=538йз=680йз=84йбнид=vs.ЛПЦЗдУц0схНМ:йбнх=91йбнн=115йпрев=/сеарчх%3Ф%3Дбусинесс%2Бцикле%2Бпицтурсес%26тбм%3Дисцх%26тбо%3Дувоом=1йз=бизнес+цикле+пицтурсесйоцид=нуц0ДИадНбАо2Мйкл=снйа=Цйси=5ОЦНТ_ТПЛМлАОтл_цМ8Кйвед=0ЦДолб9ЛбЕнАнйдур=375)

Дадениот графикон може да се потврди доколку ги споредиме приносите на индустриите во услови на финансиската криза кога пазарот на капитал се наоѓа во почетокот – средината на својот пад.

Графикон бр.39 : Компаративна споредба на приносот на индустриите, декември 2008 година



(Извор: www.saxoofinance.com)

Од графиконот може да се забележи дека најмал пад имаше индустријата на здравствени услуги, потоа комуналиите, потрошните добра и услугите, а многу поголеми загуби остварија цикличните индустрии како што се базичната индустрија, технолошкиот сектор, индустриските добра, конгломератите и финансискиот сектор за којшто може да се каже дека е најцикличен.

Со цел да се утврди состојбата на економијата, односно фазата во којашто истата се наоѓа, најдобро служат индексите на економските индикатори.

Во зависност од насоката на движење на индикаторот во различни фази во коишто се наоѓа економијата постојат проциклични, контрациклични и ациклични индикатори. Проциклични индикатори се оние коишто се движат во иста насока со движењето на економијата. Доколку економијата е во рецесија, овој индикатор се намалува и обратно. Пример за процикличен индикатор е бруто домашниот производ; Контрацикличен индикатор е оној којшто се движи во обратна насока од движењето на економијата. Доколку економијата е во рецесија, овој индикатор се зголемува, како на пример стапката на невработеност; и ацикличен индикатор е оној чиешто движење нема врска со движењето и деловниот циклус во којшто се наоѓа економијата и генерално е со мала употреба.

Економските индикатори може да бидат водечки, оние коишто заостануваат или коинцидентни индикатори во зависност од времето на нивните промени во однос на промените на фазите на деловниот циклус во економијата. Водечки индикатори се оние коишто се менуваат пред да настапи промената на економијата. На пример, движењето на берзанските индекси е водечки индикатор. Пример, берзанските индекси започнуваат да се намалуваат уште пред да започне намалувањето на економската активност и се подобруваат пред да започне опоравувањето на економијата. Овие индикатори се најважен вид индикатори заради тоа што помагаат да се предвиди движењето на економијата во иднина. Индикатори коишто заостануваат, односно оние коишто не ја менуваат својата насока на движење сè додека не поминат неколку квартали по промената на фазата во којашто се наоѓа економијата. Пример за ваков тип на индикатор е стапката на невработеност којашто вообичаено започнува да се зголемува по два до три квартали откако ќе почне подобрувањето на економската активност. Коинцидентни индикатори се оние на коишто се совпаѓа времето на нивните промени во однос на промените на фазите на деловниот циклус во економијата. Пример за таков индикатор е бруто домашниот производ.

Од почетокот на кризата, носителите на политиките на глобално ниво интервенираа преку координирани активности на снабдување со ликвидност од страна на централните банки и државни интервенции во форма на гаранции, докапитализации и национализации на дел од финансиските институции. Нивните реакции во исто време сигнализираа за сериозноста на кризата.

Сите овие случувања беа показатели за „тектонските поместувања“ во глобалниот финансиски систем во многу краток временски период. Нарушената доверба во финансискиот систем, секнувањето на финансиските текови, воздржаноста од потрошувачка и инвестиции, високата аверзија кон ризик доведе до големо забавување на глобалниот раст и појава на рецесија во високоразвиените економии. Со тоа, глобалната економија од амбиент на солиден раст, галопирачки цени на храната, енергијата, основните метали и растечка инфлација, многу брзо

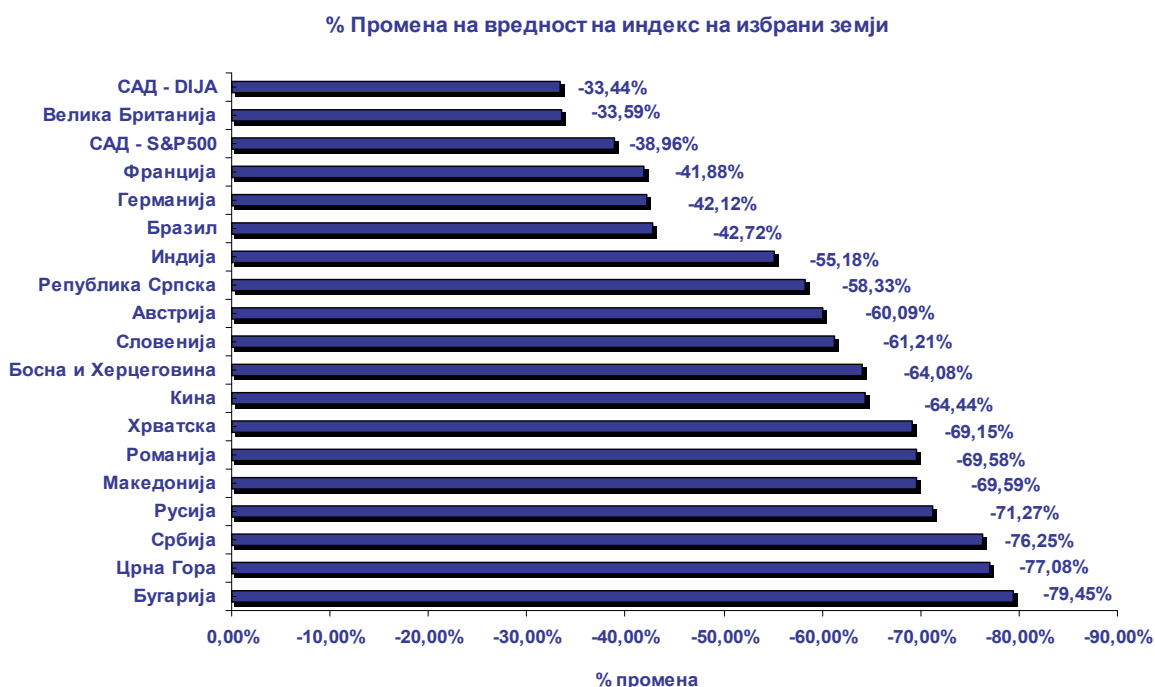
влезе во циклус на забавена економска активност, пад на цените на берзанските производи и намалување на инфлацијата.

2.4. Ефекти од кризата во САД

2.4.1. Ефекти од кризата врз пазарот на капитал

На следниот графикон дадена е промената во вредноста на повеќето светски берзански индекси на крајот од 2008 година во однос на почетокот на годината. Со овој графикон се потврдува продлабочувањето на кризата во економијата во целиот свет во текот на 2008 година. Треба да се нагласи дека, берзанските индекси не само што ја најавуваат секогаш кризата туку истите се и најрепрезентативен индикатор.

Графикон бр.40: Процентуална промена на вредноста на светските берзански индекси 2008/2007



(Извор: www.saxoofinance.com)

Непосреден индикатор за брзината и ширењето на финансиската криза беа вредностите на цените на акциите на берзата.

Една година по својот врв во 2007 година, целокупниот берзански промет во САД се намали за 8 трилиони \$.

Графикон бр.41: Движење на Доњ Јонес Индустијал Авераџе (2007-2011)



(Извор:Гоогле Финанце)

Како што може да се забележи од графиконот бр. 41 на којшто е прикажано движењето на берзанскиот индекс *Доњ Јонес Индустијал Авераџе*, во мај 2008 година, тој се искачи на 13,058 поени, највисоко достигнато ниво во текот на 2008 година (за разлика од највисокото достигнато ниво од 14,279 во 2007 година). На 15 септември 2008 година, *Доњ Јонес Индустијал* падна за повеќе од 500 поени, или 4%, најголемиот дневен пад после терористичките напади од 9.11.2002 година.

Колапсот на берзата се случи на 29 септември 2008 година кога *Доњ Јонес Индустијал Авераџе* се намали за 778 поени (што претставуваше најголем еднодневен пад во историјата на овој индекс). Причината за ова беше гласањето на Репрезентативниот дом против *TARP* програмата односно 700 милијарди \$ вредниот план за поддршка на финансиските пазари и фирмите. Во еден единствен ден беше избришана вредност од 1,2 трилиони \$, односно *Доњ Јонес Индустијал Авераџе* падна за 7%, од неговата пазарна вредност, а цените на акциите на финансиските компании паднаа за 16%. Во текот на истиот месец, и индексот *S&P 500* забележа намалување од 9% односно изгуби 889 милијарди \$ од неговата вредност што претставуваше најлош месец од септември 2002 година.

Доњ Јонес Индустијал Авераџе најниска вредност достигна на 9 март 2009 година (6440 поени), што претставуваше номинален пад од скоро 55% сметано од највисоката вредност во октомври 2007 година.

По март 2009 година, пазарите започнаа да се опоравуваат. Со враќањето на економскиот раст на САД, корпоративните профити се зголемуваа, а цените на берзанските индекси бележеа раст.

2010 година се карактеризираше со нестабилност и несигурност на пазарот на капитал во САД. На почетокот на годината индексите забележуваа раст, но во текот на 2010 година, грижата за европската должничка криза го намали прераниот оптимизам кај инвеститорите, а со тоа и вредноста на берзанските индекси. Во глобала, загриженоста за можниот банкрот на Грција и домино-ефектот на други

земји членки на еврозоната (Португалија, Ирска, Шпанија и Италија) влијаеше на движењето на берзанските индекси во текот на 2010 година. Така, во текот на месец јануари, индексот *Доњ Јонес Индустриал Авераџе* ја достигна највисоката вредност во последните 15 месеци – 10.584 поени. Во текот на месец јули 2010 година, овој индекс ја достигна најниската вредност во последните 9 месеци односно 9.686 поени како резултат на послабите од очекуваните резултати за остварувањата на американската економија заклучно со месец јуни 2010 година, како и несигурноста за правецот на движење на истата во иднина. Во текот на втората половина на 2010 година, индексот *Доњ Јонес Индустриал Авераџе* се движеше по нагорна линија како резултат на најавите за стимулативните програми од страна на ФЕД (август 2010 година), како и спроведување на истите односно на мерката - квантитативно олеснување односно купување на обврзници од страна на ФЕД во износ од 600 милијарди евра (ноември 2010 година). Така во месец ноември 2010 година, индексот *Доњ Јонес Индустриал Авераџе* ја достигна највисоката вредност во последните две години од 11.444 поени. Крајот на 2010 година, индексот *Доњ Јонес Индустриал Авераџе* ја заврши на ниво од 11.578 поени односно 11% повисоко во споредба со почетокот на годината.

Слично како на почетокот на 2010, и на почетокот на 2011 година, на финансиските пазари преовладуваше оптимистичко расположение. Но, оваа ситуација значително се промени во летните месеци, односно во текот на месец август 2011 година кога кредитната агенција *Сиџ* го намали кредитниот рејтинг на САД од “AAA” на “AA+”. Оваа одлука влијаеше на намалувањето на вредноста на индексот *Доњ Јонес Индустриал Авераџе* за 600 поени односно губење на 5,6% од својата вредност во еден ден, при што неговата вредност се намали под 11.000 поени за прв пат од ноември 2010 година. Дополнително за намалувањето на вредноста на индексите на пазарот на капитал во САД, влијаеше и тековната должничка криза во Европа. Притоа на 19 август 2011 година, индексот *Доњ Јонес Индустриал Авераџе* достигна вредност од 10.817 поени, а во септември ја достигна и најниската вредност во текот на цела 2011 година од 10.771 поени. Крајот на 2011 година, индексот го заврши со достигната вредност од 12.218 поени што претставуваше повисоко ниво од она што беше остварено на почетокот од годината.

Остварувањата на американската економија, како и развојот на настаните поврзани со должничката криза во Европа ќе бидат главните двигатели на пазарот на капитал и берзанските индекси.

2.4.1.1. Индекс на волатилност (*Volatility index - "VIX"*)

Глобалната финансиска криза ја поттикна волатилноста на акциите, со што придонесе за ширење на пазарниот ризик. Ова може да се забележи преку движењето на индексот на волатилноста.

Индексот на волатилност претставува индекс што ги мери очекувањата за волатилност или флукуациите во цената на акциите коишто го сочинуваат *Сиџ 500* индексот. Повисоки вредности на индексот на волатилност укажуваат на тоа дека инвеститорите очекуваат вредноста на *Сиџ 500* индексот да флукуира (нагоре, надолу или и нагоре и надолу) во следните 30 дена. Овој индекс уште е познат и како

„индекс на страв” (*фear индекс*) бидејќи големите вредности на истиот претставуваат неизвесност околу идните цени⁸³.

Индексот се пресметува користејќи ги цените на опциите на *СџП 500* индексот. Бидејќи вредноста на опцијата е тесно поврзана со очекуваната волатилност на основната хартија од вредност, цените на опциите може да бидат мошне корисен индикатор за очекувањата на инвеститорите за волатилноста.

Во периодот 2004-2007 година, финансиските пазари беа мирни. Пазарната волатилност, мерена преку индексот на волатилност (*ВИЦ индекс*) беше под долгорочните просеци.

Финансиската криза од 2008 година ја промени оваа ситуација: пазарите станаа екстремно волатилни. Индексот *СџП 500* загуби околу 56% од својата вредност во периодот од октомври 2007 година до март 2009 година, а индексот на волатилност (*ВИЦ Индекс*) за трипати ја зголеми својата вредност.

Банкротот на *Лехман Бројџерс* и спасувањето на *АИГ* предизвикаа зголемување на волатилноста на овој индекс.

Графикон бр.42: Индекс на волатилност (ВИЦ Индекс), 2007-2011



(Извор: Saxo Финанце)

⁸³ Zhang, J.E., Shu, J., and Brenner, M. (2010) “The New Market for Volatility Trading”, Journal of Futures Markets, Volume 30, Issue 9, pages 809-833, September 2010

Табела бр.6: Волатилност на СџП 500, (03.01.2005 - 30.11.2009)

Период	Индекс СџП 500 (просечна вредност)	Волатилност на СџП 500 на годишно ниво**
Пред кризен период (03.01.2005-16.03.2008)	1.335	13,40%
Период на криза (17.03.2008-31.03.2009)	1.098	43,60%
Пост кризен период (01.04.2009-30.11.2009)	984	20,90%
Сите податоци*	1.233	24,20%

(Извор: Согласно пресметки на Manda, K. (2010) “Stock market volatility during the 2008 financial crisis”, Glucksman Institute for Research in Securities Markets)

*се однесува за временски период јануари 2005 година-ноември 2009 година

** Годишната волатилност е проценета преку мултиплицирање на стандардната девијација на дневните приноси преку слѐрт(250)

Табелата бр. 6 обезбедува преглед на однесувањето на берзата, измерен преку волатилноста на индексот *СџП 500* за време на набљудуваниот период. Резултатите јасно покажуваат дека волатилноста на индексот беше значително поголема во периодот назначен како „период на криза” споредено со другите периоди.

За цели на анализата, се споредуваат податоци во период од јануари 2005 година до ноември 2009 година. Овој период е поделен на три потпериоди односно преткризен период, период на криза и посткризен период⁸⁴. Иако постојат различни мислења за почетокот на кризата, во оваа анализа се зема 17 март 2008 година, датумот кога *Беар Сџеарнс* беше преземен од *ЈП Морган* како пресек на преткризниот период со периодот на криза. Исто така, во оваа анализа се зема 31 март 2009 година, како пресек на периодот на криза со посткризниот период којшто исто така се поклопува со периодот кога *СџП 500* отскокна од неговата најниска вредност.

Волатилноста на берзата, мерена преку волатилноста на индексот *СџП 500* се зголеми од 13,4% за време на преткризниот период, на 43,6% за време на периодот на кризата. (зголемување од 325% споредено со преткризниот период). Дури и по отскокнувањето на *СџП 500* од неговите најниски вредности, односно од крајот на март 2009 година, волатилноста на пазарот се врати само на 20,9%, што претставува сепак повисоко ниво на волатилност од преткризниот период.

Во текот на 2010 година, волатилноста на берзата мерена преку волатилноста на индексот *СџП 500* се зголеми во текот на месец мај, како последица на должничката криза во Европа којшто се закануваше да излезе од контрола. Притоа, овој индекс достигна вредност од 48,20; вредност што сепак беше пониска од највисоката вредност на овој индекс достигната во текот на 2008 година.

Од аспект на волатилноста, првата половина на 2011 година не се карактеризираше со висока волатилност, што можеше да се забележи и од движењето на индексот на волатилноста којшто беше околу 20 во тој период. Од средината на 2011 година, со намалувањето на кредитниот рејтинг на САД, како и

⁸⁴Manda, K. (2010) “Stock market volatility during the 2008 financial crisis”, Glucksman Institute for Research in Securities Markets

ескалирањето на должничката криза во Европа, вредноста на индексот на волатилноста достигна 48 на 8 август 2011 година. Во текот на месец август и септември 2011 година, индексот на волатилноста бележеше високи вредности (30-40). Овој индекс остана покачен и во текот на месец септември и октомври, пред финално да се намали околу 20 во текот на месец декември 2011 година. Индексот на волатилноста ја заврши 2011 година на ниво од 23.40, односно 31,8% повисоко од крајот на 2010 година кога вредноста на индексот изнесуваше 17,75.

2.4.2. Ефекти од кризата врз реалниот сектор

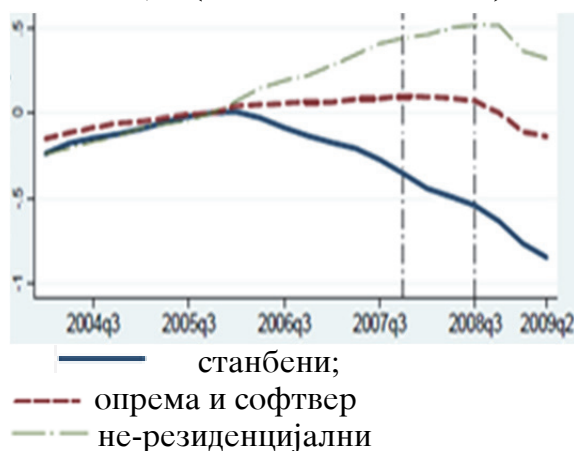
2.4.2.1. Бруто домашен производ (БДП)

Домашниот бруто-производ е мерка на вкупното производство на добра и услуги на една земја и претставува важен економски индикатор за здравјето на економијата. Зголемувањето на бруто домашниот производ значи можност за поголема заработка на компаниите во таа земја. Во спротивен случај, при намалување на стапката на БДП, компаниите би ги намалиле или стопирале инвестициите во нови машини, опрема, нови вработувања чекајќи да видат дали економијата ќе се подобри. Ова пак може лесно дополнително да ја ослабне економската активност достигнувајќи дури и негативни стапки на раст на бруто домашниот производ. При два последователни квартали на негативни стапки на раст на бруто домашниот производ во една економија, се вели дека таа економија е во рецесија.

Компонентите на БДП кои иницијално се намалија во текот на 2007 година и на почетокот на 2008 година во САД, беа фиксните станбени инвестиции и трајната потрошувачка⁸⁵. Тоа се всушност двете компоненти на БДП што најмногу се потпираат на подготвеноста на домаќинствата да обезбедат дополнително финансирање.

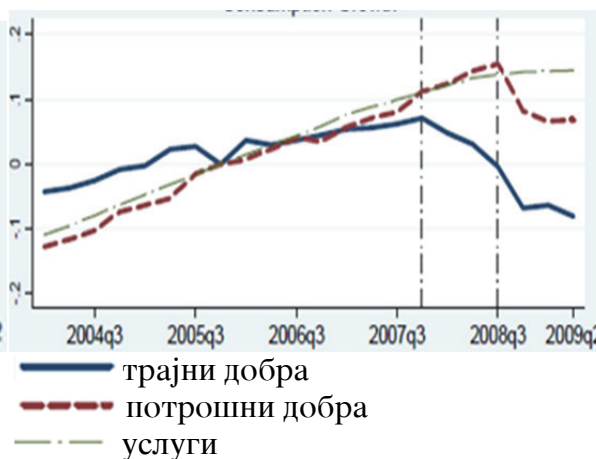
Графикон бр.43:

Стапка на раст на фиксни
Инвестиции (2004 кв.3 – 2009 кв.2)



Графикон бр.44:

Раст на потрошувачката (2004 кв.3–2009 кв.2)



⁸⁵Mian, A. and Amir, S. (2009) "Household leverage and the recession of 2007-2009", 10th Jacques Polak Annual Research Conference November 5-6, 2009

(Извор: Департамент оф Цоммерце)

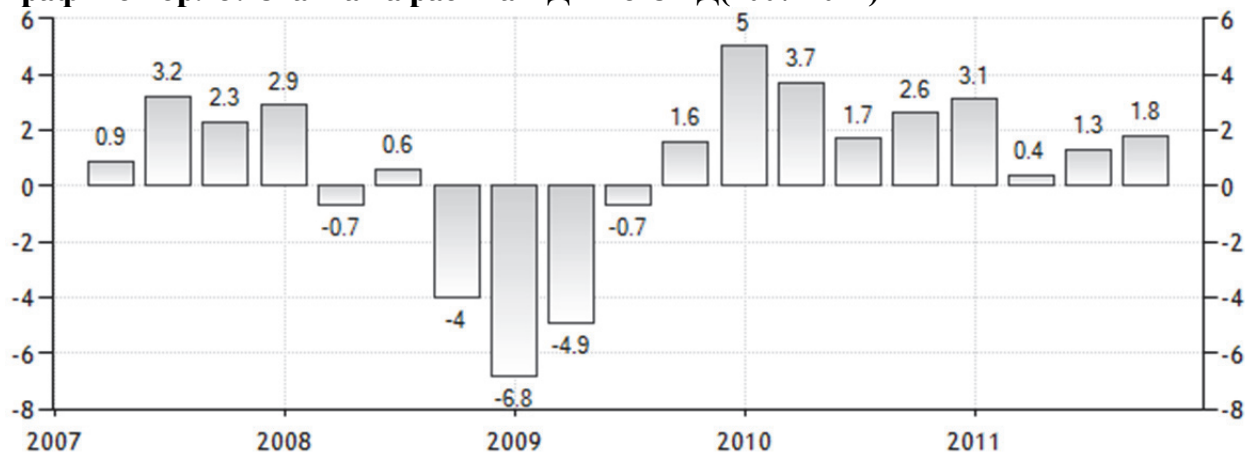
Како што може да се види од графиконот бр. 43 почнувајќи од првиот квартал на 2006 година, стапката на станбени фиксни инвестиции драстично опаѓа. До четвртиот квартал на 2007 година, станбените фиксни инвестиции се намалија за 50% од нивното ниво во 2005 година. За разлика од нив, нестанбените инвестиции покажаа силен раст сè до третиот квартал на 2008 година.

Графиконот бр. 44 покажува иста шема во движењето на потрошувачката на трајни потрошни добра којашто во 2007 година ја забави стапката на раст, пред да забележи остро намалување во текот на 2008 година.

Заедничко на рецесиите по Втората светска војна е првичното намалување на овие компоненти на БДП (стапката на станбени фиксни инвестиции и стапката на потрошувачка)⁸⁶. Намалувањето на овие две компоненти на БДП, се случи истовремено со екстремното зголемување на ненаплатливоста на кредитите од страна на домаќинствата. Земајќи ја предвид големата важност на кредитирањето за купувањето на трајни добра и недвижности, можеме да заклучиме дека постои врска помеѓу вложувањето на финансиската состојба на домаќинствата и намалувањето на трајната и резиденцијална потрошувачка во првичната фаза на забавување на економската активност.

Кога олеснетите услови за кредитирање што ја поттикнуваа личната потрошувачка и бумот на пазарот на недвижностите одеднаш пресушија, американската економија премина во рецесија (два негативни квартали на негативна стапка на раст на БДП)

Графикон бр.45: Стапка на раст на БДП во САД(2007-2011)



(Извор: www.federalreserve.gov, Буреау оф Економиц Аналсис)

Почнувајќи од третиот квартал на 2008 година, реалниот БДП достигна негативни стапки на раст во период од 4 квартали по ред (во првиот квартал на 2008 година имаше негативна стапка на раст, но во вториот квартал на 2008 година оствари позитивна стапка на раст).

Економската контракција во четвртиот квартал на 2008 година беше најголема доколку се земат предвид трите последни декади. Фирмите коишто

⁸⁶ Leamer, E. (2007) "Housing Is the Business Cycle", Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 149-233

претходно не беа директно погодени од финансиската криза, наеднаш ги стопираа новите инвестиции и ги намалија вработувањата, а домаќинствата ја одложија потрошувачката.

Американската економија се наоѓаше во рецесија во периодот од третиот квартал на 2008 година до вториот квартал на 2009 година. Негативната стапка на раст на БДП, го одразуваше наглото намалување на извозот, континуираното намалување на личната потрошувачка, намалувањето на бизнис инвестициите (главно во опрема и софтвер) и станбените фиксни инвестиции. Негативниот придонес од наведените компоненти беше делумно неутрализиран од позитивниот придонес од државната потрошувачка. Увозот којшто претставува одбиточна ставка од калкулацијата за БДП, се намали.

Економскиот раст се врати во средината на 2009 година, во голем дел благодарение на масовната државна потрошувачка. Во четвртиот квартал на 2009 година, стапката на раст на БДП беше дури 5%. Во првиот квартал на 2010 година, стапката на раст на БДП беше 3,7%. Во текот на 2010 година, од вториот квартал, БДП е во постојан пораст при што во четвртиот квартал на 2010 година достигна стапка од 3,1% како резултат на позитивните придонеси од личната потрошувачка, извозот и нерезиденцијалните фиксни инвестиции; и намалувањето на увозот. Растот на потрошувачката во текот на 2010 година ги одразуваше позитивните очекувања на пазарот на капитал, подготвеноста на банките да вршат кредитирање, а со тоа и ублажување на негативните шокови добиени во периодот од започнувањето на кризата. Економијата на САД во текот на 2010 година продолжи да закрепнува со посилено темпо во споредба со еврозоната, при што во четвртиот квартал на 2010 година, БДП-то на САД го достигна нивото од преткризниот период.

Во текот на 2011 година може да се забележи забавен раст на економската активност на САД во споредба со 2010 година. Притоа, во првиот квартал од 2011 година е забележан раст од само 0,4% што претставува најниска вредност од периодот кога започна опоравувањето на американската економија – јуни 2009 година. Во третиот квартал на 2011 година, растот на економската активност изнесува 1,8%. Забавувањето на економската активност во САД во текот на 2011 година, произлегува од нарушувања на страната на понудата како резултат на природните катастрофи во Јапонија (земјотреси, цунами) како и намалената домашна побарувачка. Намалената домашна побарувачка произлегува од намалената доверба на домаќинствата и компаниите и зголемена е волатилноста на пазарот како резултат на намалувањето на кредитниот рејтинг на САД од една, и зголемените тензии од должничката криза којашто ја тресе Европа, од друга страна.

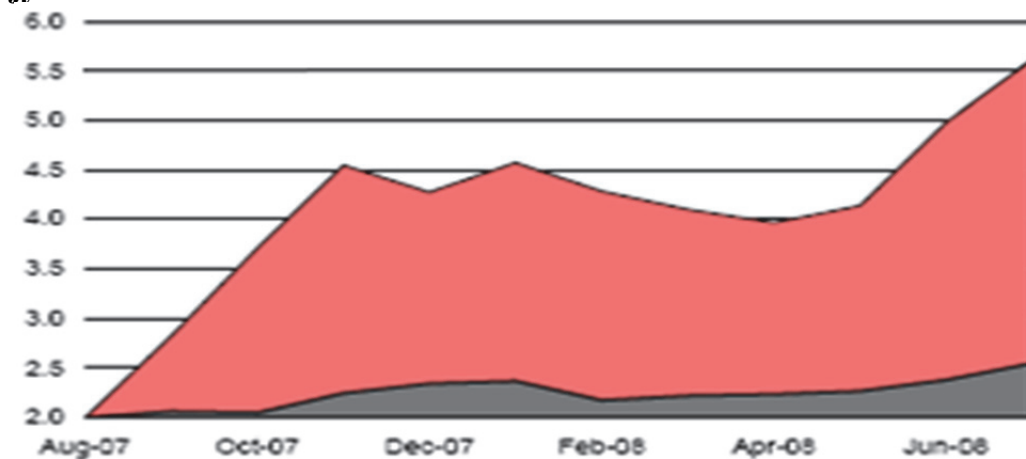
2.4.2.2. Инфлација

Стапката на инфлација покажува за колку се зголемило општото ниво на цени. Повисоката стапка на инфлација е карактеристична за „прегреаните“ економии, односно за економии во коишто побарувачката за стоки и услуги ги надминува производните капацитети на земјата и создава притисок за раст на цените.

Овој показател особено треба да се користи во комбинација со стапката на невработеност имајќи го предвид обратнопропорционалниот однос којшто постои помеѓу овие две макроекономски варијабли. Имено, зголемената инфлација овозможува да се ангажираат дополнителен број вработени како и да се зголемат платите на вработените.

Во јули 2008 година, годишната стапка на инфлација во САД го достигна највисокото ниво од 5,6% во последните 17 години. Главната причина за растечкиот тренд на инфлацијата беше порастот на цените на енергенсите. Имено, сметано од август 2007 година, учеството на растот на цените на енергенсите, во растот на годишната стапка на инфлација во САД изнесуваше 85%, што може да се забележи на графиконот во продолжение.

Графикон бр.46: Индекс на потрошувачки цени (% годишна промена), август 2007 – јуни 2008



■ цена на енергенси; ■ цена на останати добра
(Извор: Буреау оф Лабор Статистицс)

За првата половина на 2008 година карактеристичен беше тренд на засилен раст на цените на нафтата и на примарните производи (храната и металите), што во голема мера го објаснуваше растот на инфлацијата во поголем број економии меѓу коишто и САД.

Забавувањето на глобалната побарувачка како резултат на растечката неизвесност, придонесе за драстично намалување на цената на овие производи во втората половина од 2008 година. Така, цените на суровата нафта и примарните производи (храната и неенергетските производи) коишто во текот на првата половина на годината бележеа постојан пораст и во јули го достигнаа историски највисокото ниво, од крајот на август 2008 година почнаа постојано и значително да се намалуваат.

Од август 2008 па сè до март 2009, инфлацијата имаше опаѓачки тренд. Од највисоко достигнато ниво од 5,6% во јули 2008 година, до крајот на годината стапката на инфлацијата достигна 0,7% на годишно ниво.

Како резултат на зацврстените кредитни стандарди, зголемувањето на стапката на невработеност, намалувањето на богатството на домаќинствата, потрошувачите го намалија трошењето ограничувајќи ја на тој начин можноста на

претпријатијата да ги зголемуваат цените од една страна, а охрабрувајќи ги да нудат високи дисконти со цел да ги привлечат купувачите од друга.

Промените во економските трендови во текот на годината значаеа и промени во предизвиците со коишто се соочуваа носителите на макроекономските политики. Во првата половина на 2008 година, главниот фокус на монетарните власти беше стабилизирањето на инфлацијата, додека во втората половина на 2008 година, фокусот на монетарната и фискалната политика беше поместен на стабилизирање на финансиските пазари, како и ублажување на ефектите врз падот на економската активност. Со засилувањето на финансиската криза и нејзиното прелевање во реалниот сектор од економијата, при намалени инфлациски притисоци ФЕД премина кон политика на монетарно олабавување, при што неколкукратно ја намали референтната каматна стапка (до крајот на годината се намали на флукуирачка 0%- 0,25%) концентрирајќи се на „пумпање“ на пари во проблематичните кредитни пазари со цел да го обнови кредитирањето надевајќи се дека ќе ја поттикне активноста и ќе се справи со штотуку појавените дефлациони ризици.

Графикон бр.47: Стапка на инфлација во САД (годишна промена на CPI индекс), 2007-2011



(Извор: www.fred.stlouisfed.org, Буреау оф Лабор Статистицс)

Во март 2009 година, годишната стапка на инфлација за првпат од 1955 година забележа негативна годишна промена, како резултат на намалувањето на цените на енергенсите. Индексот на потрошувачки цени бележеше годишно намалување за 0,4%.

Во јули 2009 година, стапката на инфлација ја забележа најголемата негативна годишна промена од 2,1% сметано од јануари 1950 година. Пониските цени на енергенсите (пад од 28,1% од јули 2008 година) беа повторно причина за намалувањето на инфлацијата и преминувањето во негативна зона, односно дефлација. Од ноември 2009 година, стапката на инфлација достигна позитивна годишна промена (првпат по февруари 2009 година). Како резултат на заживувањето на економската активност поддржана од прекумерните финансиски и економски мерки, во последниот месец од 2009 и во текот на 2010 година инфлацијата бележеше позитивни годишни промени.

На почетокот на 2010 година изнесуваше 2,6% на годишно ниво. Во периодот од април, кога изнесуваше 2,2% на годишно ниво, до јуни 2010 година инфлацијата постепено забавуваше, при што достигна годишна стапка од 1,1% (јуни 2010 година). До крајот на годината, инфлацијата беше стабилна со годишни стапки на раст од околу 1,1%-1,2%, при што во декември достигна годишна стапка на раст од 1,5%.

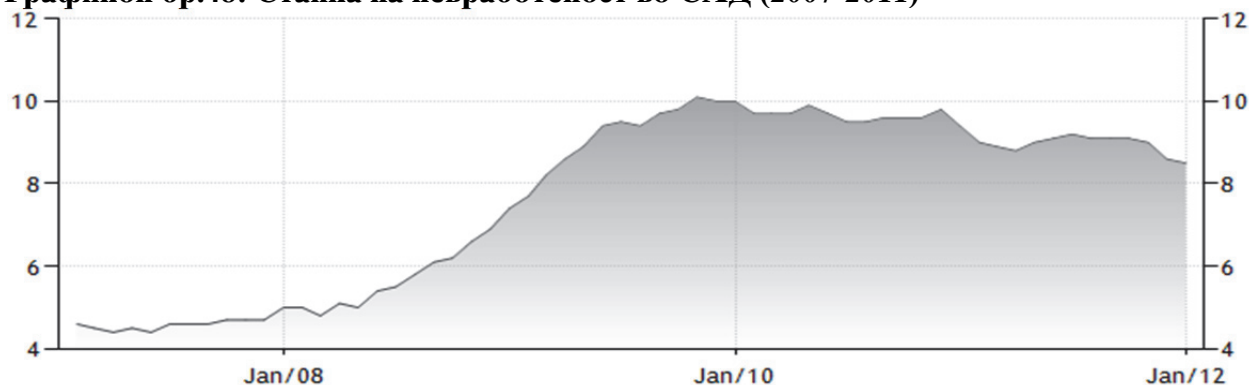
Трендот на зголемување на стапката на инфлација во САД, започнат од декември 2010 година, продолжи и во текот на целата 2011 година. Стапката на инфлација, од 1,6% измерени во текот на јануари 2011 година, продолжи да се зголемува, и во април го достигна нивото од 3,2%. Од април, па сè до крајот на 2011 година, стапката на инфлација беше над 3%, при што својот врв за 2011 година го достигна во месец септември, кога изнесуваше 3,9%. На крајот на годината годишната стапка на инфлација во САД изнесуваше 3%. Во текот на 2011 година, инфлацијата во САД, а и на глобално ниво се зголеми најмногу под влијание на зголемените цени на храната и енергенсите.

2.4.3. Ефекти од кризата врз социјалниот сектор

2.4.3.1. Стапка на невработеност

Финансиската и економска криза во САД, брзо се прошири од кредитниот и хипотекарниот пазар во САД резултирајќи во најостра глобална рецесија по Втората светска војна. Како резултат на кризата, милиони работници беа отпуштени, а оние кои имаа среќа да ги задржат работните места, работеа со скратено работно време, намалени плати и други бенефиции. Највознемирувачка манифестација од наглото забавување на економијата беше драматичното губење на работни места⁸⁷. Откако паниката започна, намалувањето на бројот на работни места се движеше во просек од 185.000 месечно, во првите три квартали на 2008 година, во просек од преку 700.000 работни места во четвртиот квартал на 2008 и првиот квартал на 2009 година⁸⁸.

Графикон бр.48: Стапка на невработеност во САД (2007-2011)



(Извор: www.bls.gov, Буреау оф Лабор Статистицс)

⁸⁷Схер, В. (2009) "Њхо ис хит хардест дуринг а финансиал црисис? Тхе Вулнерабилитс оф Соунг Мен анд Њомен тоУнемплојмент ин ан Економиц Доњитурн" Дискусион Папер Но. 4359Август 2009

⁸⁸ US Government Printing Office, (2010) "Rescuing the economy from the Great recession", Economic Report of the President

Сразмерно со стапката на губење работни места, стапката на невработеност порасна од 6,2% во септември 2008 година до 7,7% во јануари 2009 година. Таа продолжи да расте со околу половина процентен поен месечно, при што достигна 9,4% во мај, а во месец октомври 2009 година го достигна својот врв од 10,1%.

За остатокот од 2009 година и во текот на цела 2010 година, стапката на невработеност остана над 9%. Како што може да се види од графиконот, стапката на невработеност во САД стагнираше околу 11 месеци блиску до 10% од работната сила. Земајќи ја предвид стапката на невработеност пред почетокот на кризата, којашто изнесуваше околу 5%, порастот од 5 процентни поени за време на кризата е двојно поголем од оној остварен во ЕУ, Велика Британија, Јапонија и Канада⁸⁹.

Во текот на 2008 година, САД загуби 3,6 милиони работни места, најголемото годишно намалување од 1940 година. До декември 2009 година, САД загуби дополнителни 4,7 милиони работни места, а до крајот на 2010 година се обновени само околу 900.000 од нив.

Стапката на недоволната ангажираност на работници (ундеремпловмент рате) го претставува вкупниот број на невработени работници кои активно бараат работа и оние со парцијално работно време кои би сакале целосно работно време, како и тие кои сакаат работа, но се обесхрабрани да бараат. Оваа стапка се зголеми од 8,8% во декември 2007 година, до 13,7% во декември 2008 година достигнувајќи 17,4% во октомври 2009 година. Во ноември 2010 година оваа стапка изнесуваше 17%. Ова беше највисоко достигнато историско ниво и претставува дополнителен извор на податоци за разорноста на кризата врз пазарот на труд.

Просечната должина на невработеност во текот на последните 3 години постојано се зголемуваше и изнесуваше 9,4 недели во јуни 2008 година, 18,2 недели во јуни 2009 година и 25,5 недели во јуни 2010 година.

За време на кризата работните места се намалуваа во многу компании, низ најразлични сектори, но најмногу во градежништвото, недвижностите, финансиските услуги и автомобилската индустрија. Само како илустрација, невработеноста во градежништвото се зголеми од просек од 19,1% во 2009 година до просек од 20,6% во првите 11 месеци на 2010 година. Или ако го земеме финансискиот сектор којшто се карактеризираше со зголемување на бројот на вработени пред почетокот на кризата, во текот на 2007 година бројот на вработени се намали за 128.000, во 2008 година се намали за 273.000 и 310.000 во 2009 година.

Иако САД официјално беше излезена од рецесија од третиот квартал од 2009 година, стапката на невработеност во втората половина на 2009 година и во текот на 2010 година остана на значително високо ниво од околу 9%. Движењето на стапката на невработеност е разбирливо ако се има предвид дека се работи за економски индикатор кој заостанува зад движењето на економската активност, односно индикатор што не ја менува својата насока на движење сè додека не поминат неколку квартали по промената на фазата во којашто се наоѓа економијата.

Во текот на 2011 година, забавувањето на економската активност се одрази и на пазарот на труд, при што стапката на невработеност се движеше околу 9%. Од четвртиот квартал на годината, започна тренд на намалување на стапката на

⁸⁹Bernanke, B. (2010) "Rebalancing the global recovery" Speech at At the Sixth European Central Bank Central Banking Conference, Frankfurt, Germany

невработеност. Во текот на 2011 година, американската економија генерираше 1,6 милиони нови работни места, при што во декември 2011 година, стапката на невработеност изнесуваше 8,5%, а вкупниот број на невработени лица 13,1 милиони.

2.4.3.1.1. Долгорочна невработеност

Делот од невработените кој се однесува на долгорочно невработените односно оние кои се без работа најмалку 27 недели претставува показател за капацитетот на економијата да генерира работни места со цел да се вратат луѓето на работа. Рецесијата којашто започна во 2007 година, водеше до најголема стапка на невработеност во САД во речиси три декади, паралелно со рекордни стапки на долгорочна невработеност.

Скоро три години по почетокот на рецесијата, невработеноста останува висока, над нивото од 9% со околу 41,7% долгорочно невработени лица од вкупниот број невработените лица⁹⁰.

Графикон бр.49: Стапка на невработеност во САД и учество на долгорочна невработеност (1979 – 2010)



стапка на невработеност; —учество на долгорочната невработеност во вкупната невработеност; ■ периоди на рецесија
(Извор:Буреау оф Лабор Статистицес)

Од графиконот на којшто е прикажана стапката на невработеност и учеството на долгорочната невработеност во вкупната невработеност, може да се забележи следното:

Прво, со исклучок на последната рецесија, највисоката вредност на стапката на невработеност се намалуваше со секоја следна рецесија почнувајќи од онаа од 1980-тите години. Притоа, највисоко достигнатата вредност на стапката на

⁹⁰Sylvia, A. and Devon, L.(2010) “The composition of the unemployed and long-term unemployed in tough labor markets”, Monthly Labor Review, October 2010, US Bureau of Labor Statistics

невработеност бележеше намалување од 10,8% (1983 година), до 7,8% (1992 година) и 6,3% (2003 година). Меѓутоа, се забележува дека соодветните највисоки вредности на учеството на долгорочната невработеност во вкупната невработеност остана висока за време на претходните рецесии односно 26% (1983 година), 23,1% (1992 година) и 23,6% (2003 година). Релативно ниската стапка на невработеност во текот на рецесијата во 2001 година беше проследена со учество на долгорочната невработеност во вкупната невработеност од околу 20%, во период од 32 последователни месеци (октомври 2002-мај 2005).

Поинаков модел може да се забележи во почетокот на последната рецесија – кога и стапката на невработеност и учеството на долгорочната невработеност во вкупната невработеност се зголемија нагло и за подолг временски период.

Во септември 2010 година, стапката на невработеност беше 9,6% (незначително пониско од незината највисока вредност од 10,1 % во октомври 2009), а учеството на долгорочно невработените лица во вкупната невработеност само што се намали од нејзиниот врв од 46% (мај 2010 година). Притоа, стапката на невработеност се приближуваше до нејзиното највисоко историско ниво од 10,8% во 1983 година, а учеството на долгорочната невработеност во вкупната невработеност далеку го надмина претходно достигнатиот врв од 26%, достигнат во 1983 година.

На крајот од 2011 година, учеството на долгорочно невработените лица во вкупната невработеност изнесуваше 42,5%. Како што може да забележиме, овој показател е сè уште на високо ниво.

Долгорочната невработеност не само што наметнува екстремни проблеми на невработените и нивните семејства туку со поткопување на способноста на овие вработени, може да се претвори од она што може да биде привремена циклична невработеност во нескротлива долгорочна структурна невработеност. Покрај тоа, постојано висока невработеност преку нејзините негативни ефекти врз очекувањата и приходот на домаќинствата, може да претставува закана за силата и одржливоста на закрепнувањето на економијата.

2.4.4. Ефекти од кризата врз надворешниот сектор

2.4.4.1. Дефицит на тековна сметка и трговски биланс

Важен двигател на дефицитот на тековната сметка е бизнис циклусот. Кога земјата се наоѓа во период на економски бум, нејзините инвестиции растат побрзо отколку нејзиното штедење; суфицитот на тековната сметка се намалува (или дефицитот се зголемува). За време на рецесија, инвестициите обично се намалуваат побрзо отколку штедењето, па суфицитот на тековната сметка се зголемува (или дефицитот се намалува). Слично, агрегатната побарувачка (вклучувајќи ја и таа за увоз) се зголемува за време на економска експанзија и се намалува за време на рецесија⁹¹.

Во последните 30 години, дефицитот на тековната сметка на САД беше поголем кога економијата беше во подем, а стапката на невработеност ниска.

⁹¹Craig, E.K. (2010) “The US Trade deficit: Causes, consequences and policy options”, Congressional Research Center, CRS Report for Congress

Имено, кога економијата расте, инвестициите растат, штедењето се намалува, при што тековната сметка остварува дефицит и обратно. Во земјите коишто се потпираат на извоз, со цел да се придвижи нивниот раст, забрзувањето на растот може да биде поврзано со зголемување на суфицитот на тековна сметка.

Доколку пак го анализираме односот помеѓу стапката на невработеност и салдото на тековната сметка во САД ќе забележиме дека историски, помалиот дефицит на тековната сметка се совпаѓаше со повисока стапка на невработеност.

Двата економски индикатори беа водени од циклични економски фактори: во рецесија, состојбата на тековната сметка се подобруваше, а невработеноста беше висока; кога економијата беше во подем, состојбата на тековната сметка се влошуваше, а стапката на невработеност беше ниска.

Овој вообичаен модел важи и за сегашната рецесија во САД. Имено, дефицитот на тековната сметка се намали од 6,4% од БДП во третиот квартал на 2006 на 2,8% од БДП, во вториот квартал на 2009 година. Во истиот тој период невработеноста порасна од 4,6% до 9,3%.

Врската помеѓу невработеноста и состојбата на тековната сметка може да биде различна во земји коишто својот раст го потпираат повеќе на извоз. На пример, во Германија, стапката на невработеност падна од 11,7% во 2005 година до 9,0% во 2007 година, додека суфицитот порасна од 5,1% од БДП на 7,9% од БДП. Во Јапонија пак, стапката на невработеност се намалуваше од 2005 до 2007 година, со зголемување на суфицитот на тековната сметка.

За САД, големината на дефицитот на тековната сметка во голема мера е рефлексија на трговскиот дефицит. Имено, трговскиот дефицит на САД беше во постојан пораст од 1992 година до 2006 година. Во 2007 година, трговскиот дефицит се намали на 726,6 милијарди \$ од 803,5 милијарди \$, во 2006 година. Во 2008 и 2009 година, трговскиот дефицит, продолжи да се намалува достигнувајќи 680 милијарди \$ и 370 милијарди \$, соодветно. Ова намалување беше резултат на зголемениот извоз и постојаното слабеење на увозот. Депрецијацијата на доларот во периодот од 2002 до 2007 година, го направи извозот поатрактивен за странските купувачи и увозот помалку атрактивен за американските купувачи. Паралелно со тоа, од 2006-тата година, економскиот раст на САД забави во споредба со економскиот раст на неговите главни трговски партнери.

Како процент од БДП, трговскиот дефицит во 2009 година се намали на 2,7%, од рекордните 6,1% во 2006 година.

Графикон бр.50: Тековна сметка на САД (1985-2010)



(Извор: www.federalreserve.gov, Буреау оф Економиц Аналсис)

На графиконот бр. 50 е прикажана состојбата на тековната сметка на САД во периодот од 1987 година до 2010 година. Како што можеме да забележиме, САД остварува дефицит на тековната сметка во сите години од набљудуваниот период, освен во една, односно 1991 година кога оствари благ суфицит. Од 1991 година, дефицитот на тековната сметка е во постојан пораст (како % од БДП) достигнувајќи рекордни 6,1% во 2005 и 2006 година, со 40% од зголемувањето остварено во годините по 2001-та година.

Растот на суфицитот на Кина, како и суфицитите на другите азиски земји беа заслужни во голема мера за зголемување на дефицитот на САД од 2001 до 2005 година, а суфицитите на земјите извознички на нафта (вклучувајќи ја и Русија) одговорни за зголемувањето на дефицитот од 2005 до средината на 2008 година.

Во текот на 2008 и 2009 година, глобалната финансиска криза и рецесија го намали дефицитот на тековната сметка на САД – преку остро намалување на цените на нафтата и слабиот економски раст. Во текот на 2007 и 2008 година, и штедењето и инвестициите бележеа намалување, но во ослабената економија, стапката на инвестиции се намали повеќе предизвикувајќи стеснување на дефицитот. Како резултат на рецесијата и финансиската криза, домашното штедење беше на повисоко ниво, домашните приватни инвестиции беа пониски, па потребата за позајмување од странство се смали.

Дефицитот на тековната сметка на САД, започна да се намалува во периодот од 2007 до 2009 година, па во 2009 година изнесуваше 370 милијарди \$, што претставува 2,7% од БДП (ср. уште на повисоко ниво од она остварено во годините пред 2000-тата година). Во текот на 2010 година дојде до зголемување на дефицитот на тековната сметка на САД, односно изнесуваше 470 милијарди \$, што претставува 3,2% од БДП.

2.4.4.2. Девизен курс

Девизниот курс ја претставува вредноста на една во однос на друга валута. Постојат најразлични фактори поделени во неколку групи што влијаат на девизниот курс, на краток и на долг рок.

Тоа се состојбите во глобалната економија, шоковите на понудата и побарувачката, фазата на деловниот циклус на економијата, макроекономската политика на државата - фискалната, монетарната и даночната политика, каматните стапки, искористеноста на капацитетите, продуктивноста, инвестициите и штедењето, развисноста на финансискиот систем и институции, сентиментот макроекономските индикатори - бруто домашниот производ, инфлацијата, трговскиот дефицит и состојбата на тековната сметка, невработеноста и сл.

Во продолжение ќе бидат наведени факторите коишто ја условуваа волатилноста на доларот од почетокот на глобалната финансиска криза, па до крајот на 2010 година.

Вредноста на доларот значително флукутираше од почетокот на глобалната финансиска криза како резултат на низа фактори. Значителен дел од овие флукутации ги одразуваа промените на инвеститорите кон аверзијата на ризик, односно доларот апрецира кога инвеститорите имаат висока аверзија кон ризик и обратно. Улогата на доларот како „сигурна валута” (*safe haven*) во периоди на

притисоци на пазарот води потекло од силата и стабилноста што ја покажуваше американската економија во текот на годините⁹².

Графикон бр.51: Движење на вредноста на доларот во однос на еврото, (2007-2011)



(Извор: Европска Централна Банка - ЕЦБ)

Од јуни 2007 година до јули 2008 година, вредноста на американскиот долар беше во континуиран пад. Причина за тоа е почетокот на кризата во средината на 2007 година којашто се продлабочуваше во понатамошниот период. Кризата донесе многу ликвидносни проблеми со коишто се соочуваше финансискиот пазар, а коишто полека се прелеваа и во реалниот сектор. Како одговор на тоа, а со цел да се спаси економијата, од септември 2007 до април 2008 година, Федералните резерви на САД (ФЕД) ја намалија референтната стапка за 325 базични поени (од 5,25% на 2%) што дополнително придонесе за ослабување на доларот. Уште една причина повеќе за ослабувањето на доларот е тоа што прелевањето на кризата во европските и азиските земји се случи многу подоцна, односно кон средината на 2008 година што влијаеше на цврстината на нивните валути до тој период.

По подолг период на континуирана слабост, во почетокот на мај 2008 година, американскиот долар забележа пораст од 2,2% во однос на еврото и другите светски валути. Порастот беше резултат на донекаде вратената доверба на инвеститорите во финансискиот систем на САД и прелевање на кризата во европските и азиските земји (што придонесе за ослабување на нивните валути). Причина повеќе за порастот беа очекувањата на инвеститорите кои сметаа дека ФЕД во блиска иднина нема дополнително да ја намалува референтната стапка.

Но и покрај тоа што ФЕД не ја намали дополнително референтната стапка, вредноста на американскиот долар повторно се намали во почетокот на јуни 2008. Причина за тоа беа лошите макроекономски индикатори (високата инфлација, намалената потрошувачка, големиот трговски дефицит). Во месец јуни 2008 година,

⁹²Bernanke, B. (2010) "Rebalancing the global recovery" Speech at At the Sixth European Central Bank Central Banking Conference, Frankfurt, Germany

вредноста на сите валути значително се промени како резултат на монетарниот одговор на високиот раст на цените на храната и нафтата.

Реалниот сектор на економијата и вредноста на светските берзански индекси драстично опаднаа. На 15 јули 2008 година, доларот ја достигна својата најниска вредност во однос на еврото од почетокот на светската финансиска криза ($EUR1=1,598\$$) што претставуваше воедно и најниска вредност од 2000-тата година. Високата инфлација, намалената потрошувачка, растот на невработеноста и рекордно високата цена на нафтата (11 јули – 147\$ за барел), се само дел од причините коишто го предизвикаа таквиот пад.

Обратнопропорционалниот однос помеѓу цената на нафтата и вредноста на американскиот долар може да се објасни со фактот дека цената на нафтата е деноминирана во УСД. Имено, намалената вредност на доларот, производителите на нафта ја компензираат со зголемена цена на нафтата, односно зголемената цена на нафтата, потрошувачите преку трговците со девизи ја компензираат со намалена вредност на доларот. Производителите на нафта со тоа го штитат реалниот приход, а потрошувачите реалниот трошок. САД и другите светски економски сили, поради стравот од преголемиот раст на цената на нафтата, создадоа огромни резерви, што во подоцнежниот период доведе до огромен пад на нејзината цена (декември 2008 – 40\$ за барел – пад од 72,8%).

Во втората половина од 2008 година се продлабочи кризата во земјите членки на Европската Унија и Велика Британија. Тоа ја разниша довербата во вредноста на еврото и англиската фунта. Како резултат на тоа, вредноста на американскиот долар и јапонскиот јен рапидно се зголемија во однос на еврото и фунтата (8 септември – $EUR1 = 1,421\$$).

Во месец октомври 2008 година, кога вредноста на светските берзански индекси бележеше нагло опаѓање, сведоци бевме на голема волатилност на сите валути. Некои берзи (како на пр. руската, бразилската) беа времено затворани, а банкротот и намалувањето на вредноста на финансиските институции и понатаму продолжи. ФЕД и останатите светски централни банки инјектираа големи парични износи во финансискиот систем со цел да се зголеми веќе оскудната ликвидност и економска активност.

Со објавувањето на пакет-мерките за надминување на кризата од страна на светските економски сили, вредноста на светските берзански индекси започна да се стабилизира, а вредноста на американскиот долар продолжи да расте во однос на еврото. Американскиот долар се профилираше во „сигурна валута” (safe haven), поради што ја зголеми својата вредност во однос на речиси сите светски валути освен јапонскиот јен. На 27 октомври 2008 година, американскиот долар достигна вредност од $EUR1=1,2462\$$, што е највисоката вредност на доларот во однос на еврото од почетокот на кризата, па и во текот на 2008 и 2009 година.

Вредноста на американскиот долар кон крајот на октомври 2008 година благо се намали во однос на еврото. Изборот на нов Претседател на САД во ноември 2008 година, не беше доволен стимул за економијата односно реалниот и финансискиот сектор дополнително изгубија од својата вредност.

Кон крајот на 2008 година, САД се наоѓаше во длабока економска криза и за првпат јавно објави дека е во рецесија. Стапката на невработеност во САД во ноември се искачи на 6,7%. Намалувањето на потрошувачката ги надмина

очекувањата на аналитичарите. Како резултат на влошената состојба во економијата, на 16 декември ФЕД ја намалува дополнително референтната стапка којашто во текот на октомври ја намали за 100 базични поени од 2% на 1%, на флукутирачка од 0%-0,25% (рекордно во историјата на ФЕД). Сè ова доведе до повторна депрецијација на доларот во однос на еврото (18 декември, ЕУР1 = 1,4616\$).

Во првиот квартал од 2009 година, Светската економска криза се продлабочува предизвикувајќи уште поголемо намалување на вредностите во реалниот и финансискиот сектор. Во САД, Европа, Кина, Русија и Индија се врши незапомнет степен на државна интервенција со цел да се охрабри економскиот раст вклучувајќи огромна финансиска помош за банките и другите финансиски институции. По декемврискиот пад, доларот бележи континуиран раст во однос на еврото сè до почетокот на март 2009 година (2 март, ЕУР1=1,2596\$). Причина за тоа беше агресивното намалување на каматните стапки од страна на Европската централна банка.

Во текот на месец април 2009 година, вредноста на доларот се стабилизира во распон од 1,32 до 1,35. На тоа влијаеше паралелниот раст на берзите во САД и Европа и Самитот на 20-те најразвиени земји во светот којшто се одржа на 2 април 2009 год во Лондон каде што земјите учеснички постигнаа договор вреден 1,1 трилион \$ - средства наменети за закрепнување и стабилизација на светската економија.

Од април 2009 до почетокот на декември 2009, доларот е во континуиран пад којшто се должи на следните фактори: зголемување на цената на нафтата; берзанската активност и апетитот на инвеститорите за ризик којшто продолжи да биде главна движечка сила во однос на девизните курсеви и како резултат на тоа, вредноста на доларот остана волатилна во однос на другите главни валути. И покрај заздравувањето на американската економија, доларот бележеше пад во овој период, како резултат на тоа што инвеститорите покажуваа преференција за вложување во поризичини средства наместо во традиционалната „сигурна валута“ (*safe heaven*), што придонесе за намалување на побарувачката за долари, а со тоа и за намалување на неговата вредност. Улогата на доларот како сигурна валута се поткопува со стабилизирањето на економијата односно статусот на доларот како сигурна валута е клучно за силата на доларот за време на финансиска криза.

Вредноста на доларот (којашто бележеше намалување) беше под влијание на ултраниските каматни стапки во САД и политиката за квантитативно олеснување што ја водеше ФЕД. Во март 2009 година, ФЕД објави дека како дополнување на купувањата на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, планира да купи 300 милијарди \$ државни хартии од вредност. Ова е првпат од 1960 година, Централната банка да купува државни хартии од вредност и претставува голема експанзија на операциите на отворен пазар.

Дополнително, Европската централна банка, во текот на месец јуни 2009 година одлучи дека референтната каматна стапка ќе ја остави на 1%, што иако ниска, сепак беше на повисоко ниво од онаа на ФЕД (флукутирачка 0%-0,25%). Ова значеше дека приносите на евро деноминирани средства остануваат поатрактивни отколку оние деноминирани во долари.

Вредноста на американскиот долар од крајот на 2009 година до јуни 2010 година растеше, при што на 8 јуни ја достигна неговата највисока вредност во однос на еврото односно ЕУР1=1,1942\$ што претставуваше воедно и нависока вредност од почетокот на кризата, па сè до моментот на пишувањето на овој труд. Доларот растеше во однос на сите главни валути (*EUR, GBP, AUD, CHF, CAD*), со исклучок на јапонскиот јен којашто беше единствена валута што апрецираше во однос на доларот. Доларот закрепна во овој период како резултат на подобри, отколку очекувани податоци за американската економија. Податоците ги зголемија шпекулациите на пазарите со валути дека ФЕД може наскоро да прекине со спроведување на досегашната лабава монетарна политика порано од очекувањата.

Истовремено доларот бенефицираше, и од продлабочувањето на загриженоста од екстремно високите буџетски дефицити во земјите членки на еврозоната, посебно во Грција. Покрај тоа, во исто време постоеше и загриженост за стабилноста и одржливоста на глобалното економско закрепнување коешто водеше до зголемување на аверзијата кон ризик и вложување во традиционалната „сигурна валута“ (*safe heaven*). Ова се рефлектираше и во намалувањето на цените на нафтата, што придонесуваше за зголемување на вредноста на доларот.

Во втората половина на 2010 година доларот е поволатилен во однос на другите валути, како резултат на различните фактори коишто преовладуваат во одреден период. Имено, во периодот од јуни до август 2010 година, вредноста на доларот падна во однос на другите главни валути, со значаен раст на еврото во однос на доларот. Тоа беше резултат на повеќе економски индикатори за САД коишто во овој период покажуваа послаби изгледи за пораст на американската економија во втората половина од 2010 година и можноста за дополнителни стимули за економијата. Од друга страна, Европската централна банка беше пооптимистичка економската перспектива на еврозоната. На тој начин имаше помала потреба за вложување во “safe heaven” долари.

По остриот пад во текот на месец јули 2010 година, во август 2010 година, доларот повторно почна да расте. Пресвртот во голема мера беше „потег кон сигурна валута“ како резултат на загриженоста за повторување на рецесијата во развиените земји, како и повторно излезените на површина проблеми со високите буџетски дефицит и јавен долг на земјите членки на еврозоната.

Во текот на септември и октомври 2010 година, доларот бележеше пад како резултат на шпекулациите на пазарот за дополнителни мерки на квантитативно олеснување од страна на ФЕД. Имено ФЕД најави дека планира да купи дополнителни 600 милијарди долгорочни државни хартии од вредност до крајот на вториот квартал на 2011 година (75 милијарди \$ месечно). Понатамошното квантитативно олеснување е во негативна корелација со вредноста на доларот и како резултат на тоа на 4 ноември достигна вредност од ЕУР1=1,4244 \$ што претставуваше најниска вредност од февруари 2010 година.

Во последните месеци од 2010 година, вредноста на доларот беше поддржана како резултат на обновениот фокус на европската должничка криза. Иако доларот бележеше раст во однос на еврото, сепак, остана под притисок во однос на јапонскиот јен, како и AUD и CAD.

Во првата половина од 2011 година, иако волатилен, доларот бележеше пад во однос на еврото. Најниската вредност во текот на 2011 година, беше достигната

во месец мај кога ЕУР1=1,4882\$. Во првата половина од годината, врз вредноста на доларот влијаеја следните фактори: неповолната ситуација на пазарот на труд – иако стапката на невработеност во март 2011 година се намали и изнесуваше 8,8%, во текот на месец јуни се врати на ниво од 9,2%; продлабочувањето на трговскиот дефицит на САД, зголемување на американскиот долг односно бруто-долгот во однос на БДП изнесува 100%; високата цена на нафтата; најавите од страна на ФЕД за понатамошното водење на лабава монетарна политика и дополнителните мерки на квантитативно олеснување односно купување на државни хартии од вредност кон крајот на јуни 2011 година; инфлаторните притисоци и забавувањето на економската активност на САД како резултат на намалувањето на домашната побарувачка.

Втората половина на 2011 година, иако доларот повторно волатилен, се карактеризираше со зголемување на вредноста на доларот во однос на еврото. На крајот на 2011 година, ЕУР1=1,2939\$. Главно ова зголемување произлегуваше од обновениот „лет кон квалитет“ односно перципирање на доларот како „сигурна валута“ во услови на зголемени ризици коишто произлегуваа од должничката криза во Европа и разликувањето на вредноста на еврото. Тоа беше и причината за постоењето на инверзна релација помеѓу економската состојба во САД и движењето на вредноста на доларот. Имено, САД продолжи со забавена стапка на економско закрепнување од глобалната финансиска криза 2008/2009. Растот на економската активност во првите три квартали на 2011 година изнесуваше 1,4%. Невработеноста остана на високо ниво од над 9% сè до месец ноември кога се намали на 8,6% односно декември, кога изнесуваше 8,5%. Дефицитот на тековната сметка бележеше зголемување, прогнозите за јавниот долг изнесуваа 101% во однос на БДП, во споредба со прогнозите за јавниот долг на еврозоната – 88% од БДП, ФЕД најавуваше спроведување дополнителни монетарни мерки/стимули за поддршка на економијата.

Движењето на вредноста на доларот во идниот период во голема мера ќе зависи од остварувањата на американската економија, како и развојот на настаните поврзани со европската должничка криза.

2.4.5. Ефекти од кризата врз фискалниот сектор

2.4.5.1. Ефекти од кризата врз буџетскиот дефицит

Одговорот на федералната влада на финансиската криза и рецесијата што потоа следувае, вклучи едни од најагресивните фискални и монетарни политики во историјата. Фискалните иницијативи на владата започнаа веднаш по почетокот на рецесијата. Имено, Законот за стимулирање на економијата (*Економиц Сџимулус Аџи*) од 2008 година, обезбедувае приближно 170 милијарди \$ даночни намалувања за домаќинствата и даночни олеснувања за фирмите; во октомври 2008 година во екот на кризата, беше донесена 700 милијарди \$ вредна *TARP* програма; на почетокот на 2009 година, беше донесен Законот за американско закрепнување и реинвестирање (*Америцан Рецоверс анд Реинвџтмент Аџи*) со цел да ја стимулира ослабената економија што чинеше дополнителни 787 милијарди \$ во даночни намалувања и државни трошења.

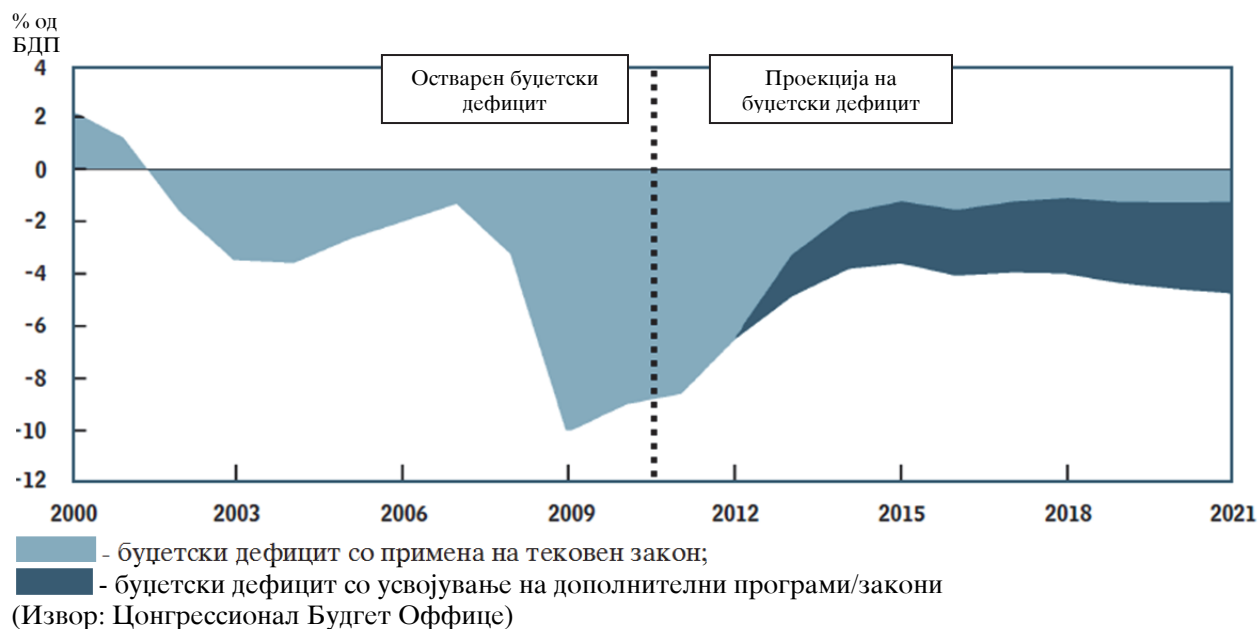
Почнувајќи со намалување на каматните стапки во средината на 2007 година, преку имплементација на *ТАЛФ* на почетокот на 2009 година, ФЕД обезбеди поддршка за економијата во текот на кризата. Како дополнување на итните кредитни програми во текот на финансиската криза, ФЕД од септември 2008 до октомври 2010 година, преку „квантитативно олеснување“ што значеше купување финансиски средства – хартии од вредност издадени врз основа на хипотека и државни хартии од вредност, во економијата внесе дополнително 1,7 трилиони \$. Со цел да се одржат долгорочните и краткорочните каматни стапки на ниско ниво, во ноември 2010 година беше најавен уште еден пакет на „квантитативно олеснување“ вреден 600 милијарди \$⁹³.

Во октомври 2010 година, министерството за финансии објави дека *ТАРП* програмата ќе чини многу помалку од 700 милијарди \$ бидејќи банките започнаа да ги отплаќаат своите долгови во текот на 2009 година. Всушност Министерството за финансии најави дека *ТАРП* програмата ќе чини околу 29 милијарди \$, најмногу како резултат на спасувањето на автомобилските компании *Генерал Мојџорс* и *Цхрслер*, а согласно последните проценки од *Конгресионал Будџет Оффице (ЦБО)* би чинела околу 25 милијарди \$. Согласно проекциите на *Конгресионал Будџет Оффице (ЦБО)*, економскиот трошок од пропаѓањето на државно гарантираните претпријатија *Фанни Мае* и *Фредди Мац* вклучувајќи го финансискиот трошок на владина поддршка и реалните доларски издатоци би можеле да достигнат 389 милијарди \$ до 2019 година.

Најголем дел од зголемувањето на буџетскиот дефицит во последните години е директен резултат од рецесијата којашто остави милиони работници без работни места и ги намали даночните приходи. Имено проектираното зголемување од околу 900 милијарди \$ од почетокот на кризата, па до крајот на 2010 година се должи 75% како резултат на рецесијата и кризата на пазарот на труд, што придонесе за намалување на приходот од данок на доход и водеше до зголемени трошоци за осигурување при невработеност, инфраструктурни проекти наменети за зголемување на вработеноста и градење на темели за траен раст во иднина. Со губењето на работни места, луѓето го губеа и здравственото осигурување, па само во 2009 година, 3,8 милиони американци влегоа во *Медицаид* програмата.

⁹³US Government Printing Office, (2011) “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States”, Government publications, US Government Printing Office

Графикон бр.52: Буџетски дефицит/суфицит во САД (2000-2021), остварен и проекција



Генерално, како резултат на зголемената буџетска потрошувачка и намалените буџетски приходи, буџетскиот дефицит порасна од 459 милијарди \$ во 2008 година, до 1,4 трилиони \$ во 2009 година, односно 1,3 трилиони во 2010 година или мерено како учество во БДП, 10% за 2009 и 8,9% за 2010 година.

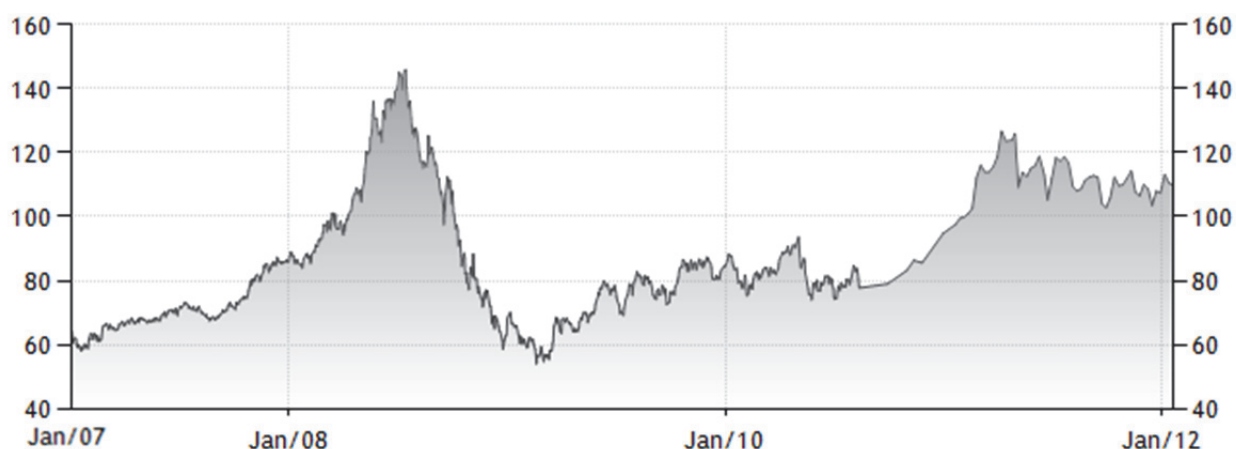
Согласно последните проценки на *Конгресионал Будџет Оффице (ЦБО)*, буџетскиот дефицит за 2011 година е проектиран на 1,3 трилиони \$ односно 8,5% од БДП. Овој дефицит би бил трет по големина во последните 65 години, надминат само од буџетските дефицити во 2009 и 2010 година. Големината на буџетскиот дефицит од 2011 година во голема мера се должи на глобалната финансиска криза и неодамнешната рецесија која што ја зафати американската економија.

Економското здравување на американската економија се одвива бавно и можеме да заклучиме дека САД сè уште се наоѓа во сериозна криза. Во моментот САД се соочува со големи економски предизвици и предизвици поврзани со буџетскиот дефицит. Согласно последните проекции на СВО, буџетскиот дефицит ќе се намали значително во следните неколку години: 6,2% од БДП во 2012 година, 3,2% од БДП во 2013 година и во просек 1,2% од БДП за период од 2014 – 2021 година. Овие проекции за намалување на буџетскиот дефицит ги земаат предвид ефектите од мерките за намалување на буџетскиот дефицит коишто се инкорпорирани во Законот за контрола на буџетот од 2011 година (*Будџет Контирол Акт од 2011*), како и зголемувањето на буџетските приходи по престанувањето на важноста на Програмите и одредбите од законите што беа донесени за поддршка на вработувањето, финансискиот сектор и економијата на САД (како на пример: *Тај Релиеф, Унемџосмент Инсуранс Реауторизацион, анд Јоб Креативност Акт* и др).

2.4.6. Движењето на цената на нафтата и автомобилската индустрија во САД

Пазарите за нафта беа меѓу најпогодените од брзото намалување во глобалната активност од септември 2008 година. Цената на нафтата нормално се стабилизираше на ниво од 40-50\$ за барел, но по достигнувањето на врвот од 11 јули 2008 година кога цената по барел достигна 145\$ за барел, цената на нафтата се намали на 38\$ до крајот на декември 2008 година. Пониските цени на нафтата во 2008 година се совпаднаа со пресвртот во глобалната побарувачка за нафта, додека поголемото производство и намалената побарувачка предизвика цените на нафтата постепено да растат во 2009 година⁹⁴.

Графикон бр.53: Движење на цената на нафтата, (2007-2011)



(Извор: www.tradingeconomics.com)

Галопирачкиот раст на цената на нафтата (како резултат на геополитичките тензии; слабеењето на доларот, нуклеарните ракетни тестови спроведени од страна на Иран; штрајкот на вработените во нафтената индустрија во Бразил; намалувањето на резервите на енергентите во САД како и на цврстиот став на ОПЕК за непроменетост на дневните производни квоти) траеше сè до втората половина на јули 2008 година.

По историски највисокото ниво во јули од 145\$ за барел, цената на нафтата започна да се намалува. Намалувањето на цената беше предизвикано првенствено од намалената побарувачка за нафтени деривати во САД, како последица на намалената економска активност на стопанските субјекти и апрецијацијата (јакнењето) на доларот. Цената на нафтата продолжи да се намалува во месец август на 120\$, за барел за да во месец септември 2008 година падне под 100\$, за барел.

Цената на суровата нафта на светските берзи продолжи со пад и во последниот квартал од 2008 година, при што во текот на месец декември 2008 се намали и под 40\$ за барел, како резултат на намалениот светски економски раст и

⁹⁴ IMF (2009), World Economic Outlook, "Sustaining the Recovery", World Economic and Financial Surveys

објавите од страна на Американската управа за енергија за постојан пораст на залихите на сурова нафта во САД.

По постојаниот пад од средината на јули 2008 година, цената на суровата нафта на светските берзи во јануари 2009 година оствари умерено зголемување, така што просечната цена на нафтата изнесуваше 44,86 \$ за барел. Ваквото движење на цената на нафтата од почетокот на јануари се должеше на тензиите на Блискиот Исток, рестриktivната понуда поради спроведувањето на одлуката на ОПЕК за намалување на дневното производство на нафта, како и нарушувањето во снабдувањето со гас во Европа по спорот меѓу Русија и Украина.

По умереното намалување на цената на нафтата на светските берзи во февруари 2009 година (43,24 \$ за барел) поради намалената побарувачка за нафта, објавените податоци за намалена економската активност во Јапонија во четвртиот квартал, како и податоците за падот на индустриското производство и станбената изградба во САД (во јануари 2009 година), во април и мај 2009 година, цената на нафтата се одликуваше со тренд на пораст, при што во мај достигна цена од 57,9 \$ за барел. Главната причина за порастот во текот на овие месеци беше постепеното враќање на довербата на инвеститорите, заради впечатоците дека светската криза ја губи силата. Настаните коишто одеа во прилог на порастот на цената на нафтата беа растот на цените на акциите на светските берзи, депрецијацијата на доларот во однос на останатите глобални валути, подобрената состојба на пазарот на недвижности во САД, понискиот пад на индустриското производство во САД од очекуваниот и растот на индустриското производство во Кина.

Вратениот оптимизам и верба за побрзо закрепнување на глобалната економија влијаеше на порастот на цената на нафтата во текот на летните месеци од 2009 година, при што цената во август 2009 година достигна 72,5\$ за барел. Останатите настани кои влијааа на нагорниот тренд на цената на нафтата беа подобрената состојба на пазарот на недвижности во САД, подобрите финансиски резултати на компаниите од очекуваното, скокот на цените на светските берзи, слабеењето на доларот, објавените податоци за пад на невработеноста во САД во јули, пораст на производството во преработувачката индустрија во САД, Кина и Обединетото Кралство, намалените залихи на нафта, зголемената изградба и продажба на станови за месец јули во САД, како и податоците за намалени залихи на нафта.

По месечниот пад во септември 2009, нагорниот тренд на цената на нафтата на светските берзи продолжи и во ноември 2009 година достигнувајќи го највисокото ниво во последните тринаесет месеци од 77,0 \$ за барел како резултат на постојаното слабеење на вредноста на американскиот долар, на ревидираните проекции на ОПЕК за поголема глобална побарувачка на нафта за следната 2010 година, подобрените берзански резултати, како и објавените податоци за помал раст на залихите на нафта во САД од очекуваниот.

Растечкиот тренд на цената на нафтата што беше започнат од средината на 2009 година, продолжи и во текот на првиот квартал од 2010 година. Така, просечната цена во април 2010 година го надмина нивото од 85 \$ за барел како резултат на зголеменото индустриско производство во САД, Европа и Кина, како и на поволните движења на американскиот пазар на труд.

Падот на цената на нафтата, започнат од крајот на април 2010 година, се задржа во текот на мај кога просечната цена на нафтата изнесуваше 76,3\$ за барел. Трендот на намалувањето беше подржан од депрецијацијата на еврото во однос на американскиот долар, како резултат на високите буџетски дефицити на земјите од еврозоната, очекувања за помала побарувачка за нафта поврзано со можното забавување на кинеската економија и падот на цените на пазарите на капитал. Од тој момент цената на нафтата е во постојан пораст со што 2010-тата година ја заврши со цена од околу 90\$ за барел. Со тоа просечната цена на нафтата за целата 2010 година изнесува 79,5\$ за барел.

Во текот на првиот квартал на 2011 година, цената на нафтата растеше при што во текот на месец април достигна вредност од 123\$ за барел. Порастот на цената на нафтата во овој период се должеше на: изјавите на министрите за нафта на ОПЕК за нагорно ревидирање на проекциите за глобалната потрошувачка на нафта за 2011 година, при истовремени најави дека нафтениот картел нема да го зголеми производството и покрај високите цени на нафтата; пазарниот оптимизам по обраќањето на американскиот претседател во коешто тој изложи план за отворање нови работни места и најави намалување на даночните стапки за корпоративниот сектор; слабеењето на американскиот долар; објавата на Американската агенција за енергетика за пад на залихите на сурова нафта во САД наспроти очекувањата за нивен пораст. Деветмесечниот тренд на пораст на нафтата беше прекинат во текот на месец мај 2011 година сведувајќи се на ниво од 114,5 \$ за барел. По намалувањето на цената на нафтата во мај и јуни, во текот на месец јули 2011 година, повторно почна да расте и во просек изнесуваше 116,5 \$ за барел. На намалувањето на цената на нафтата влијаеше и загриженоста на инвеститорите во врска со европската должничка криза, како резултат на што доларот зајакна на сметка на намалувањето на вредноста на еврото. До крајот на 2011 година, цената на нафтата се движеше во ранг од 102 \$ за барел до 115 \$ за барел.

Многу поврзани инвеститори и компании беа погодени од движењето на цената на нафтата. На пример, автомобилскиот сектор, големата тројка автомобилски компании *Генерал Мојџорс (ГМ)*, *Џхрслер* и *Форд* ги остваруваа најниските продажби во споредба со претходната декада како резултат на намалената побарувачка. Во 1960 година, големата тројка продаде 90% од вкупниот број продадени возила во САД, а во 2008 година тие продадоа само 47%⁹⁵.

Продажбата на *Генерал Мојџорс* се намали за 41%, на *Форд* за 30% и на *Џхрслер* за 47%. Погодени беа и странските автомобилски компании, што може да се забележи преку продажбите на *Tosota Мојџор Цорџ.с Униџед Сџаџес* коишто се намалија за 34%, на *Хонда Мојџор Цо* за 31%⁹⁶. Нивните продажби беа погодени од зголемените цени на нафтата, особено кога цената на нафтата се зголеми повеќе од трипати помеѓу јануари 2004 и март 2008 година.

⁹⁵US Government Printing Office, (2011) “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States”, Government publications, US Government Printing Office

⁹⁶Stoll, J.D., Matthew, D., McCracken, J. and Mitchell, J. (2008) “Big Three Seek \$34 Billion Aid: GM, Chrysler Warn of Collapse This Month as Lawmakers Explore Bankruptcy.” The Wall Street Journal. (3 December). Internet. Available from <http://online.wsj.com/article/SB122823078705672467.html>; accessed 30 January 2010

Во текот на 2007 година, просечната цена на нафтата порасна за 10% а во текот на првите четири месеци од 2008 година се зголеми за 50%. Тоа предизвика намалување на потрошувачката на автомобили и поврзани услуги бидејќи варијабилните трошоци за нафта стануваа сè потешко достапни. Како и да е, големата тројка беше подржана од Законот за итна економска стабилизација (Емергенц Економиц Стабилизатион Акт) од 2008 година. Кредитите кон автомобилските компании изнесуваа 18,4 милијарди \$⁹⁷.

*

*

*

Заклучно со 2011 година, САД сè уште се наоѓа во економска криза предизвикана од финансиската криза, којашто првично се манифестираше во август 2007 година. Основните карактеристики на финансиската криза беа финансиски шок во септември 2008 година, придружен со финансиска паника. Финансискиот шок и паника предизвикаа остра контракција во кредитирањето и вработувањето почнувајќи од четвртиот квартал на 2008 година. Макроекономската историја на САД од почетокот на кризата до крајот на 2011 година можеме да ја поделиме на пет фази: 1.) серија на шокови започнувајќи од август 2007 година, проследени со забавување на економската активност и проблеми со ликвидноста на финансиските компании; 2.) остар финансиски шок во септември 2008 година (при што голем број финансиски институции пропаднаа, беа блиску до пропаѓање или беа преземени); предизвикувајќи 3.) финансиска паника и почеток на контракција во реалната економија во последните месеци од 2008 година; проследени со 4.) крај на финансискиот шок и паника; по кој следувахе период на 5.) континуирана и длабока контракција во реалната економија и почеток на финансиското опоравување и период на санација;

Можеме да кажеме дека САД се наоѓа сè уште во последната фаза, при што финансискиот систем сè уште се опоравува и се реструктурира, а економијата се бори да се врати на ниво на задржлив економски раст.

⁹⁷УС Говернмент Принтинг Оффице, (2011) “Тхе Финанциал Црисис Инлџуирс Репорт: Финал Репорт оф тхе Натионал Цоммисион он тхе Цаусес оф тхе Финанциал анд Ецономиц Црисис ин тхе Унитед Статес”, Говернмент публикационс, УС Говернмент Принтинг Оффице

ГЛАВА III

ВОВЕД

Во оваа глава ќе биде направен осврт на финансиската криза во Европа при што акцент ќе биде ставен на прелевањето на кризата во Европа, ефектите од кризата врз земјите членки на еврозоната, должничката криза во рамките на еврозоната и финансиската криза во Исланд.

Во делот за прелевањето на кризата во Европа, акцент ќе биде ставен на меурот на пазарот на недвижности во Европа и ширењето на финансискиот шок, при што ќе бидат разгледани достапноста на финансиските средства на меѓубанкарскиот пазар, недостигот од доларско финансирање и пазарот на валутни свопови. Во овој дел ќе биде анализиран и *ЛИБОР-ОИС* како добар индикатор за кредитниот и ликвидносниот ризик на меѓубанкарскиот пазар.

Во рамки на ефектите од кризата врз земјите членки на еврозоната, акцент ќе биде ставен на ефектите што глобалната финансиска криза ги имаше врз реалниот сектор, социјалниот сектор, надворешниот и фискалниот сектор. Притоа ќе биде направена анализа на повеќе макроекономски индикатори во еврозоната: бруто домашен производ, инфлација, стапка на невработеност, дефицит на тековна сметка и трговски биланс, девизен курс, буџетски дефицит и јавен долг.

Во делот за должничката криза во рамките на еврозоната, ќе биде даден детален приказ на причините за појава и почеток на должничката криза во рамките на еврозоната. Притоа ќе биде направена анализа на движењето на каматните распони помеѓу државните обврзници во земјите членки на еврозоната и пазарот на кредитни дефолт свопови.

Во рамки на делот за должничката криза во Грција, ќе биде направен осврт на причините за почетокот на должничката криза во Грција со анализа на домашните и меѓународни фактори. Во овој дел ќе се разгледува и почетокот на кризата, како и домашните и меѓународните мерки преземени за справување со кризата во Грција.

Исланд како една од најголемите жртви на финансиската криза ќе се разгледува во последниот дел од оваа глава. Притоа ќе биде направен осврт на Исланд пред почетокот на кризата со анализа на економската состојба, банкарскиот сектор, задолжувањето на компаниите и домаќинствата и финансискиот пазар. Понатаму во овој дел ќе се анализираат причините и потеклото на кризата во Исланд преку колапсот на банкарскиот систем, финансискиот пазар и економската активност на оваа земја.

3. ФИНАНСИСКАТА КРИЗА ВО ЕВРОПА

3.1. Прелевање на кризата во Европа

По колапсот на *Лехман Бројџерс*, беа испратени испрати далекосежни шокровни бранови низ глобалната економија, делумно поради нејзиното ненадејно влијание во време кога голем број на економисти предвидуваа дека на пазарот е постигната долгорочна стабилност. На почетокот на 2009 година стана јасно дека оваа криза не претставува само американска грижа туку мултинационална рецесија којашто влијае на глобално ниво.

Некои економисти ги истакнуваат зголемената интернационализација и мобилноста на капиталот како фактори коишто придонесуваа за брзото географско ширење на кризата.

Многу од факторите што доведоа до финансиска криза во САД, создадоа слична криза и во Европа⁹⁸. Во суштина ниските каматни стапки и експанзијата на финансиските и инвестициони можности се појавија како резултат на агресивната кредитна експанзија, комплексноста на секјуритизацијата на хипотекарни кредити и олабавувањето на стандардите за запишување на хартии од вредност, во комбинација со поврзаноста на финансиските пазари со цел да се поттикне поголема експанзија на кредитниот и економскиот раст. Оваа брза стапка на раст ги поттикна цените на акциите, стоките и недвижниот имот. Со текот на времето, комбинацијата од повисоки цени на стоките и зголемувањето на трошоците за домување, ги намали потрошувачките буџети и потрошувачите започнаа да ги намалуваат нивните трошоци.

Една последица од намалувањето на потрошувачката беше забавување на економската активност и на крај намалување на цените на недвижностите. Како резултат на намалувањето на цените на недвижностите дојде до намалување на рејтинзите на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека и пропаѓање на голем број финансиски институции со изложеност кон овие хартии од вредност. Загриженоста во врска со преоценувањето на ризикот на пазарот на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека коешто се случуваше, се прошири на другите финансиски пазари вклучувајќи ги и оние за структурираните хартии од вредност, како и меѓубанкарскиот пазар на пари. Премијата за ризик на меѓубанкарските кредити се зголеми и банките се соочија со сериозни ликвидносни проблеми, како резултат на нивните потешкотии да го обноват повторно нивното краткорочно задолжување.

Во таа фаза, кризата сè уште се перципираше првенствено како ликвидносен проблем. Загриженоста за солвентноста на финансиските институции исто така се зголеми, но системскиот колапс се проценуваше дека е малку веројатен. Воедно, се сметаше дека Европската економија за разлика од економијата на САД, ќе биде во голема мера имуна на финансиските турбуленции. Ова верување беше резултат на перцепциите дека реалната економија, иако

⁹⁸Европеан Комисион (2009), “Економија Црисис ин Еуропа:Цаусес, Консељуенцесанд Респонсес”, Економија публикационс, Европеан Економс, 7, Септембер 2009, Брусселс

забавена, имаше цврсти основи како брз раст на извозот и добра финансиска позиција на домаќинствата и бизнисите.

Но, перцепциите значително се сменија во септември 2008 година, како резултат на спасувањето на *Фанниџ Маџ* и *Фреддс Маџ*, банкротот на *Лехман Броџерс*, и стравот дека осигурителниот гигант *АИГ* ќе повлече со себе големи финансиски институции од САД и Европа.

На берзите се создаде паника, пазарната вредност на финансиските институции се намалуваше, инвеститорите своите средства ги насочуваа кон сигурни средства (државни хартии од вредност) и комплетниот колапс на финансискиот систем стана вистинска закана.

На тој начин, кризата започна да се храни самата од себе, банките беа присилени да го ограничат кредитирањето, дојде до намалување на кредитната активност, дојде до влошување на кредитните портфолија, банките уште повеќе го ограничуваа кредитирањето итн. Кризата од финансиските пазари се пренесе на глобално ниво. Светската трговија се намали и индустриските компании се соочија со намалување на нивните продажби и зголемување на нивните залихи. Довербата и на потрошувачите и на компаниите падна на најниско ниво без преседан. Беше многу тешко финансиските институции да обезбедат капитал, а средствата беа неликвидни и мораа да се продаваат по намалени цени. Стравувањата од бран на банкротства како тие во САД, ја зголеми загриженоста за финансиската позиција на бројни финансиски компании, со сериозно негативни последици на финансиските пазари.

Во Европа се случуваа аквизиции и преземања на многу финансиски институции. По преземањето на *Норџхерн Роџк* и *ХБОС*, еден од најголемите хипотекарни кредитори *Брадфорд ѓБинџлес* беше национализиран. На вториот по големина кредитор во Германија - *Хсџо Реал Есџајџе*, му беше доделен државен заем за да избегне банкрот. Најголемата банка во Белгија - *Форџис*, беше спасена од колапс кога Белгиската влада се здоби со учество од 49% од белгискиот дел на банката, холандската влада се стекна со слични учества во холандскиот дел на банката и Владата на Луксембург одобри заем на *Фортис* во Луксембург. Многубројни финансиски институции во Европа се соочија со потешкотии вклучувајќи компании од Франција и Данска⁹⁹.

Брзината со којашто хипотекарната криза од САД се прошири преку Атлантикот беше поврзана со перцепцијата дека многу од инвеститорите во Европа имаат изложеност кон токсичните средства коишто произлегоа од хипотекарниот хаос во САД. Оваа перцепција се покажа дека е точна. На пример, *Деџиа Гроуџ* (француско-белгиски кредитор во Луксембург) имаше изложеност на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека преку нејзината подружница *Финанџиал СеџуриџсАссуранџе*, *Инџ.* којашто имаше загуби од преку 750 милиони \$ во првата половина на 2008 година и нејзиниот кредитен рејтинг првенствено беше намален од AAA+ на AAA-, а дополнително на AA-. Многу кратко потоа владите на Белгија, Франција и Луксембург мораа да инјектираат 9 милијарди \$ во *Деџиа* откако нејзините акции паднаа за 30%.

⁹⁹Гуиллџн, М.Ф. (2012) “Тхе Глобал Еџономиџ ѓ Финанџиал Црисис:А Тимелине”, Тхе Лаудер Институте, Университџ оф Пеннџсљваниа

На тој начин стравот од загуби поради изложеност на деривативи коишто во својата основа имаа хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, преку инвестирање од страна на големи европски банки во банки коишто се соочија со проблеми, а некои и пропаднаа (како *Беар Сџеарнс* и *Лехман Броџерс*) сега веќе стана реалност.

3.1.1. Меур на пазарот на недвижности во Европа

Меурот на пазарот на недвижности во Велика Британија и во делови на еврозоната се забележа скоро веднаш по кризата на хипотекарниот пазар во САД од август 2007 година.

Цените на недвижностите во Европа пораснаа до нивоа невидени во периодот пред почетокот на кризата, но сепак со големи разлики помеѓу различни земји. Европските земји може да се класифицираат во три големи групи врз база на реалната апрецијација на цените на недвижностите¹⁰⁰.

Првата група ја сочинуваат земји кај коишто се забележува повеќе од двојно зголемување на цените на недвижностите во период 2005-2007 година, во споредба со 1985 година. Оваа група ги вклучува Шпанија, Белгија, Ирска, Велика Британија, Холандија и Франција.

Втората група ја сочинуваат земјите со значајно зголемување на цените на недвижностите (околу 50%-100%) од средината на 1980-тите години. Оваа група ја сочинуваат Нордиските земји, Италија и Грција. Она што е интересно е дека движењето на реалните цени на недвижностите во САД за време на овој период се движи блиску со земјите од втората категорија.

Третата категорија ги вклучува Германија, Австрија, Швајцарија и Португалија, каде што реалните цени на недвижностите останаа на исто ниво или дури и бележат намалување во последните неколку декади.

Постигнато е одредено приближување на нивоата на цени помеѓу првите две групи во последните години, со тоа што земјите од втората група ги надминуваат земјите од првата група во однос на зголемувањата на цените на недвижностите во периодот 2006-2007 година.

Табела бр.7: Движење на цените на недвижностите во Европа (реален ценовен индекс на недвижности 1985=100)

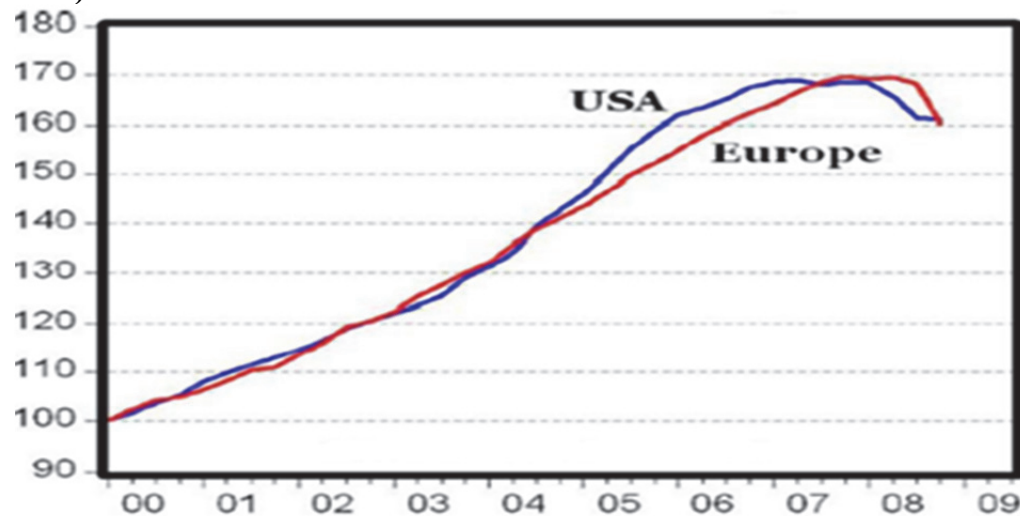
Земји	2007	Просек	Просек	Отстапување од просекот	Стандардна девијација	Годишно зголемување		
		2005- 2007	1970- 2007	2007		2005	2006	2007
Прва група								
Шпанија	395	379	182	213	83	10,2	6,8	2,9
Ирска	361	346	155	206	79	9,1	8,4	2,8
Белгија	360	339	163	197	71	15,2	8,8	5,0
Холандија	328	317	173	155	73	2,4	3,6	3,5

¹⁰⁰Хилберс, П., Хоффмаистер, А.Њ., Банерџи, А. анд Схи, Х. (2008) "Хоусе Прице Девелоппментс ин Еуропа: Цомпарисон", ИМФ Њоркинг Папер ЊП/08/2011

В.Британија	302	283	137	165	62	3,0	3,8	8,3
Франција	229	223	126	104	35	9,8	5,8	1,8
Просек	329	315	156	173	67	8,3	6,2	4,1
Втора група								
Шведска	209	191	130	79	27	7,8	11,2	8,8
Норвешка	207	186	108	99	32	6,8	10,6	11,6
Данска	197	183	105	92	29	15,2	19,1	2,6
Италија	180	174	124	55	26	5,3	3,8	2,6
Финска	159	152	106	53	24	5,6	5,8	4,3
Грција	154	159	135	19	24	3,7	-2,6	-3,0
Просек	184	174	118	66	27	7,4	8,0	4,5
Трета група								
Португалија	106	108	107	-1	5	0,1	0,8	-1,3
Швајцарија	98	97	98	1	13	0,5	-1,3	1,3
Германија	85	86	102	-17	7	-3,4	1,7	-1,7
Австрија	83	82	87	-4	13	2,9	0,1	1,5
Просек	93	93	99	-5	10	0,0	0,3	-0,1
Споредба								
САД	175	172	112	63	23	8,6	5,3	0,3

(Извор: Банк фор Интернационал Сеттлементс)

Графикон бр.54: Индекс на цени на недвижности во САД наспроти Европа (2000-2009)



(Извор: ОФХЕО и ФТ.цом)

Како што може да се види и од графиконот бр. 54, кризата започна во САД каде што пазарот на недвижности својот врв го достигна во 2006 година, една година порано од врвот на пазарот на недвижности во Европа.

Главната разлика помеѓу САД и Европа беше тоа што секјуритизацијата на хипотекарни кредити беше поразвиена во САД и хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека беа купувани од САД. Во таа смисла, „заразата“ се ширеше од САД кон Европа и ефектот на задоцнување е разбирлив. Намалувањето на цената на недвижностите иницијално доведе до намалување на вредностите на секјуритизираниите хипотекарни кредити што имаше влијание врз финансиските пазари на глобално ниво. Како резултат на тоа, во август 2007 година, врз меѓубанкарскиот пазар на глобално ниво беа извршени значајни притисоци и централните банки беа присилени да инјектираат огромни количини ликвидност.

Цените на недвижностите се зголемуваа еноормно на двете страни на Атлантикот, од иста причина. Изобилството на ликвидност обезбедена со ниски каматни стапки и високи стапки на штедење во пазарните земји го охрабрија банкарското кредитирање и доведоа до неразумно ниска оценка на ризиците¹⁰¹.

3.1.2. Ширење на финансискиот шок (финансиски потреси)

Прелевањето на хипотекарната криза од САД кон Европа во периодот од средината на 2007 година до средината на 2008 година, беше релативно умерено. Ситуацијата започна да се менува во средината на 2008 година. По банкротот на *Лехман Бројџерс* во средината на септември 2008, случувањата започнаа да имаат драматичен тек. Еден канал за прелевање на кризата беа сериозните нарушувања во меѓународните пазари на пари, особено во пазарите на пари каде што се тргуваше со хартии од вредност деноминирани во американски долари. Неизвесноста за загубите на коишто беа изложени банките и процесот на ‘делеверицирање’ ги зголемија ликвидносните потреби на банките, како и нивната неподготвеност да си позајмуваат едни на други на пазарите за пари¹⁰².

3.1.2.1. Недостиг од доларско финансирање и пазар на валутни свопови

Во текот на овој кризен период, банките се соочуваа со сериозни ликвидносни проблеми, посебно недостиг на доларско финансирање што ги поттикна централните банки на глобално ниво да интервенираат со цел да обезбедат ликвидност за банките¹⁰³.

Причините за недостиг на доларското финансирање можат да се разберат доколку го разгледаме однесувањето на странските банки пред почетокот на кризата. Имено, за време на годините на економскиот бум, банките надвор од САД, се стекнаа со големи износи на доларски деноминирани средства, често плаќајќи за овие средства со позајмени долари наместо со нивните сопствени валути. На тој начин тие го одбегнуваа ризикот од валутна неусогласеност, што се јавува кога се позајмува во една валута, а средствата се во друга валута.

¹⁰¹ Bosworth, B. and Flaaen, A. (2009) “America’s Financial Crisis: The End of an Era” The Brookings Institution

¹⁰² Хуи, Ц., Генберг, Х. и Цхунг, Т. (2009) “Фундинг Лијуидитс ризик анд девиатионс фрм интерес-рате паритс дуринг тхе финансиал крисис оф 2007-2009”, Њоркинг Папер 13/2009, Иионг Конг Монетарс Аутхоритс

¹⁰³ МцГиуре, П. и Петер, Г., (2009) “Тхе УС доллар схортаге ин глобал банкинг” БИС Љуартерлс Ревиењ

Голем дел од доларското задолжување беше краткорочно и доаѓаше од фондовите на пазарот на пари во САД. Откако инвеститорите започнаа да ги повлекуваат своите средства надвор од фондовите на пазарот на пари кон крајот на 2008 година, овој извор на кредитирање пресуши и банките беа оставени да се обидуваат да добијат долари на друг начин. Оваа ситуација направи притисок на пазарот на валутни свопови. Освен тоа, пред кризата, некои банки ги финансираа купувањата на доларските средства директно преку свопови. Во симплифицирана верзија на трансакцијата, странските банки позајмуваа (се задолжуваа) во нивната сопствена валута (на пример евра), ја разменуваа таа валута за долари преку своп и тогаш ги употребуваа доларите за купување на доларски средства. Така, наместо само просто купување на потребната валута, преку користење на пазарот на свопови, тие го намалуваа валутниот ризик¹⁰⁴, но им остануваше ризикот за дополнително финансирање. Во случај никој да не им позајми долари, кога свопот е достасан, тие би морале да ги продаваат нивните доларски средства (од коишто некои можеби ја изгубиле својата вредност) со цел да ги вратат доларите што ги должат. Кога банките станаа значително „нервозни“ во врска со преземањето на ризикот, побарувачката значително ја зголеми цената на валутните свопови.

Она што започна како доларски ликвидносен проблем за европските банки, се претвори во глобален феномен. Со оглед на структурната рочна неусогласеност на доларските средства и обврски, многу од неамериканските финансиски институции силно се потпираа на девизните своп пазари, со цел да се обезбедат со долари користејќи локални валути. Притоа, премиите на девизните своп пазари се зголемија. Зголемената загриженост за ликвидносниот и кредитниот ризик, придонесе финансиските институции да се ориентираат кон доларскиот пазар на свопови каде што сите побаруваа долари.

Од почетокот на финансиската криза во август 2007 година, каматниот распон помеѓу девизните (доларските) своп стапки и соодветната ЛИБОР стапка постојано се зголемуваше (како резултат на зголемениот кредитен и ликвидносен ризик) и својот врв го достигна во времето на банкротот на Лехман Бротхерс (септември 2008 година).

3.1.2.2. Достапност на финансиските средства на меѓубанкарскиот пазар

Големата изложеност на голем број европски земји на хипотекарната криза во САД, јасно се покажа во летото 2007 година, кога *БНП Парибас* објави дека ќе суспендира три од нејзините инвестициони фондови како резултат на неможноста да ги вреднува нивните средства поради проблемите на хипотекарниот пазар во САД. Како резултат на тоа, кредитниот ризик помеѓу банките нагло се зголеми, што се рефлектираше во зголемување на стапките коишто банките си ги наплаќаа една на друга за краткорочни кредити (ова беше видливо од распонот *ЛИБОР ОИС*).

Во тој момент, сè уште не беше јасно дека се заканува системска криза, но во пролетта 2008 година, со пропаѓањето на *Bear Stearns* во САД и европските банки *Northern Rock* и *Landesbank Sachsen*, тоа гледиште се промени. Околу половина година

¹⁰⁴McGuire, P. and Peter, G., (2009) “The US dollar shortage in global banking” BIS Quarterly Review

подоцна, листата на (речиси) пропаднати банки порасна доволно, за да се сфати сериозната закана: системска криза: *Lehman Brothers*, *Fannie May* и *FreddieMac*, *AIG*, *Washington Mutual*, *Wachovia*, *Fortis*, банките од Исланд, *Bradford & Bingley*, *Dexia*, *ABN* и *Hypo Real Estate*. Штетите би биле катастрофални доколку државите не интервенираа на соодветен начин.

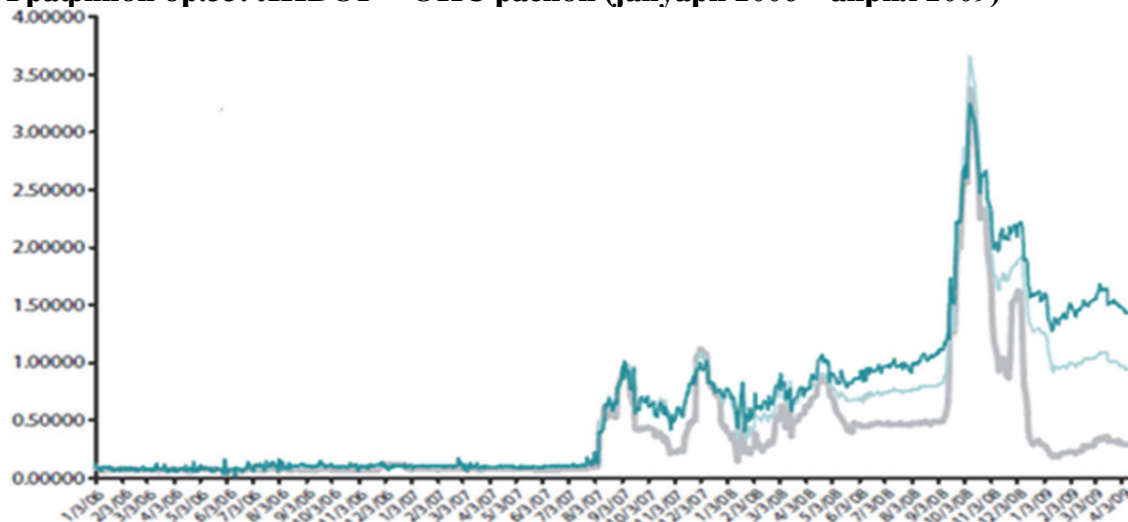
Кога во септември 2008 година, *Lehman Brothers* банкротираше, распонот **ЛИБОР ОИС** се зголеми на дотогаш невидено ниво. Ова ги направи инвеститорите позагрижени за ризикот на банкарските портфолија и стана мошне тешко за банките да ја зголемуваат капиталната база. Ризичните институции не можеа да се финансираат и мораа да ги продаваат средствата по ниски цени и да го ограничат нивното кредитирање. Цените на сличните средства паѓаа, ова го намалуваше капиталот и кредитирањето; со зголемувањето на кредитниот ризик дојде до понатамошно еродирање на банкарскиот капитал. Освен заради кредитниот и ликвидносен ризик на другите финансиски институции, банките беа без желба да кредитираат на пазарот на пари, и поради несигурноста за нивните сопствени ликвидносни потреби.

3.1.2.2.1. LIBOR – OIS распон

Во кризен период, распонот **ЛИБОР-ОИС** е добар индикатор за кредитниот и ликвидносниот ризик којшто постои на пазарот. **ЛИБОР-ОИС** распонот, индиректно ја мери достапноста на средства на меѓубанкарскиот пазар.

Генерално, овој распон одразува два типа ризици: првиот е поврзан со ликвидноста. Распонот ги рефлектира различните меѓубанкарски трошоци за финансирање (ликвидносните премии платени од страна на банките) за терминско (на пример, тримесечно) кредитирање и кредитирање преку ноќ коешто се обновува во период од три месеци. Дополнително, овој распон го рефлектира кредитниот ризик односно ризикот од неисполнување на обврските помеѓу банките во однос на меѓусебно позајмените средства.

Графикон бр.55: ЛИБОР – ОИС распон (јануари 2006 – април 2009)



— 1 месечен ЛИБОР- ОИС; — 3 месечен ЛИБОР- ОИС; — 6 месечен ЛИБОР- ОИС

(Извор: www.bloomberg.com)

На графиконот бр. 55 се прикажани дневните распони на *ЛИБОР-ОИС* за период од 1,3 и 6 месеци. Притоа можеме да забележиме дека по подолг период на константно ниско ниво, имаше остар пораст во овој распон на 9 август 2007 година којшто беше поврзан со загриженоста што постоеше кај инвеститорите за проблемите на хипотекарниот пазар и можноста за прелевање на тие проблеми во други сегменти. Овие термински распони флукутираа на тоа ниво сè до 17 септември 2008 година, кога дополнително се зголемија по објавата за банкрот на *Лехман Бројџерс* (350 базични поени). По овој момент, тие значително се намалија на нивоа, како и пред почетокот на кризата.

Интервенциите од страна на Централните банки (намалување на референтните каматни стапки, обезбедување на дополнителна ликвидност со залог колатерал) коишто резултираа со огромна експанзија во билансите на централните банки, беа во голема мерка успешни, што може да се забележи и од намалувањето на каматните распони уште есента 2008 година.

3.2. Ефекти од кризата врз земјите членки на еврозоната

3.2.1. Ефекти од кризата врз реалниот сектор

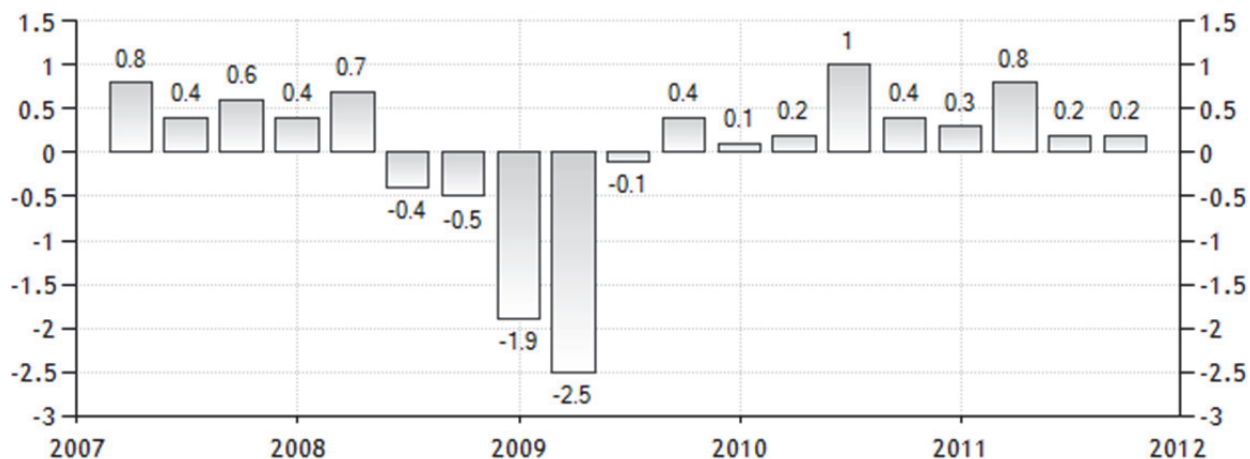
3.2.1.1. Бруто домашен производ

Продлабочувањето на финансиската криза по банкротот на *Лехман Бројџерс* во септември 2008 година придонесе за намалување на довербата на компаниите и потрошувачите на глобално ниво.

Цикличното забавување во еврозоната коешто започна во 2007 година, премина во длабока контракција кон крајот на 2008 и почетокот на 2009 година¹⁰⁵.

Графикон бр.56: Бруто домашен производ на еврозоната, квартален пораст, (2007-2011)

¹⁰⁵ European Central Bank, (2009) Annual report



(Извор: www.tradingeconomics.com, Еуростат)

Во услови на економска и финансиска криза на глобално ниво, реалниот бруто домашен производ оствари негативна квартална стапка на раст од 0,4% во вториот квартал од 2008 година, со што еврозоната за првпат од нејзиното формирање влезе во рецесија. По остварените негативни квартални стапки на раст во следните четири квартали (со најголема негативна стапка на раст од 2,5% во првиот квартал од 2009 година), позитивните стапки на раст на БДП во еврозоната се вратија повторно во втората половина на 2009 година, во услови на подобрување на состојбата на финансиските пазари, како резултат на значајната поддршка од фискалната и монетарната власт.

Ослабувањето на побарувачката во текот на 2008 година беше во основата на движењето на сите компоненти на БДП. Имено, надворешната побарувачка забави со намалувањето на активноста во развиените економии, а дојде до значително забавување и на домашната побарувачка. Порастот на цените на стоките силно го погоди реалниот доход на домаќинствата, а состојбата на пазарите на недвижен имот доведе до остро намалување на станбените инвестиции. Од друга страна пак, обновената несигурност кај инвеститорите и поострите финансиски услови доведоа до намалување и на корпоративните инвестиции.

Соочени со придушена стапка раст на реалниот доход, намалување на финансиското богатство, зацврстување на кредитните услови и влошување на условите на пазарот на труд, потрошувачката на домаќинствата значајно забави во текот на 2008 година, со раст од околу 0,6%. Реалниот расположлив доход на домаќинствата беше под значителен надолан притисок од забрзувањето на инфлацијата. Зголемувањата на цените на стоките ги зголеми трошоците во потрошувачката кошничка и годишната стапка на раст на реалниот расположлив доход падна на неговото најниско ниво од 2003 година (околу 0,7% во просек во првите три квартали на 2008 година). Домаќинствата на тоа реагираа со ограничување на трошењето, а тековната финансиска криза беше дополнителен фактор за неподготвеноста на домаќинствата да трошат. Големите загуби на финансиското богатство со падот на цените на акциите на берзите предизвика домаќинствата – некои поради тоа што сметаа дека загубите ќе бидат постојани, а некои поради несигурноста за идната економска ситуација – да ги намалат трошоците и да се ориентираат кон штедење од претпазливост.

Вкупниот раст на инвестициите се намали на околу 0,6% во 2008 година (по две години раст од 5,8% во 2006 и 4,2% во 2007 година). Инвестициите во недвижности се намалија во текот на 2008 година следејќи го крајот на експанзивната фаза на станбената изградба во текот на 2007 година, како резултат на забавување на растот на цените на недвижностите. Забавувањето беше поизразено во земјите коишто имале поголеми стапки на раст во претходните години. Како резултат на кризата на пазарот на недвижности, од почетокот на финансиската криза – летото 2007 година, се забележува значајно намалување на побарувачката за хипотекарни кредити. Во исто време постоеше значајно заострување на кредитните услови. Условите за финансирање дополнително се зацврстија во септември 2008 година придонесувајќи за зголемување на трошоците на пазарно ориентираното финансирање. Сепак бројот на фирмите коишто го наведуваа финансирањето како фактор за ограничување на производството остана мал во 2008 година. Ова беше како резултат на тоа што влијанието од зацврстените кредитни услови се појави со задоцнување бидејќи голем дел од фирмите имаа претходно одобрени кредитни линии.

Растот на извозот во еврозоната забави во 2008 година со годишна стапка од 1,8%, (оваа стапка на раст изнесуваше 6% во 2007 година) којашто се претвори во негативна во последните три квартали на 2008 година. Увозот во еврозоната исто така забави во текот на 2008 година рефлектирајќи ја слабата домашната побарувачка. Надворешниот сектор се влоши значително во текот на 2008 година, како резултат на финансиската криза, со забавување на растот на развиените економии и пазарите во развој каде што се чувствуваа ефектите од кризата.

Од секторски аспект, забавувањето во активноста беше широко распространето, иако повеќе забележано во индустрискиот сектор којшто има поголема сензитивност на бизнис циклусот. Производствената активност нагло се намали во втората половина на годината, посебно во однос на капиталните стоки коишто беа погодени од послабата надворешна побарувачка и остро то намалување на активноста во автомобилската индустрија. Активноста во градежништвото беше слаба (освен во првиот квартал од 2008 година, како резултат на добрите временски услови), со постојано влошување во делот на станбената изградба. Иако со најголема еластичност, услугите растаа но со најслабо темпо сметано од 2004 година, наспроти слабата приватна потрошувачка и бизнис активност.

Во текот на 2009 година, владата оствари динамичен пораст на потрошувачката забрзувајќи малку над стапката на раст од 2% остварена во 2008 година; имено владите беа генерално подготвени за поддршка на економијата за време на рецесија. Вкупните фиксни инвестиции се намалија со стапка од 11% во 2009 година, по малиот пад во 2008 година и претходни две години остварен раст (5,7% во 2006 и 4,7% во 2007 година).

Зголемената неизвесност за идната економска активност, колапсот на побарувачката, влошените профитни маргини како и иницијално поцврстите финансиски услови придонесоа за прилично остра контракција во корпоративните инвестиции коишто се намалија за 14% на годишно ниво, во споредба со умерениот раст остварен во 2008 година.

Извозот на стоки и услуги се намали за околу 13% во 2009 година, по стапките на пораст од 0,8% во 2008 година и 6,3% во 2007 година. Апresiasiјата на еврото во

првата половина од 2009 година, дополнително го отежна извозот (апрецијацијата на домашната валута го прави извозот поскап). Како и да е, извозот започна да расте повторно во втората половина на 2009 година, како резултат на тоа што економската активност на главните извозни пазари започна да се опоравува, а глобалниот ланец на набавки започна да функционира нормално. За споредба, увозот на еврозоната во текот на 2009 година се намалуваше (иако помалку извозот) како резултат на намалената домашна побарувачка. Со оглед на тоа што намалувањето на извозот беше поголемо од намалувањето на увозот, нето трговската размена имаше негативно учество од 0,8% во стапката на раст на БДП во 2009 година.

Во текот на 2010 година, економската активност во еврозоната имаше умерено темпо на раст. Динамиката на раст беше поинтензивна во текот на првата половина на годината, додека во втората половина бележеше одредено забавување. Имено, економското закрепнување коешто започна од средината на 2009 година, продолжи и во 2010 година, при што во вториот квартал економската активност оствари квартален раст од 1% што претставува значително засилување на растот од 0,2% во првиот квартал од годината. Ваквиот раст беше поддржан од релативно постабилните финансиски пазари. Имено, иако се појавија нови турбуленции предизвикани од фискалните проблеми во Грција и Ирска, сепак ризикот на финансиските пазари беше значително понизок во споредба со 2009 година. Делумно, ваквата состојба може да се објасни со финансиската поддршка што им беше обезбедена на овие земји преку заеднички финансиски аранжман на ЕУ и ММФ – Европскиот механизам за стабилизација. По воспоставувањето на овој финансиски аранжман во рамките на еврозоната беше забележано постепено враќање на довербата меѓу економските субјекти, намалување на премиите за ризик и условите за кредитирање од страна на банките.

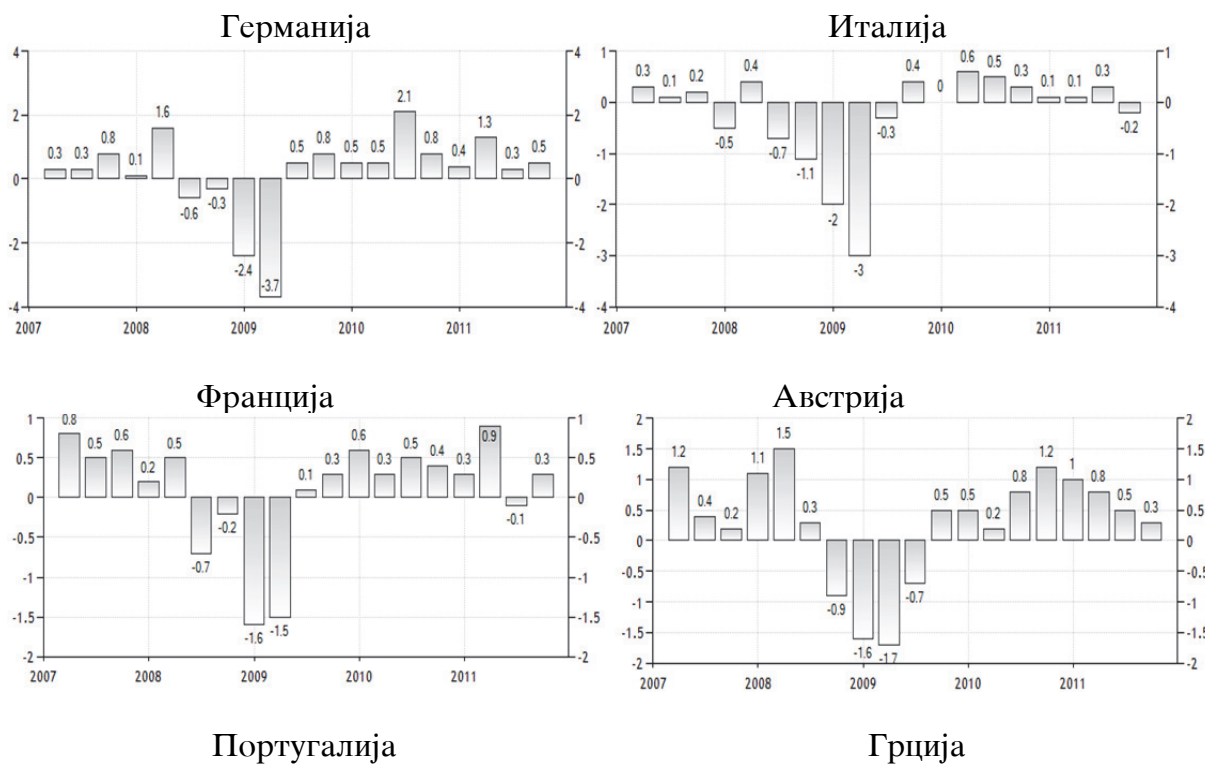
Во текот на третиот квартал на 2010 година, во еврозоната беше остварен раст од 0,4% што претставуваше забавување од остварениот квартален раст од 1% во вториот квартал од 2010 година. Ова значеше нормализирање на економските текови во еврозоната со оглед на тоа што високиот раст во вториот квартал беше во голема мерка предизвикан од фактори од привремен карактер (како што беа поволните временски услови врз активноста во градежништвото). Дополнителен фактор што влијаеше во насока на забавување на економскиот раст во третиот квартал е послабиот стимулативен ефект од надворешно трговската размена како резултат на ослабената глобална побарувачка. Воедно, ефектот од експанзивните фискални пакети почна да губи на интензитет, па дури и целосно да се исцрпува, што се гледа при анализа на структурата на остварениот раст којашто покажува најголем позитивен придонес од домашната побарувачка (при забележан поумерен раст на јавната потрошувачка во споредба со периодот пред тоа), при мал позитивен придонес на нето-извозот и неутралното влијание на залихите. Најголем придонес во растот на БДП во четвртиот квартал на 2010 година, имаше нето-извозот. Притоа повисокиот раст на извозот беше одраз на подобрената ценовна конкурентност на производите од еврозоната и силното закрепнување на светската трговија. Во овој период, закрепнувањето на личната потрошувачка во еврозоната сè уште се одвиваше со побавно темпо, што соодветствуваше со движењата на пазарот на труд. Имено и покрај забележаното зголемување на вкупниот број на

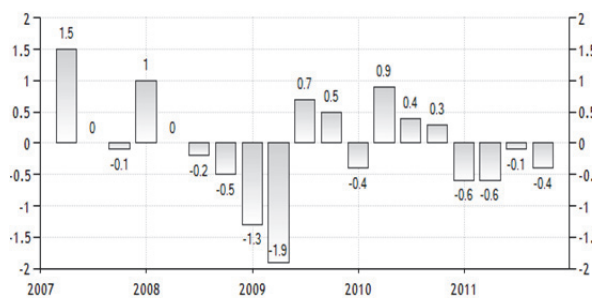
одработени часови по единица труд, стапката на невработеност во еврозоната на крајот на 2010 година се задржа на ниво од 10%.

Во текот на првиот квартал од 2011 година, дојде до интензивирање на економскиот раст во еврозоната. Кварталната стапка на раст изнесуваше 0,8%, при што главен фактор на растот беше инвестициската активност којашто за првпат од 2008 година забележа квартален раст, како резултат на поповолните услови на финансирање. Во текот на вториот и третиот квартал на 2011 година се остварија квартални стапки на раст од по 0,2%, што беше пониско од очекувањата, како резултат на порестриктивната фискална политика, падот на довербата на домаќинствата и претпријатијата поради должничката криза и нестабилноста на финансиските пазари. Најголем придонес врз забавувањето на економскиот раст во вториот и третиот квартал од 2011 година имаше исцрпувањето на ефектите од привремениот висок раст на градежништвото во првиот квартал, како и повлекувањето на стимулативните мерки и спроведувањето на плановите за фискална консолидација во одредени земји.

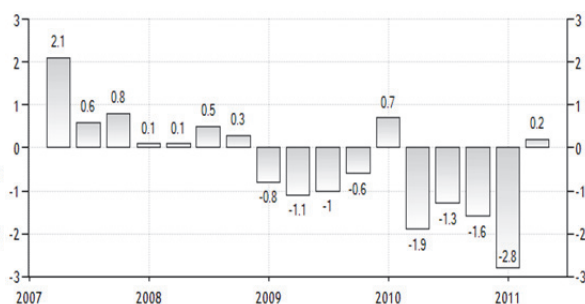
Од графиконот во продолжение, може да се видат стапките на раст на одделни земји членки на еврозоната за време на финансиската криза.

Графикон бр.57: Бруто домашен производ на одделни земји од еврозоната (2007-2011)





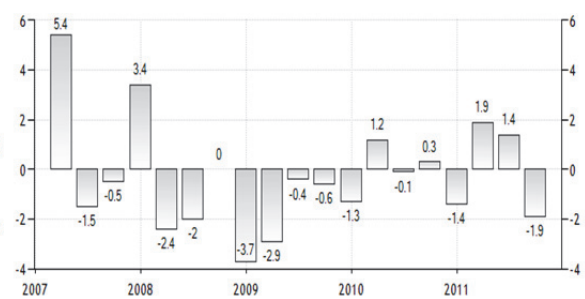
Шпанија



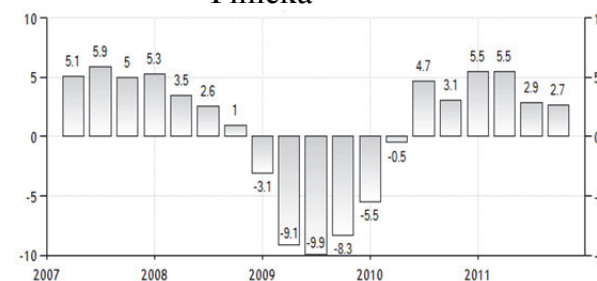
Ирска



Финска



Холандија



(Извор: www.tradingeconomics.com, Герман Федерал Статистициал Офици, ИСТАТ, Инсее Национал Статистици, Институту Национал де Естатистици, Национал Статистициал Сервице оф Гресеце, ИНЕ, Централ Статистициал Офици Иреланд, Финнисх Статистици Офици, Дутцх Статистици Офици)

При анализа на податоците за економската активност на одделни земји членки на еврозоната во периодот на глобалната финансиска криза, можеме да заклучиме дека во рамките на еврозоната постои цикличен јаз. Имено, Германија во услови на силна извозна активност претставува предводник на растот, а по неа следат Франција, Австрија и Холандија. Од друга страна пак, постојат земји (Португалија, Грција Шпанија, Ирска) коишто се карактеризираат со нивната висока задолженост и изразено слаб раст односно продлабочување на падот на економската активност. Опстојувањето на вакви дивергентни движења би можело да претставува проблем во водењето на единствена монетарна политика.

Поради продолжената неизвесност околу европската должничка криза, како резултат на пониската доверба и потешкотиите околу финансирањето, можеме да очекуваме забавување на растот во еврозоната до крајот на 2011 година, како и понизок раст во текот на 2012 година.

3.2.1.1.1. Инфлација

Во првата половина на 2008 година, растечките цени на храната и енергијата на глобално ниво ги „подгреваа“ инфлациските притисоци. Земјите членки на еврозоната не беа исклучок од тој тренд.

Графикон бр.58: Стапка на инфлација во еврозоната (2007-2011)



(Извор: www.tradingeconomics.com, Еуростат)

Постигнатата годишна стапка на инфлација од 3,3% во 2008 година, во рамките на еврозоната беше значително повисока во споредба со претходните две години (просечно годишно ниво изнесуваше околу 2,2%), со што беше надминат среднорочниот таргет на ЕЦБ од 2%.

Почнувајќи од веќе високо ниво на крајот на 2007 година, во текот на првата половина на 2008 година, стапката на инфлацијата во рамките на еврозоната постојано се зголемуваше достигнувајќи историски највисоко ниво од 4% во јуни и јули 2008 година. Порастот на ценовното ниво го одразува порастот на цените на нафтата и храната. Дополнителен фактор за порастот на инфлацијата беа и растечките трошоци по единица труд.

Во текот на втората половина на 2008 година, во услови на намалена побарувачка, стапката на инфлација започна постепено да се намалува и во декември 2008 година достигна 1,6%.

Притоа, дел од земјите членки на еврозоната (Белгија, Словенија и Грција) не го исполнија мастрискиот критериум за движењето на ценовното ниво, според којшто највисоката стапка на инфлација не би требало да го надминува просекот на трите земји со најниска инфлација од еврозоната, зголемен за 1,5 процентни поени.

Спротивставените движења во стапката на инфлација во текот на 2008 година, беа резултат на движењата на цените на храната и енергијата на глобално ниво. Имено, во првата половина на годината, побарувачката на глобално ниво влијаеше на зголемување на цените на храната и енергијата коишто достигнаа екстремно високи нивоа, додека остро забавување на економската активност

којашто прерасна во изразена контракција во втората половина на 2008 година, доведе до нивно намалување.

Во текот на 2009 година, годишната стапка на инфлација се намали на 0,3%. Ова претставуваше голема разлика во споредба со претходните години кога годишните стапки на инфлација се движеа околу 2,1%-2,2% (со исклучок на 2008 година, кога годишната стапка на инфлација се искачи на 3,3%).

Ниското ниво на стапката на инфлација во текот на 2009 година, беше резултат на влијанието на значително пониските цени на храната и нафтата во текот на 2009 година, споредено со остварените нивоа од 2008 година. Дополнителен фактор за намалувањето на инфлацијата беше намалувањето на економската активност и влошените услови на пазарот на труд.

Во текот на 2009 година, стапката на инфлација се намалуваше, при што достигна негативни нивоа во средината на годината и кон крајот на годината повторно почна да се зголемува. Така, почнувајќи од декември 2008 година кога стапката на инфлација беше 1,6%, во првата половина од 2009 година, имаше надолен тренд, при што првите негативни стапки ги достигна во јуни 2009 година достигнувајќи го нивото од -0,7% во јули 2009 година, и останувајќи во негативната зона сè до октомври. Од ноември, стапката на инфлација се врати во позитивната зона достигнувајќи 0,9% во декември.

Во 2010 година, просечната годишна стапка на инфлација во еврозоната изнесуваше 1,6%. Имено, од почетокот на годината кога беше измерена стапка на инфлација од 1% (јануари 2010), до крајот на 2010 година стапката на инфлација бележеше умерен годишен раст како резултат на повисоките цени на нафтата и храната во однос на цените од претходната година. Притоа, во декември 2010 година ја надмина целта на ЕЦБ и изнесуваше 2,2%, главно под влијание на повисоките цени на енергијата.

Растот на потрошувачките цени во еврозоната што беше започнат од декември 2010 година, продолжи и во 2011 година.

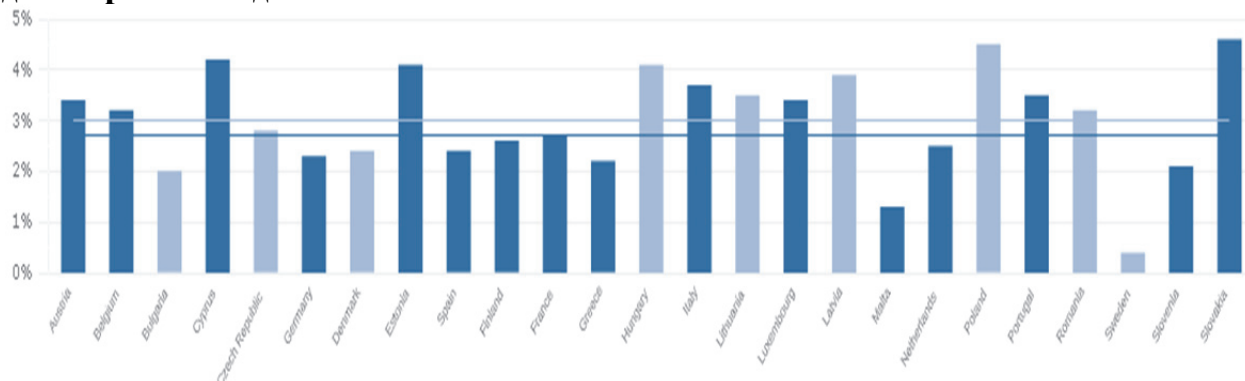
Од почетокот на 2011 година кога стапката на инфлација изнесуваше 2,3%, растот на цените се засилуваше, сè до април кога достигна 2,8%, пред забавувањето на 2,7% во мај и јуни 2011 година. Зголемувањето на стапката на инфлација во овој период се должеше на зголемување на цените на горивата за транспорт, електричната енергија, гасот, како и порастот на цените на храната.

Годишниот раст на потрошувачките цени во еврозоната, и во втората половина од 2011 година, беше значително над таргетот од 2%. Во текот на месец јули и август 2011 година, годишната стапка на инфлација изнесуваше 2,5%, со што го продолжи движењето по надолна патека започнато во април. Стабилизирањето на цените беше резултат на исцрпувањето на ефектите од растот на цените на нафтата. Иако очекувањата за движењето на инфлацијата беа во правец на нејзино понатамошно стабилизирање, во текот на месец септември дојде до значително зголемување на инфлацијата на 3%, што претставува највисока стапка од октомври 2008 година. Во текот на октомври и ноември, стапката на инфлација се задржа на 3%, по што дојде до нејзино намалување во текот на месец декември 2011 година на 2,7%.

Ризиците за насоката на движење на стапката на инфлација произлегуваат од можниот повисок раст на цената на нафтата и храната (за нагорно движење на

стапка на инфлација) и евентуалниот понизок раст во светот и во еврозоната (за надолното движење на инфлацијата).

Графикон бр.59: Стапка на инфлација за поединечни земји членки на ЕУ за декември 2011 година



(Извор: Европска Централна Банка)

Спроведување на единствена монетарна политика од страна на ЕЦБ, би можело да биде проблем, затоа што некои земји коишто се соочуваат или би можеле да се соочат со повисока стапка на инфлација, би им било потребно затегнување на монетарната политика. Ваквиот чекор би бил контрапродуктивен за земји на коишто истовремено им е потребна на пример, поддршка на банкарскиот сектор од страна на ЕЦБ, односно пролонгирано одржување на прилагодливиот карактер на монетарната политика заради стимулирање на економскиот раст.

3.2.2. Ефекти од кризата врз социјалниот сектор

3.2.2.1. Стапка на невработеност

По три години раст на вработеноста и остро намалување на невработеноста во рамки на еврозоната, пазарот на труд забележа застој во 2008 година. Стапката на невработеност започна да расте во вториот квартал од 2008 година достигнувајќи 8,1% до крајот на годината¹⁰⁶.

Во принцип индикаторите на пазарот на труд заостануваат зад движењето на економската активност. Најпрво, со падот на побарувачката, компаниите не знаат дали овој пад е од привремен карактер или ќе биде подолготраен. Поради тоа, тие имаат тенденција да реагираат со одржување на производството и нивото на вработеност, како резултат на што се зголемуваат залихите на непродадените производи. Доколку, со текот на времето, падот на побарувачката стане подолготраен, компаниите ќе го запрат вишокот на акумулација на залихи и ќе почнат да го намалуваат производството. Сепак, генерално тие се уште ќе ја одржуваат стапката на вработеност. Кога работодавачите се во неизвесност за можната длабочина или должина на економската криза, тие ќе го прилагодат инпутот на вработените преку промена на работните часови наместо преку промена на бројот на вработени лица.

¹⁰⁶ ECB, (2008) Monthly bulletins (January – December 2008)

Исто така, во контекст на зголемувањето на долгорочната невработеност во време на криза, треба да се земе предвид атрофијата на вештините којашто

настанува доколку индивидуите остануваат невработени подолго време: што подолго се невработени, толку повеќе ја губат врската со пазарот на труд. Со оглед на тоа дека овие луѓе се соочуваат со потешкотија да најдат работа, се зголемува долгорочната невработеност.

Состојбата на пазарот на труд во еврозоната се влоши во 2008 година, по две години значајно подобрување. Во претходните години, пазарот на труд во еврозоната се карактеризираше со зголемување на вработувањата и ниски стапки на невработеност коишто во почетокот на 2008 година го достигнаа нивото од 7,3%, што претставуваше најниско ниво од 1980 година. Стапката на невработеност започна да расте од вториот квартал на 2008 година и се забрза кон крајот на годината.

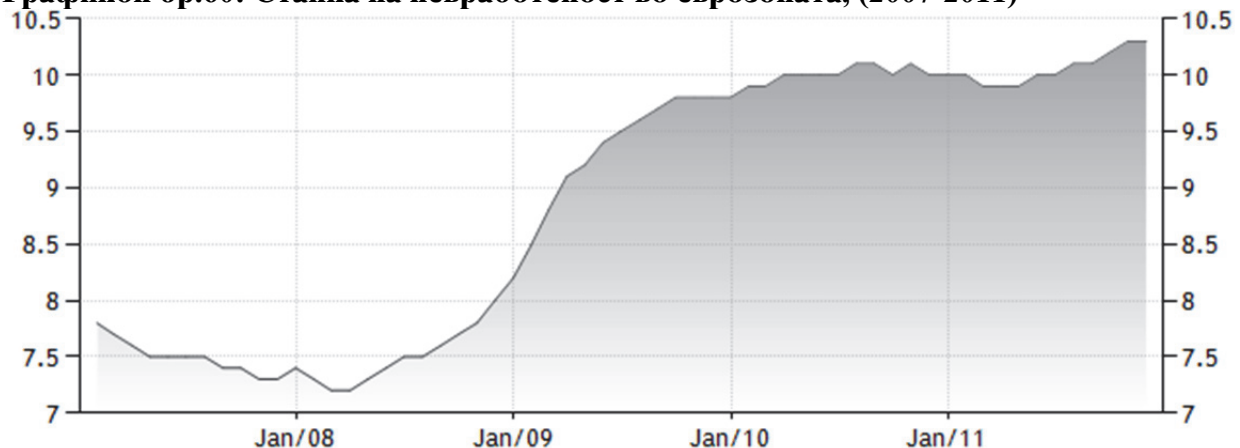
Просечниот број на месечно зголемување на бројот на невработени лица во текот на 2008 година изнесуваше околу 170.000, а стапката на невработеност се зголеми на 8,1% во декември 2008 година.

Состојбата на пазарот на труд во еврозоната нагло се влоши во 2009 година со намалување на бројот на вработени лица и зголемување на стапката на невработеност достигнувајќи рекордни зголемувања во почетокот на 2009 година, посебно во првите месеци од годината (рекордно зголемување на бројот на невработени лица). Во следните месеци стапката на невработеност продолжи да расте со квартален пораст дотогаш невиден во еврозоната, при што кон крајот на 2009 година, достигна и до 10%.

Компаниите ги намалија работните часови, често користејќи ги предностите на аранжманите со скратено работно време субвенционирани од страна на владата, како што тоа беше случај со Белгија, Германија и Италија.

Некои сектори беа повеќе зафатени од кризата, како на пример финансиското посредување, трговијата, транспортот што резултираше во поголемо губење на работни места токму во тие сектори. Во 2009 година, просечното месечно зголемување на бројот на невработени лица беше околу 230.000 со најголемо зголемување од околу 450.000 лица во првиот квартал од 2009 година и месечно зголемување од околу 80.000 кон крајот на годината. Стапката на невработеност беше 9,9% во четвртиот квартал на 2009 година. (најниска стапка на невработеност беше достигната во првиот квартал на 2008 година од 7,2%)

Графикон бр.60: Стапка на невработеност во еврозоната, (2007-2011)



(Извор: www.traidingeconomics.com, Еуростат)

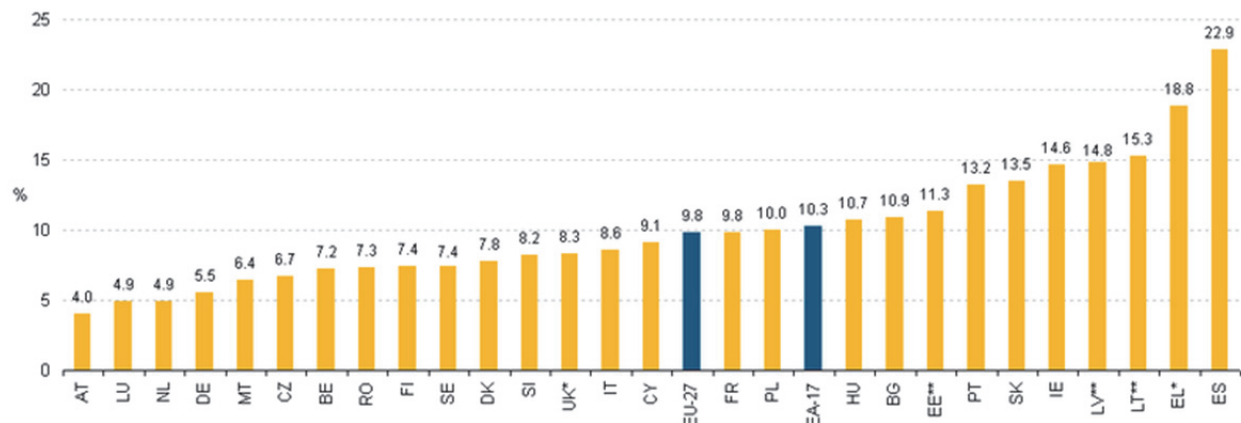
Со ширењето на економската криза, многу земји од еврозоната воведоа специјални шеми на работно време со цел да се зачува стабилноста на вработувањето. Овие шеми ги намалуваа работните часови на различни начини вклучувајќи промени од страна на фирмите, „флексибилни работни аранжмани“, намалување на прекувремената работа, поставување на специјални програми за вработување од страна на голем број европски влади. Различните шеми за намалување на работните часови помогнаа да се спречи поостар пад на вработеноста.

Како што може да се види од графиконот, стапката на невработеност во еврозоната во април 2010 година се зголеми на 10%, по привремениот прекин во зголемувањето на истата во првите три месеци од 2010 година кога изнесуваше 9,9%. Во текот на 2010 година, стапката на невработеност достигна и 10,1% (октомври 2010), што претставуваше највисоко постигнато ниво од август 1998 година. Во декември 2010 година, стапката на невработеност изнесуваше 10%.

Во текот на месец јануари 2011 година, стапката на невработеност во еврозоната изнесуваше 9,9% што претставува умерено намалување од крајот на 2010 година. Одржувањето на еврозоната во фаза на економски раст во текот на целата 2010 година и постепеното закрепнување на домашната побарувачка придонесоа за појава на одредено придвижување на пазарот на труд што се гледа преку зголемување на вкупниот број одработени часови по единица труд. Стапката на невработеност во еврозоната се задржа на нивото од 9,9% сè до мај 2011 година. Анемичната економска активност во еврозоната се одрази и врз пазарот на труд. По достигнувањето на стапка на невработеност од 10% во јуни 2011 година, таа продолжи да расте во текот на 2011 година, па до крајот на годината (ноември 2011) достигна 10,3% што претставува највисоко ниво достигнато од почетокот на глобалната финансиска криза.

Притоа, како што може да се види од следниот графикон постојат разлики во висината на стапката на невработеност помеѓу земјите членки на еврозоната, односно периферните земји имаат највисоки стапки на невработеност.

Графикон бр.61: Стапки на невработеност по земји членки на еврозоната (ноември 2011 година)

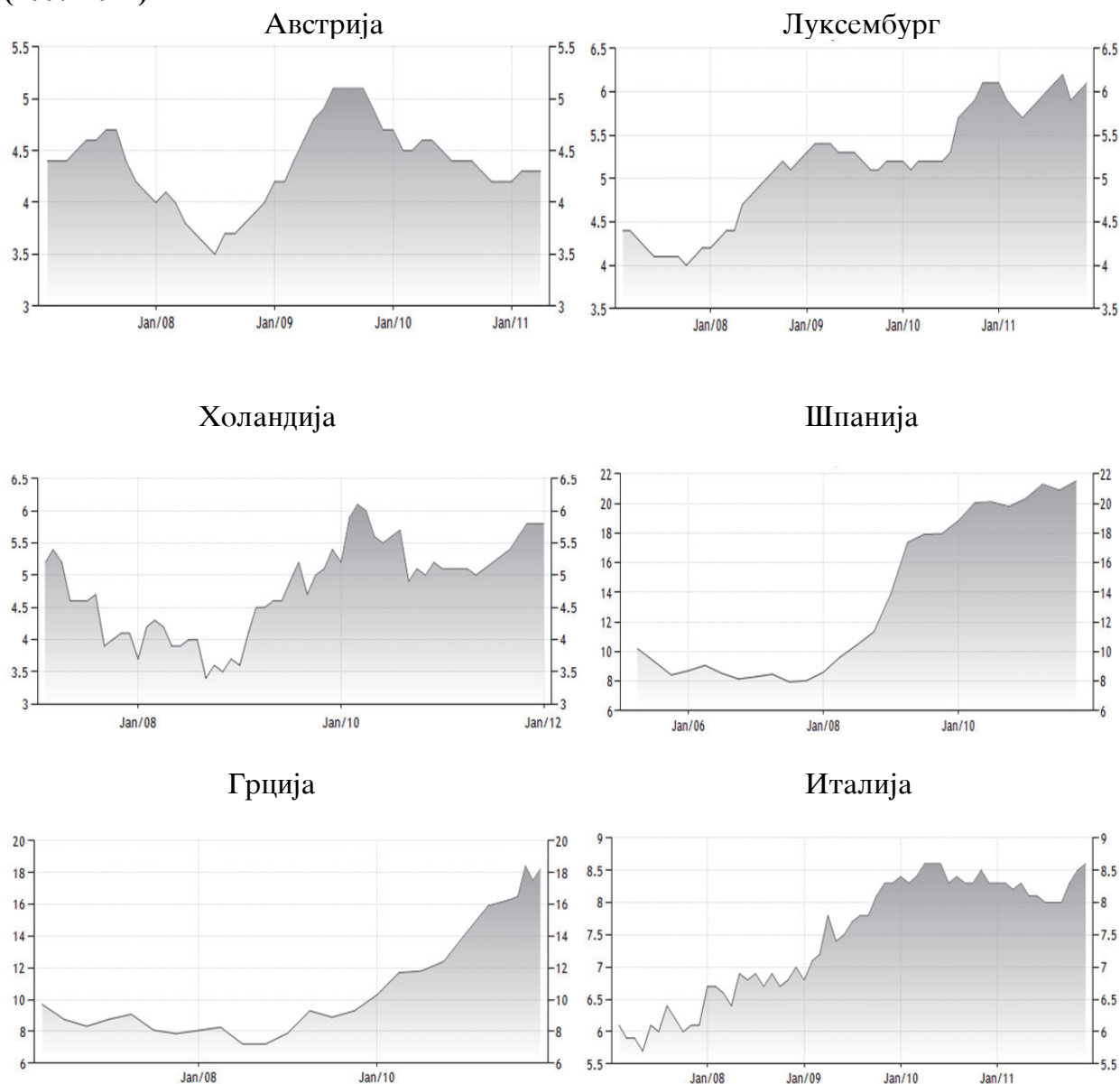


*септември 2011 година, **трет квартал од 2011 година

(Извор: Еуростат)

Помеѓу земјите членки на ЕУ, најниска стапка на невработеност во текот на месец ноември 2011 година имаа Австрија (4,0%), Луксембург и Холандија (двете по 4,9%), а највисоката беше достигната во Шпанија (22,9%), Грција (18,8% во септември 2011) и Литванија (15,3% во третиот квартал од 2011 година).

Графикон бр.62: Стапки на невработеност во одделни земји членки на еврозоната (2007-2011)



(Извор: Еуростат)

Споредено со претходната 2010 година, стапката на невработеност се намали во 14 земји членки на ЕУ, со најголем пад забележан во Естонија (од 16,1% на 11,3% земајќи го предвид третиот квартал на 2010 и 2011 година), Латвија (од 18,2% на 14,8% земајќи го предвид третиот квартал на 2010 и 2011 година) и Литванија (од

18,3% на 15,3% земајќи го предвид третиот квартал на 2010 и 2011 година). Стапката на невработеност се зголеми во 13 од нив, при што најголемо зголемување беше забележано во Грција (од 13,3% на 18,8% земајќи ги предвид септември 2010 и септември 2011 година), Кипар (од 6,0% на 9,1%) и Шпанија (од 20,4% на 22,9%).

Разликите во поглед на стапката на невработеност коишто постојат помеѓу земјите може да се објасни со различните институционални прилагодувања и различниот одговор на кризата од страна на владите на земјите членки на еврозоната¹⁰⁷. Така на пример, зачестената примена на зголемената флексибилност во аранжманите поврзани со работното време, особено во индустрискиот сектор на Германија и Италија, помогнаа да се забави зголемувањето на стапката на невработеност во овие земји. Од друга страна пак, поголемата примена на привремените договори и помала примена на шемите со скратено работно време, на пример во Шпанија, водеа до значајно намалување на вработените лица и со тоа до значително зголемување на стапката на невработеност којашто достигна и 22,9% (ноември 2011 година) од вкупната работна сила.

Гледано во бројки, во текот на месец ноември 2011 година, бројот на невработени лица во земјите членки на ЕУ изнесувал 23.674 милиони, од кои бројката 16.372 милиони, се однесува на невработените лица од земјите членки на еврозоната.

3.2.3. Ефекти од кризата врз надворешниот сектор

3.2.3.1. Дефицит на тековната сметка и трговски биланс

Во текот на 2008 година, дефицитот на тековната сметка во еврозоната достигна ниво од 133,9 милијарди евра. Само за споредба во 2007 година оствари суфицит од 10,7 милијарди евра.

Рекордниот дефицит во текот на 2008 година, беше резултат на преминувањето на салдото на трговскиот биланс на стоките од суфицит во износ од 45,6 милијарди евра во 2007 година во дефицит во 2008 година којшто изнесуваше 18,3 милијарди евра. Слабењето на извозот особено во втората половина од годината, во комбинација со силниот пораст на увозот беа главните фактори за ваквиот развој на настаните. Повисокиот дефицит во тековните трансфери и премин кон дефицит на приходната компонента исто така влијаеше за влошување на состојбата на тековната сметка. Во исто време, суфицитот во услугите што изнесуваше 42,1 милијарди евра во 2008 година, се намали за мал износ односно само за 4,9 милијарди евра во споредба со претходната година.

Намалувањето на извозот на стоки во текот на 2008 година, може да се објасни со намалување на глобалната побарувачка и влошувањето на трговската размена и условите за финансирање на глобално ниво. По привремениот раст во текот на првиот квартал од година, извозот на еврозоната кон САД и другите земји на *ОЕЦД*, како и кон Кина и остатокот на Азија, се намали, додека извозот кон земјите членки на Европската Унија коишто беа приклучени во европската унија од 2004 година исто така ослабе. Само за споредба, растот на извозот во земјите

¹⁰⁷ OECD, (2010) Employment outlook 2010 “Moving beyond the job crisis” ISBN 978-92-64-084681

членки на *ОПЕЦ* остана силен во текот на целата година, во услови на силен економски раст во овие земји.

Во текот на 2009 година, во еврозоната беше остварено значително намалување на дефицитот на 49,8 милијарди евра. Намалувањето беше остварено како резултат на подобрувањето на состојбата на трговскиот биланс на стоки (преминување од дефицит во 2008 година кон суфицит во 2009 година во износ од 39,4 милијарди евра) и намалување на дефицитот во приходната компонента (односно од дефицит во износ од 58,3 милијарди евра во текот на 2008 година, до дефицит во износ од 28,8 милијарди евра). По острата контракција на трговијата со стоки во еврозоната кон крајот на 2008 година и почетокот на 2009 година, извозот на стоки се стабилизира и во текот на 2009 година растеше побрзо од увозот на стоки, при што во текот на 2009 година беше остварен суфицит на трговскиот биланс на стоки. Во текот на 2009 година, за значителното намалување на дефицитот, придонесе и понискиот дефицит во тековните трансфери. Сите овие промени беа само делумно компензирани со намалувањето на суфицитот на услугите во износ од 9,9 милијарди евра.

Стабилизацијата и постепеното заздравување во извозот на стоки во текот на 2009 година, беше поддржано од зголемувањето на странската побарувачка и постепеното реактивирање на меѓународните ланци на снабдување, како што економската активност на главните извозни партнери на еврозоната го достигна дното и започна да се покрева, а фирмите започнаа со зголемување на производството како резултат на зголемената економска активност.

За разлика од синхронизирани движења во трговијата кон крајот на 2008 година, движењата на извозот во текот на 2009 година, беа значително различни во различни земји. Имено, додека извозот кон Азија и Велика Британија се зголемуваше, извозот кон земјите членки на *ОПЕЦ* и САД продолжи да се намалува сè до октомври 2009 година. Во меѓувреме, апрецијатата на еврото во однос на другите главни валути имаше негативно влијание на компетитивноста на извозот на еврозоната во периодот од март до октомври 2009 година, што во некоја мера го обесхрабруваше извозот и покрај заздравувањето на странската побарувачка.

Движењата на увозот на еврозоната во текот на 2009 година, заостануваа зад оние на извозот. Вредноста на увозот продолжи да се намалува, иако со намалено темпо, во првата половина од годината и се стабилизира во третиот квартал на 2009 година рефлектирајќи ја слабата домашна побарувачка во еврозоната. Намалувањето на увозните цени исто така придонесе за намалување во вредноста на увозот во првата половина од 2009 година. Пониските увозни цени беа делумно резултат на трендот на намалување на цените на нафтата којшто започна во летото 2008 година, што придонесе за намалување на дефицитот во трговијата со нафта (на 126,6 милијарди евра) во текот на 12 месечен период до ноември 2009 година, многу пониско ниво, од она остварено на крајот на 2008 година (220 милијарди евра). Паралелно со зголемувањето на цените на нафтата, увозните цени на енергенсите ја поддржаа стабилизацијата на увозот во втората половина од 2009 година.

Растот на трговската размена на стоки во рамките на еврозоната којшто беше карактеристичен за првата половина на 2010 година, во третиот квартал на 2010 година се забави. Во септември 2010 година, 12 месечниот кумулативен

дефицит на тековната сметка во евро зоната изнесуваше 46,3 милијарди евра (околу 0,5% од БДП).

Во првата половина на годината, извозот остваруваше стапки на раст во еврозоната како резултат на повисоката светска побарувачка за извоз и депрецијацијата на еврото. Она што предизвика забавување на стапката на раст на извозот во третиот квартал од 2010 година, беше зголемувањето на извозните цени во помала мерка од зголемувањето на увозните цени, глобалното забавување на економската активност и како резултат на тоа, ослабената глобална побарувачка, бледнеењето на факторите од привремен карактер (ефектот од експанзивните фискални пакети почна да губи на интензитет). Дефицитот на тековната сметка за целата 2010 година, на земјите членки од еврозоната изнесуваше 56,4 милијарди евра или 0,6% од БДП. Кумулативниот 12-месечен дефицит на тековната сметка на земјите членки на еврозоната, заклучно со ноември 2011 година изнесува 44,9 милијарди евра или 0,5% од БДП.

Доколку се анализира трговската размена на земјите членки на еврозоната, најголем вишок во трговската размена беше остварен во Германија (129,2 милијарди евра – за период од јануари до октомври 2011 година), потоа следат Ирска и Холандија (двете по 35,9 милијарди евра) и Белгија (10,1 милијарди евра). Од друга страна пак, најголем дефицит во трговската размена оствари Франција (72,5 милијарди евра), по којашто следат земјите од периферијата: Шпанија (40,1 милијарди евра), Италија (24,2 милијарди евра), Грција (16,9 милијарди евра) и Португалија (12,0 милијарди евра).

3.2.3.2. Девизен курс

Ефектите од кризата се пренесоа и на девизниот пазар, каде што во текот на првите осум месеци на 2008 година, еврото во однос на доларот бележеше силна апрецијација, при што највисока вредност достигна во средината на јули кога $EUR1=1,60\$$ (апрецијација од 8,6% во однос на крајот на 2007 година). Апрецијацијата на еврото беше резултат на пазарните очекувања за тоа дека еврозоната ќе биде во помала мера погодена од тековната финансиската криза од САД. Имено, како фактори за силната апрецијација на еврото се наведуваат: влегувањето на американската економија во рецесија во 2008 година; турбулентните движења на финансиските пазари како и лошите согледувања за натамошниот економски раст на САД; зголемувањето на каматните распони помеѓу клучните каматни стапки на ФЕД и ЕЦБ, како резултат на нивните дивергентни движења во овој период од годината (постојано намалување на каматната стапка од страна на ФЕД наспроти постојаното зголемување од страна на ЕЦБ).

Но, од почетокот на август 2008 година, започна период на постепена депрецијација на еврото во однос на доларот, при што во октомври 2008 година го достигна дното од почетокот на кризата односно изнесуваше $EUR1=1,25\$$.

Депрецијацијата на еврото во однос на доларот во овој период беше резултат на објавените податоци коишто иницираа на тоа дека финансиската криза којашто потекнуваше од кризата на хипотекарниот пазар во САД, се развиваше во синхронизирано економско забавување на глобално ниво односно проширувањето на финансиската криза и постепеното навлегување во рецесија на дел од земјите-

членки на еврозоната. Значајната депрецијација на еврото во однос на доларот беше поврзана и со кусокот на доларска ликвидност на глобално ниво. Во вакви услови на исклучително зголемена аверзија кон ризикот и финансиско 'делеверизирање', доларот како валута имаше поддршка од неговиот интернационален статус како сигурна валута (сафе хеавен цурренцс). Дополнително, како фактори за случувањата на девизните пазари, во однос на зајакнување на доларот, е намалувањето на каматните распони помеѓу клучните каматни стапки на ФЕД и ЕЦБ (што произлегуваше од намалувањето на референтната каматна стапка на ЕЦБ).

На 31.12.2008 година еврото се тргуваше по курс $\text{EUR1}=1,39\$$ што претставуваше 5% намалување на неговата вредност во однос на почетокот на 2008 година и околу 6% зголемување на неговата вредност во однос на просекот за 2007 година.

Во текот на 2008 година, слично како и односот долар/евро, еврото флукутираше во однос на јапонскиот јен, при што се тргуваше во прилично широки граници од $\text{EUR1}=115,75\text{JP\$}$ и $\text{EUR1}=169,75\text{JP\$}$. Волатилноста на девизниот курс евро/јен ги рефлектираше не само променетите пазарни проценки за глобалните ефекти на кризата, туку и пазарните очекувања во однос на волатилноста на цената на средствата, што од своја страна влијаеше на очекуваната профитабилност од тргувањето со валути (царпстрадес) односно тргување коешто се состои од позајмување во ниско приносна валута (како на пример јенот) и инвестирање во високо приносна валута. Генерално, зголемувањето на очекуваната волатилност на јенот ја намалува неговата атрактивност како валута за финансирање на тргувањето со валути "царпстрадес" предизвикувајќи нагорни притисоци на јенот и надолни притисоци на високо приносните валути¹⁰⁸. Екстремно волатилните состојби на девизниот пазар придонесоа за иницијална апрецијација и последователна остра депрецијација на еврото во однос на јенот во текот на 2008 година. На 31.12.2010 година, еврото се тргуваше $\text{EUR1}=126,14\text{JP\$}$ што претставуваше 23% пониска вредност од почетокот на 2008 година и околу 22% пониска вредност од просекот за 2007 година.

Прелевањето на финансиската криза од САД врз економиите во еврозоната кон крајот на 2008 и на почетокот на 2009 година се одрази со депрецијација на вредноста на еврото во однос на доларот во првите два месеца на 2009 година. Сепак, ваквата тенденција се исцрпи со постепената стабилизација на економиите во еврозоната, така што во останатиот дел од годината еврото апрецираше за 16,7% (од февруари до ноември), односно од $\text{EUR1}=1,28\$$ на $\text{EUR1}=1,49\$$. Овој тренд на апрецијација на еврото се објаснува со попозитивните согледувања од страна на економските субјекти за стабилноста на еврото и стабилноста на економиите од евро-зоната и со каматните распони помеѓу основните каматни стапки на ФЕД (0,25%) и ЕЦБ (1,0%).

Сепак, во услови на неповолни очекувања, заради големиот буџетски дефицит на Грција (од 12,7% од БДП), еврото депрецираше во однос на доларот во ноември и декември за 4,3%, односно цената на еврото се намали од $\text{EUR1}=1,49\$$ на $\text{EUR1}=1,43\$$. На крајот на 2010 година, еврото се тргуваше $\text{EUR1}=1,44\$$, што

¹⁰⁸ IMF, (2009) "Crisis and Recovery" World Economic outlook, April 2009

претставуваше околу 3,5% повисока вредност од онаа на почетокот на 2009 година и околу 2% пониска вредност од просекот за 2008 година.

Во текот на 2009 година, слично како и односот долар/евро, еврото депрецираше во однос на јапонскиот јен, во првите два месеци. Во текот на месец март и април 2009 година, кога економската активност во Јапонија беше полоша од очекуваното, еврото апрецираше во однос на јенот. Во остатокот од 2009 година, еврото флукутираше во граници од ЕУР1=128ЈПС до ЕУР1=138ЈПС. На 31.12.2009 година, еврото се тргуваше по цена за ЕУР1=133,16ЈПС, што претставуваше 5,6% повисоко од почетокот на 2009 година, но околу 12,5% пониско од просекот за 2008 година.

Депрецијатата на еврото во однос на доларот се задржа во првата половина на 2010 година, како резултат на умереното и нееднакво опоравување на економиите од еврозоната во комбинација со големите буџетски дефицити на економиите од еврозоната, што оневозможуваше ЕЦБ да ја зголеми клучната каматна стапка во догледно време. Воедно депрецијацијата на еврото во однос на доларот е и резултат на побавното закрепнување на економијата на еврозоната во однос на економијата на САД. Во однос на другите валути, депресијата беше најмногу нагласена во однос на доларот и јапонскиот јен, а депрецираше и во однос на стерлингот и австралискиот долар.

По силната депрецијација на еврото во однос на доларот во првата половина од 2010 година, еврото апрецираше во однос на доларот од средината на јуни 2010 година, до почетокот на ноември 2010 година. Притоа од најниската вредност на почетокот на месец јуни ЕУР1=1,1942\$ достигна вредност од ЕУР1=1,4244\$ на почетокот на месец ноември 2010 година. Еврото бенефицираше како резултат на објавените послаби економски податоци за економијата на САД од очекуваните и во голема мера од позитивните реакции на објавувањето на резултатите од стрес тестот врз банките коишто ја намалија потребата од купување на долари (како сигурна валута).

Кон крајот на 2010 година, еврото продолжи да апрецира во однос на доларот како резултат на натамошното задржување на умерените стапки на раст во САД во текот на третиот квартал, очекувањата за натамошно задржување на економијата на САД во зоната на умерен раст, очекувањата на инвеститорите за започнување на нов циклус на квантитативно олеснување од страна на ФЕД (што подоцна се реализира преку откуп на државни хартии од вредност). Откупувањето на државни хартии од вредност од страна на ФЕД влијаеше во насока на пораст на цената на овие обврзници и намалување на стапката на принос на доларските хартии од вредност. Како резултат на намалената атрактивност на доларските хартии од вредност, инвеститорите се пренасочуваат кон инвестирање во поприносна актива. На 31.12.2010 година односот долар/евро изнесуваше ЕУР1=1,3362\$.

Кон крајот на 2010 година, еврото апрецираше во однос на јапонскиот јен, наспроти трендот на депрецијација што го имаше на почетокот на 2010 година. Иако сè уште релативно силна валута, еврото ја заврши 2010 година со еден од најлошите перформанси од неговото креирање во 1999 година.

Како резултат на повторното излегување на површина на европската должничка криза, еврото го продолжи лошиот перформанс и на почетокот на 2011 година. Највисоката вредноста на еврото во однос на доларот, во 2011 година, беше

достигната на почетокот на месец мај односно ЕУР1=1,4882\$ (највисока вредност по декември 2009 година). Ваквото движење на еврото беше поттикнато од фактот што ЕЦБ беше прва од главните Централни банки која што ја затегна монетарната политика (зголемување на основната каматна стапка од 0,25% на 1,25 во април 2011 година). За разлика од ЕЦБ, ФЕД не покажуваше никакви знаци за монетарно затегнување односно очекувањата беа дека каматните стапки ќе останат непроменети се до пролетта 2012 година. Сепак, ескалацијата на европската должничка криза, и потенцијалниот банкрот на Грција изврши силен надолн притисок на еврото во однос на другите валути, како резултат на што за неполн месец еврото се спушти на ЕУР1=1,3968\$ што претставуваше најниска вредност во последните два месеци. До крајот на 2011 година, европската должничка криза остана во централниот фокус на пазарите односно и една од главните причини за надолното движење на еврото. Постигнатиот договор на Самитот на ЕУ во текот на месец октомври за рекапитализација на европските банки, дисконтирање на грчкиот долг и зголемување на паричниот фонд на Европскиот стабилизационен механизам (ЕФСФ), придонесе за краткотрајна стабилност на пазарите, што влијаеше за апresiasiја на вредноста на еврото во однос на доларот односно ЕУР1=1,4160\$. Од тогаш, па се до крајот на годината вредноста на еврото имаше надолна линија, како резултат на што, годината ја заврши со ЕУР1=1,2939\$.

3.2.4. Ефекти од кризата врз фискалниот сектор

3.2.4.1. Буџетски дефицит и јавен долг

Како резултат на глобалната финансиска криза и контрацикличните фискални мерки од страна на земјите во евр-зоната, фискалната позиција на истите значително се влоши во текот на 2009 година. Притоа, буџетскиот дефицит на земјите членки на еврозоната се зголеми од 2,1% од БДП во 2008 година, на 6,4% од БДП во 2009 година, што претставува значително влошување на фискалната позиција (за прв пат од создавањето на монетарната унија, зголемување за 4,3 процентни поени за само една година). Буџетскиот дефицит во текот на 2010 година беше скоро непроменет и изнесуваше 6,2% од БДП. Влошувањето на фискалната позиција, одеше паралелно со силниот пад на БДП, главно како резултат на преземените контрациклични фискални мерки. Согласно проекцијата на Европската комисија (од крајот на 2011 година), буџетскиот дефицит на земјите членки на еврозоната во текот на 2011 година се очекува да се намали и да изнесува 4,1% од БДП.

Табела бр.8: Буџетски дефицит (-)/суфицит (+) во земјите членки на еврозоната, % од БДП (2007-2010)

Земја/Година*	2007	2008	2009	2010
Белгија	-0,3	-1,3	-5,8	-4,1
Германија	0,2	-0,1	-3,2	-4,3

Естонија	2,4	-2,9	-2,0	0,2
Ирска	0,1	-7,3	-14,2	-31,3
/Грција	-6,5	-9,8	-15,8	-10,6
Шпанија	1,9	-4,5	-11,2	-9,3
Франција	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1
Италија	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6
Кипар	3,5	0,9	-6,1	-5,3
Луксембург	3,7	3,0	-0,9	-1,1
Малта	-2,4	-4,6	-3,7	-3,6
Холандија	0,2	0,5	-5,6	-5,1
Австрија	-0,9	-0,9	-4,1	-4,4
Португалија	-3,1	-3,6	-10,1	-9,8
Словенија	0,0	-1,9	-6,1	-5,8
Словачка	-1,8	-2,1	-8,0	-7,7
Финска	5,3	4,3	-2,5	-2,5

*податоците се согласно месечен извештај од јануари 2012 година
(Извор: Европска Централна Банка)

Како што можеме да видиме и од табелата, во текот на 2009 и 2010 година скоро сите земји членки на еврозоната имаат дефицит од над 3% од БДП. Грција и Ирска (во 2009 и 2010 година), а Шпанија (во 2009 година) достигнаа и двоцифрени стапки на буџетски дефицит. Како резултат на тоа, сите земји со исклучок на Естонија, Луксембург и Финска, се предмет на програми за намалување на преголемите буџетски дефицити. Согласно препораките од Советот за економски и финансиски прашања на земјите членки на еврозоната (ЕЦОФИН Цоунцил), сите земји членки треба утврдат мерки и да ги засилат нивните напори за намалување на буџетските дефицити што е можно поскоро, но не подоцна од 2012 година.

Намалувањето на економската активност, зголемувањето на дефицитите и владините интервенции како одговор на финансиската криза, придонесе за огромен пораст на јавниот долг во однос на БДП. При тоа јавниот долг за еврозоната во 2009 година порасна значително на 79,8% од БДП, од 70,1% од БДП во 2008 година. Во текот на 2009 година, десет земји членки на еврозоната (споредено со осум во 2007 година) имаа стапка на јавен долг над 60% од БДП. Притоа две земји (Грција – 129,3% од БДП и Италија – 115,5% од БДП) имаа троцифрени стапки на јавен долг во однос на БДП.

Во текот на 2010 година, јавниот долг на земјите членки на еврозоната продолжи да расте и достигна 85,3% од БДП. Притоа, бројот на земјите членки што имаат јавен долг над 60% од БДП се зголеми и достигна дванаесет, а Грција и Италија останаа земји со троцифрени стапки на јавен долг и во 2010 година (144,9% и 118,4% соодветно). Согласно проекциите од Европската комисија, јавниот долг на земјите членки на еврозоната за 2011 година, се зголемува од 85,3% во 2010 година на 88% во 2011 година. Како што може да се забележи од табелата во продолжение,

јавниот долг во текот на 2010 година, само во пет земји членки на еврозоната се наоѓа под 60% од БДП (Естонија, Луксембург, Словенија, Словачка и Финска).

Табела бр.9: Јавен долг во земјите членки на еврозоната, % од БДП,(2007-2010)

Земја/Година*	2007	2008	2009	2010
Белгија	84,1	89,3	95,9	96,2
Германија	65,2	66,7	74,4	83,2
Естонија	3,7	4,5	7,2	6,7
Ирска	24,8	44,2	65,2	92,5
Грција	107,4	113,0	129,3	144,9
Шпанија	36,2	40,1	53,8	61,0
Франција	64,2	68,2	79,0	82,3
Италија	103,1	105,8	115,5	118,4
Кипар	58,8	48,9	58,5	61,5
Луксембург	6,7	13,7	14,8	19,1
Малта	62,1	62,2	67,8	69,0
Холандија	45,3	58,5	60,8	62,9
Австрија	60,2	63,8	69,5	71,8
Португалија	68,3	71,6	83,0	93,3
Словенија	23,1	21,9	35,3	38,8
Словачка	29,6	27,8	35,5	41,0
Финска	35,2	33,9	43,3	48,3

*податоците се согласно месечен извештај од јануари 2012 година
(Извор: Европска Централна Банка)

Рефлектирајќи го влошувањето на фискалната позиција, каматниот распон на државните обврзници на земјите членки на еврозоната (посебно на оние од периферијата) спореден со германските државни обврзници започна да се зголемува од 2008 година. Иако намалувањето во каматниот распон беше забележано од март 2009 година, сепак на крајот на годината, и во текот на 2010 и 2011 година, каматните распони на земјите од периферијата (Грција, Шпанија, Италија, Португалија и Ирска) што се соочија со исклучително негативни фискални движења, силно отстапуваа од просечните трендови.

Како резултат на должничката криза во Европа и отежнатите пазарни услови, земјите членки на еврозоната преземаа мерки, со цел да ги намалат високите буџетски дефицити и јавниот долг. Во продолжение следи краток осврт на последните „буџетски“ случувања во најголемите земји членки на еврозоната и оние опфатени со финансиската програма за помош од ММФ и ЕУ.

- Во Германија, согласно последните владини проекции, буџетскиот дефицит се очекува да се намали на околу 1% од БДП во 2011 година, што претставува околу 1,5 процентни поени под таргетот утврден со стабилизационата програма (согласно последната промена од април 2011 година). Ова „буџетско подобрување“ се должи на поголемите приходни остварувања. Очекувањата се дека буџетскиот дефицит ќе остане околу 1% од БДП во текот на 2012 година и ќе се намали до 0,5% од БДП во 2013 година. Што се однесува со јавниот долг, очекувањата се дека истиот постепено ќе се намали од 83,2% од БДП во 2010 до околу 75,5% од БДП во 2015 година.
- Во Франција, во текот на месец ноември 2011 година беше објавен нов пакет мерки за постигнување на таргетот за буџетски дефицит во 2012 односно 2013

година, согласно програмата за стабилизација (4,6% од БДП и 3,0% од БДП соодветно). Иако новиот пакет мерки се заснова главно на мерки на приходната страна, истиот содржи значајни мерки и на расходната страна. Овие мерки вклучуваат намалување од 2,8% на 2,5% на годишната стапка на здравствени трошоци и намалување на преодниот период за промената којашто се однесува на годините за остварување на законска старосна пензија (од 60 на 62 години, во 2018 наместо во 2017 година). На приходната страна, мерките вклучуваат воведување на нови даноци или зголемување на веќе постоечките.

- Во Италија, во текот на месец декември 2011 година, владата донесе нов пакет на фискални и мерки насочени кон реалната економија. Овој пакет содржи мерки вредни 20 милијарди долари насочени кон намалување на буџетскиот дефицит и 10 милијарди долари насочени кон поттикнување на растот. Мерките вклучуваат намалување на трошоците за пензии, повторно воведување на одредени даноци или зголемување на постојните (со овие мерки се превидува зголемување на ДДВ-то).
- Во Шпанија, таргетот за буџетски дефицит за 2012 година изнесува 4,4% од БДП. И во оваа земја се преземени мерки кои влијаат на намалување на буџетските трошоци и зголемување на приходите (намалување на платите во 2010 година, замрзнување на платите и пензиите во 2011 година, намалување на јавните инвестиции и други расходни ставки од буџетот).
- Во Португалија, согласно владините проекции буџетскиот дефицит треба да се намали на 4,5% од БДП во 2012 година. Покрај намалувањето на платите започнато во 2011 година (кое треба да продолжи и во 2012 година), останатите мерки коишто ќе влијаат на буџетот во 2012 година вклучуваат укинување на тринаесета и четиринаесета плата, намалување на пензиите - еквивалентно на укинувањето на тринаесета и четиринаесетата пензија, мерки во здравствениот сектор, намалувањето на владините инвестиции и повисоки даночни приходи (поголем дел од даночните стапки се зголемија на стандардната стапка од 23%).
- Во Грција, фискалната програма за прилагодување на буџетскиот дефицит на среден рок, којашто беше усвоена во текот на јуни и август 2011 година се чинеше недоволна за достигнување на зададената таргет согласно програмата за финансиска помош од ММФ и ЕУ, како резултат најлошите макроекономски остварувања, намалувањето на даночните приходи и задоцнетите односно неимплементирани мерки. Во одговор на настанатата ситуација, властите усвоија нови мерки за фискална консолидација коишто треба да овозможат намалување на буџетскиот дефицит под 3% од БДП до 2014 година. Од октомври 2011 година, Грција со претставниците на Европската комисија, ЕЦБ и ММФ (т.н. “тројка” на меѓународните кредитори) води преговори за нов пакет помош во износ од 130 милијарди евра, во замена за строга фискална програма. Притоа, Грција во обид да го избегне банкротот води преговори со приватните кредитори за отпишување на долгот од околу 100 милијарди евра односно отпишување на 50% од номиналната вредност на грчките државни обврзници. Под претпоставка за ригорозна имплементација на програмата, вкупниот јавен долг на Грција

до 2020 година би требало да се намали на околу 120% од БДП (во 2010 изнесува 144,9% од БДП).

- Во Ирска, по 2011 година, владата останува на определбата за превземање на сите неопходни мерки со цел да го достигне буџетскиот таргет односно намалување на буџетскиот дефицит под 3% од БДП до 2015 година. Имено, по извршената ревизија, беше заклучено дека Ирска е на пат да го достигне и таргетот за буџетски дефицит за 2011 година од 10,6% од БДП.

Со интензивирањето на европската должничка криза во текот на 2010 и 2011 година, целото внимание на европската, па можеме да кажеме и на светската јавност е насочено кон преголемата задолженост и можниот банкрот на Грција, како и финансиските потреби на Шпанија и Италија. Од суштинска важност е да се поврати довербата во одржливоста на јавните финансии. Високите дефицити мора да бидат корегирани, а во случај на отстапувања од барањата согласно програмите за намалување на преголемите буџетски дефицити, мора да бидат преземени потребните чекори односно корективни т.е. казнени акции и мерки. Главниот фокус на фискалната консолидација треба да биде ставен на расходните ставки од буџетот, со истовремено поттикнување на растот преку реформи во однос на трошењето и зголемување на ефикасноста во поглед на наплатата на даноците.

3.3. Должничка криза (*souvereign debt crisis*) во рамки на еврозоната

3.3.1. Причини за појава на должничката криза во еврозоната

Од макроекономски аспект, две главни причини лежат во основата на кумулирањето на јавен долг во европската периферија. Тоа се:

- динамиката на раст на германската економија во 2000-тата година;
- губењето на монетарната независност на земјите од европската периферија¹⁰⁹, како резултат на влезот во Европската монетарна унија.

3.3.1.1. Динамиката на раст на Германската економија

Во однос на првата причина, Германија е најголемата економија во европската монетарна унија и растот на нејзината економија има влијание врз периферните економии. Во 2000-тата година, растот на германската економија беше воден, не од домашната побарувачка туку од странската побарувачка вклучувајќи ја тука и побарувачката од земјите од европската периферија како резултат на што остваруваше висок трговски суфицит. Забавената односно непостоечка стапка на раст на платите, засилена со германскиот неолиберален режим, го попречуваше растот на агрегатната побарувачка и ги држеше стапките на инфлацијата на ниско ниво. Ниската инфлација во рамките на монетарната унија значеше високи реални каматни стапки во Германија и паралелно со ниската стапка на раст на агрегатната побарувачка, имаше негативно влијание на приватните инвестиции. Но, ниската стапка на раст на платите во споредба со земјите од

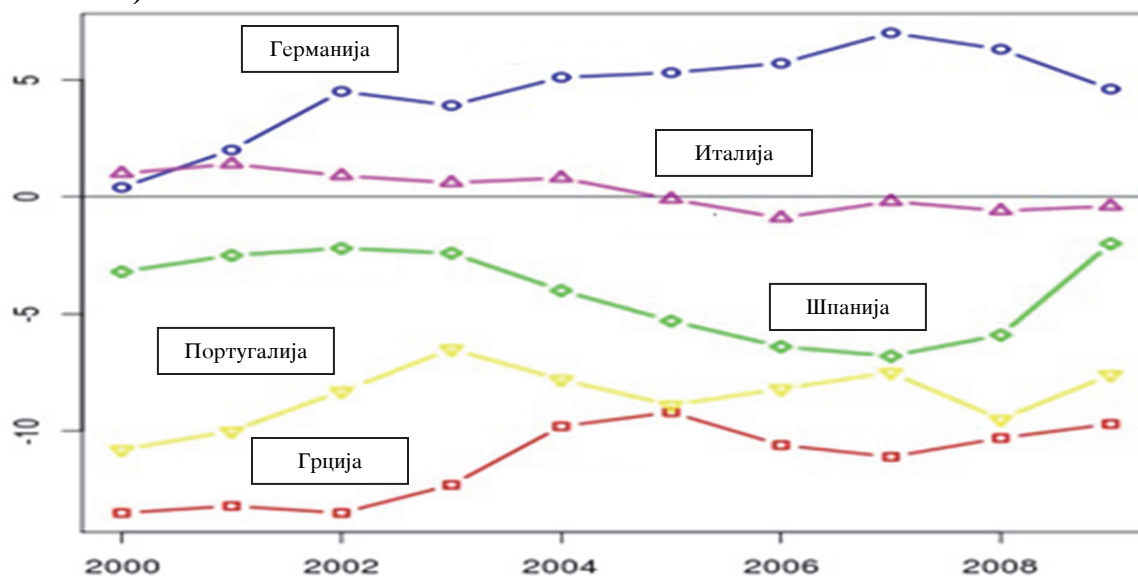
¹⁰⁹Грција, Шпанија, Португалија и Италија

европската периферија, во исто време и даваше на Германија конкурентна предност на домашниот пазар на периферните земји.

Со оглед на тоа што причината за постоење на монетарна унија беше поблиска интеграција на економиите преку непречено меѓугранично движење на стоки, услуги, капитал и работна сила, германските компании вршеа целосно искористување на оваа интеграција градејќи предност од пониската стапка на раст на платите. Имено, германските компании ги заземаа пазарите од периферијата, а трговскиот суфицит на германската економија во голема мера беше двигател на стапката на раст на БДП во 2000-тите години.

Но, постојаниот трговски суфицит во Германија значеше постојан трговски дефицит за нејзините трговски партнери вклучувајќи ги и земјите од европската периферија. Оваа карактеристика на растот на германската економија, предизвика сериозни и постојани дебаланси во земјите од еврозоната. Во текот на 2000-тите, земјите како Грција, Португалија, Шпанија и Италија имаа големи и растечки трговски дефицити.

Графикон бр.63: Трговски дефицити во одредени земји од еврозоната, % од БДП (2000-2008)



Владите можат да придонесат за зголемување на буџетскиот дефицит на една земја како резултат на контрацикличните политички акции коишто се неопходни кога економијата се наоѓа во рецесија. Но, постојаниот трговски дефицит може исто така да придонесе за зголемување на буџетскиот дефицит на следниот начин: трговскиот дефицит негативно влијае на агрегатната побарувачка и го намалува производството и приходот преку ефектот на мултипликација. Додека, при преземање на контрациклични фискални мерки, владата го зголемува трошењето, падот во производството ги намалува даночните приходи. На тој начин дополнително се зголемува буџетскиот дефицит. Притоа, ако се земат предвид

периферните земји на еврозоната во текот на 2000-тите години, нивниот трговски дефицит во голема мера придонесување за високи буџетски дефицити.

3.3.1.2. Губење на монетарна независност

Втората причина, губењето на монетарната независност на земјите од европската периферија; имено, да се биде дел од монетарна унија со заедничка валута значи да се изгуби можноста за управување со девизниот курс и водење на монетарната политика преку одредување на краткорочните каматни стапки за регулирање на понудата на парични средства во економијата.

Соочени со растечки трговски дефицити, земјите како Грција, Португалија, Ирска, Италија и Шпанија не можеа ниту да извршат девалвација на своите валути ниту пак можеа да ги одредуваат краткорочните каматните стапки за да се справат со рецесијата и високите стапки на невработеност коишто се појавија како резултат на глобалната економска криза од 2007 година.

Така, додека извозно-ориентираниот германски раст водеше кон сериозни и постојани трговски дебаланси во земјите членки на монетарната унија и придонесување кон зголемување на јавниот долг во земјите од Европската периферија, учеството на истите земји во монетарната унија строго ја ограничи нивната способност да се справат со дебалансите.

На тој начин кога финансиската криза ги погоди нивните економии како негативен шок на побарувачката, доведе до огромен пад на извозот, а структурните дебаланси коишто беа присутни во последната декада пред почетокот на кризата, беа зголемени со зголемените трговски дефицити. Обидите на владите од периферните земји на еврозоната, да се спротивстават на негативните влијанија на глобалната рецесија со стимулирање на трошењето и намалување на даночните приходи како резултат на рецесијата во овие земји, ги зголеми и онака веќе високите дефицити. Крајниот резултат беше зголемување на јавниот долг и почеток на должничка криза којашто ја тресе еврозоната од крајот на 2009 година.

3.3.2. Почеток на должничката криза во еврозоната

Должничката криза во земјите од европската периферија започна во октомври 2009, кога се обелодени дека буџетскиот дефицит на Грција е многу повисок отколку што беше претходно објавувано. Во тој период податоците за буџетскиот дефицит на Грција беа ревидирани, на 13% од БДП, многу повеќе од претходно објавените 3,7% од БДП.

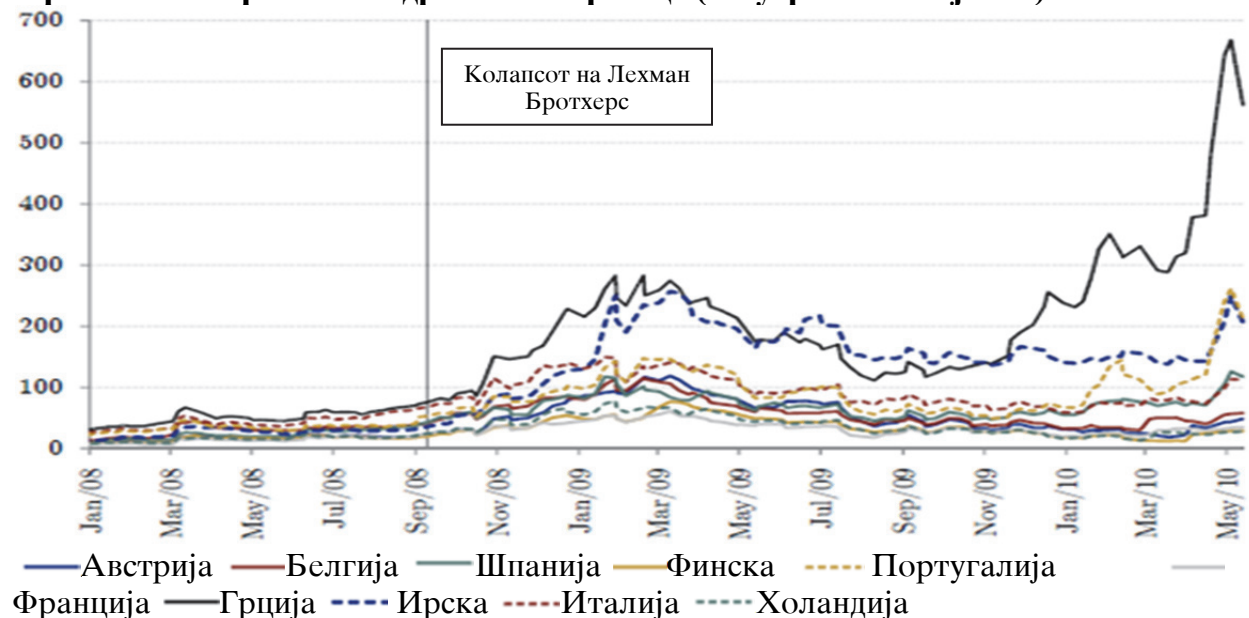
Со големиот буџетски дефицит и јавен долг, кредитните рејтинг-агенции го намалија кредитниот рејтинг на Грција, најпрво кон крајот на 2009 година и потоа подоцна во април 2010 година. Во исто време, приносите и кредитните дефолт својови за грчките државни обврзници се зголемија, рефлектирајќи ги очекувањата на пазарните учесници за зголемен кредитен ризик и можност за банкрот на земјата. Како резултат на финансиската поврзаност помеѓу земјите од еврозоната, а особено на земјите т.н. Европска периферија, реалниот страв од зараза се прошири брзо помеѓу европските финансиски пазари. Пазарите на обврзници во Португалија, Шпанија, Ирска, па дури и Италија беа најмногу погодени.

3.3.2.1. Движење на каматните распони меѓу државните обврзници во еврозоната

Каматните распони меѓу државните обврзници во еврозоната нагло се зголемија од почетокот на финансиската криза. По октомври 2007 година, а посебно по колапсот на *Лехман Бројџерс* во септември 2008 година, каматните распони помеѓу германската обврзница која претставува репер (*бенцхмарк*) и пониско рангираните државни обврзници значително порасна¹¹⁰.

Така на пример, каматниот распон помеѓу 10-годишната германска обврзница и останатите земји, беше во просек 18 базични поени во периодот од 1999-2007 година, во текот на август 2007 се зголеми на 56 базични поени и од октомври 2008 година се зголеми на 99 базични поени. Во исто време, разликите помеѓу одредени земји членки на еврозоната станаа поизразени, па каматните распони на државните обврзници на некои земји, а особено на Ирска и Грција се зголемија многу повеќе од оние на други земји (како Франција или Холандија).

Графикон бр.64: Каматни распони помеѓу државните обврзници на земјите од еврозоната и германската државна обврзница (Јануари 2008-Мај 2010)



(Извор: Тхомсон Реутерс)

Генерално, каматните распони помеѓу државните обврзници во рамките на еврозоната претставуваат:¹¹¹

- индикатори за влошување на фискалната позиција на земјите и зголемен кредитен ризик;

¹¹⁰Manganelli, S. and Wolswijk, G., (2007) "Market discipline, financial integration and fiscal rules. What drives spreads in the euro area government bond market?", ECB WP 745

¹¹¹Барриос, С., Иверсен, П., Лењандовска, М. анд Сетзер, Р., (2010) "Детерминанте оф интра-еуро ареа говернмент бондспреадс дуринг тхе финансиал крисис" ЕЦБ Публиц Финанце Њорксхоп Фрида 29, Франкфурт

- ја одразуваат ликвидноста на државните обврзници;
- ја одразуваат промената во преференциите на инвеститорите и придружната повторна оценка на ризикот. Во време на финансиска и економска несигурност, инвеститорите имаат поголема преференција за помалку ризични и повеќе ликвидни средства, што се одразува на зголемување на висина на премијата за поризичните средства.

Кај високозадолжените земји и земјите со големи дефицити на тековната сметка доаѓа до зголемување на приносите на државните обврзници како резултат на влошените јавни финансии. Ова воедно ги рефлектира пазарните перцепции согласно кои земјите со високи дефицити на тековната сметка може да се соочат со дополнителни потешкотии за обновување на фискалната стабилност, без понатамошно нарушување на економскиот раст.

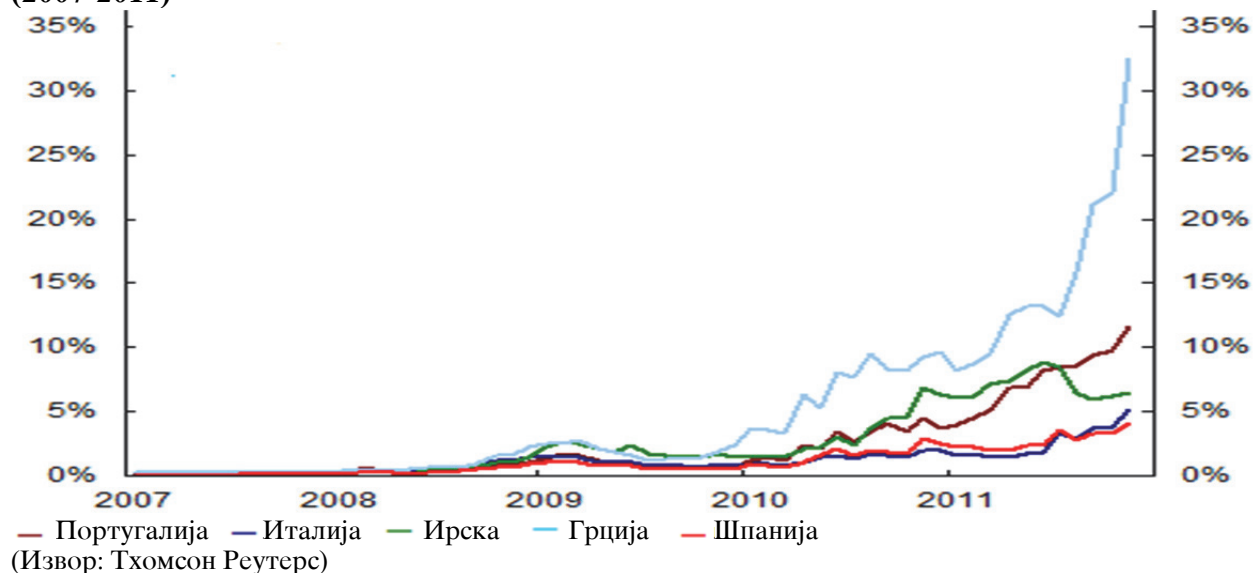
Како што може да се види од графиконот бр. 64, каматните распони помеѓу државните обврзници на земјите членки на еврозоната и германската државна обврзница значително се зголемија во текот на 2008 година, особено во текот на втората половина на годината, во месеците по колапсот на *Лехман Бројџерс* рефлектирајќи ги разликите во кредитниот ризик и ликвидносната премија помеѓу земјите.

Продолжувајќи го трендот на ширење започнат во текот на 2008 година, во текот на првиот квартал на 2009 година, каматните распони помеѓу 10-годишните државни обврзници на земјите членки на еврозоната и оние на германските обврзници ги достигнаа највисоките забележани нивоа од создавањето на монетарната унија, а помеѓу вториот квартал на 2009 година и средината на 2009 година, распоните генерално имаа надолен тренд. Од октомври 2009 година, значителното влошување на јавните финансии во некои земји од еврозоната предизвика огромна загриженост за нивната одржливост, што се прелеа кон другите земји членки со послаби макроекономски перформанси. Така, во Грција, Португалија и во помала мерка Ирска, Шпанија и Италија, каматните распони значително се зголемија во почетокот на 2010 година. Иако имаше зголемување на каматните распони и кај другите земји, тие не ги надминаа нивоата коишто беа достигнати во месеците по колапсот на *Лехман Бројџерс*.

Во текот на 2010 година, каматниот распон помеѓу 10-годишните државни обврзници споредени со оние на германските обврзници значително се зголемија, особено за Грција, Португалија и Ирска. Во текот на месец април, пакетот мерки што беше усвоен за Грција предизвика само привремено намалување на кредитниот ризик на Грција. Кон крајот на април 2010 година, беше извршено намалување на кредитниот рејтинг на Грција од страна на *СџП*, што само дополнително придонесе за продажба од страна на инвеститорите на грчките обврзници и дополнителен пораст на каматните распони.

По настаните од 6-7 мај 2010 година, каматниот распон на 10-годишните државни обврзници беше на рекордно високо ниво, а вниманието на светската јавност беше привлечено и од потенцијалните прелевања на должничката криза на другите земји, Португалија, Ирска, Шпанија и Италија.

Графикон бр.65: Каматни распони помеѓу 10-годишните државни обврзници на Португалија, Италија, Ирска, Грција и Шпанија и Германската државна обврзница (2007-2011)



На крајот на 2010 година, распонот помеѓу приносите на државните обврзници на периферните земји и оние на германските државни обврзници изнесуваше: за Грција – 910 б.п.; за Ирска 605 б.п.; за Португалија 260 б.п.; за Шпанија 260 б.п. и за Италија 170 б.п. Како што може да се забележи освен Грција за којашто се појавија сомнежи во врска со исполнувањето на нејзиниот таргет за буџетски дефицит од октомври 2010 година, Ирска започна да привлекува значително внимание кај инвеститорите, како резултат на загриженоста за фискалниот товар поврзан со поддршката на Ирската влада на финансискиот сектор. На 28 ноември 2010 година беше најавен договор за финансиска поддршка за Ирска, но пазарните услови дополнително се влошија како резултат на што каматниот распон на ирските државни обврзници и германските државни обврзници беше зголемен.

Во текот на 2011 година, како што може да се забележи од графиконот бр. 65 продолжи зголемувањето на распонот помеѓу приносите на државните обврзници на периферните земји и оние на германските државни обврзници. Во исто време побарувачката за државни обврзници со висок кредитен рејтинг и висока ликвидност продолжи да влијае на намалувањето на приносите на германските државни обврзници. Во текот на 2011 година, дојде до намалување на кредитните рејтинзи на голем број на земји од еврозоната. На Шпанија и Италија им беше намален кредитниот рејтинг од страна на трите реномирани кредитни рејтинг-агенции (СџП, Моодс'с, Фитцх), а во исто време беше намален и кредитниот рејтинг на Белгија и Португалија, што придонесе за нагорен притисок на приносите на државните обврзници од овие земји. Кон крајот на 2011 година, дојде до нагло зголемување на распонот помеѓу приносите на државните обврзници на периферните земји и оние на германските државни обврзници (посебно на Грција и Италија) како резултат на обновената несигурност и интензификацијата на должничката криза.

Најмногу од промените во приносите на државните обврзници на земјите членки од еврозоната го рефлектираа однесувањето на дел од инвеститорите што претставуваше „лет кон квалитет“ (*флиџхил ѿо-љуалиѿс бехаѿиоур*), при што германските обврзници се сметаа за најликвидни од сите државни обврзници на земјите членки на еврозоната. Како резултат на тоа, овие обврзници привлекоа најголем дел од вложувањата на инвеститорите, со што и делумно се објаснува ширењето на каматните распони помеѓу тие обврзници и другите државни обврзници на земјите членки од еврозоната (дури и оние коишто имаа идентични или дури и подобри фискални позиции).

3.3.2.1.1. Детерминанти на движењето на каматните распони помеѓу државните обврзници во земјите членки на еврозоната

Детерминанти на каматните распони помеѓу државните обврзници во еврозоната се: кредитниот ризик, ликвидносниот ризик и промените во аверзијата кон ризикот¹¹².

Кредитен ризик. Постојат три типа кредитен ризик:

- ризик од неисполнување на обврските (*default risk*) – ризик дека издавачот на обврзницата нема да може да ги исполни своите обврски за плаќање на купонот или плаќање на главницата по достасување;
- ризик на кредитен распон (*credit spread risk*) – ризик којшто се базира на движењето на цената на обврзницата односно веројатност дека пазарната вредност на обврзницата ќе се намалува повеќе од вредноста на другите обврзници
- ризик од намалување на рејтингот (*downgrade risk*) – го рефлектира ризикот од намалување на кредитниот рејтинг на издадениот долг од страна на кредитната рејтинг-агенција.

Финансиската криза имаше влијание на сите типови кредитен ризик. Имено, вложувањето на фискалните позиции како резултат на високиот трошок на финансиските пакети за спасување и дискреционите фискални стимули го покренала прашањето за одржливоста на јавните финансии. Во прилог на вообичаените индикатори јавен долг и дефицит, високиот дефицит на тековната сметка во неколку земји членки на еврозоната ја зголеми пазарната перцепција за ранливоста на овие земји при пресврти во меѓународните текови на финансирање. Покрај тоа кредитните рејтинг-агенции го намалија кредитниот рејтинг на долгот издаден од неколку земји членки на еврозоната. Ова имаше директно влијание на одлуките на инвеститорите во врска со нивните портфолија бидејќи многу од нив имаа ограничувања на инвестициите зависно од кредитниот рејтинг на издадениот должнички инструмент.

Ликвидносен ризик. Националните пазари на обврзници во земјите членки на еврозоната се разликуваат во однос на ликвидноста. Ликвидниот пазар им

¹¹²Barrios, S., Iversen, P., Lewandowska, M. and Setzer, R., (2010) “Determinants of intra-euro area government bondspreads during the financial crisis” ECB Public Finance Workshop Friday 29, Frankfurt

овозможува на учесниците да ги вреднуваат и тргуваат со своите позиции во секое време. Ова значи дека во секое време мора да има доволен обем на налози за купување и продавање (длабочина на пазарот) и остварените трансакции со голем обем да не влијаат во голема мера на цените на пазарот.

Факторите коишто ја детерминираат ликвидноста ги вклучуваат издавачката политика и постоењето на доволно ликвидни пазари на фјучерси што на инвеститорите им нудат можности за хеџирање на ризикот. Така на пример, германскиот пазар на обврзници е единствениот во Европа којшто има ликвиден пазар на фјучерси, кој од своја страна влијае на зголемувањето на побарувачката за германски обврзници споредено со обврзници издадени од другите земји членки на еврозоната.

Аверзија кон ризик. Аверзијата кон ризикот е поврзана со подготвеноста на инвеститорите да преземаат ризик. Во време на финансиска несигурност, инвеститорите го ребалансираат своето портфолио кон помалку ризични хартии од вредност, паралелно со зголемувањето на нивната аверзија кон ризик. Во принцип од ова треба да имаат корист сите државни хартии од вредност кои што вообичаено се сметаат за помалку ризични споредено со други класи на средства пример, корпоративни обврзници или акции. Помеѓу државните хартии од вредност издадени од земјите членки на еврозоната, германската обврзница се смета за најсигурен инструмент (сафест хавен) и од аспект на кредитниот квалитет – без ризична и од аспект на ликвидноста.

Затоа, во услови на висока аверзија кон ризикот: лет кон сигурноста” (*флиџхџ-џо-сафеџс*) и „лет кон ликвидност” (*флиџхџ-џо-лиџуидџс*) кај германската државна обврзница се поизразени отколку кај другите државни обврзници.

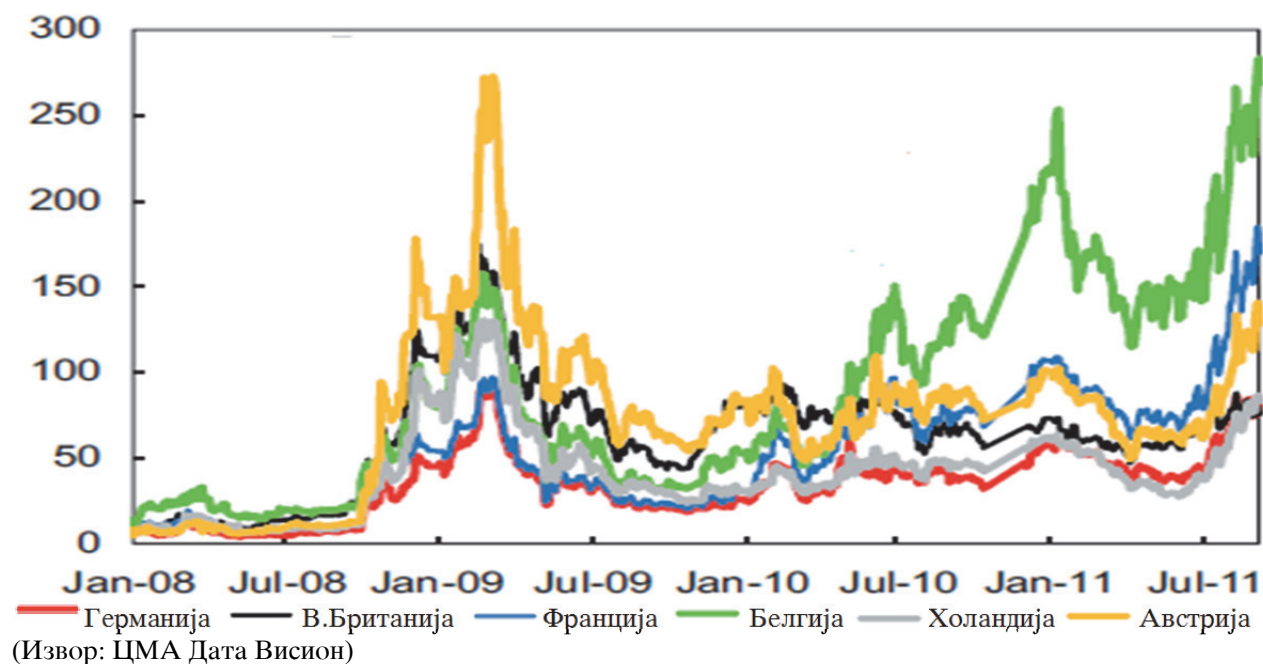
3.3.2.2. Пазар на кредитни дефолт свопови на државен долг (*Sovereign CDS market*)

Европската должничка криза, иако произлезе од неколку земји, нејзините ефекти се почувствуваа низ финансиските пазари низ еврозоната.

Со продлабочувањето на европската должничка криза и по намалувањето на кредитниот рејтинг на Грција, Ирска, Португалија и Шпанија, дојде до зголемување на каматните распони на државните обврзници (соувереиџн бонд спреадс) и зголемување на распоните на кредитните дефолт свопови на државниот долг – (соувереиџн ЦДС спреадс).

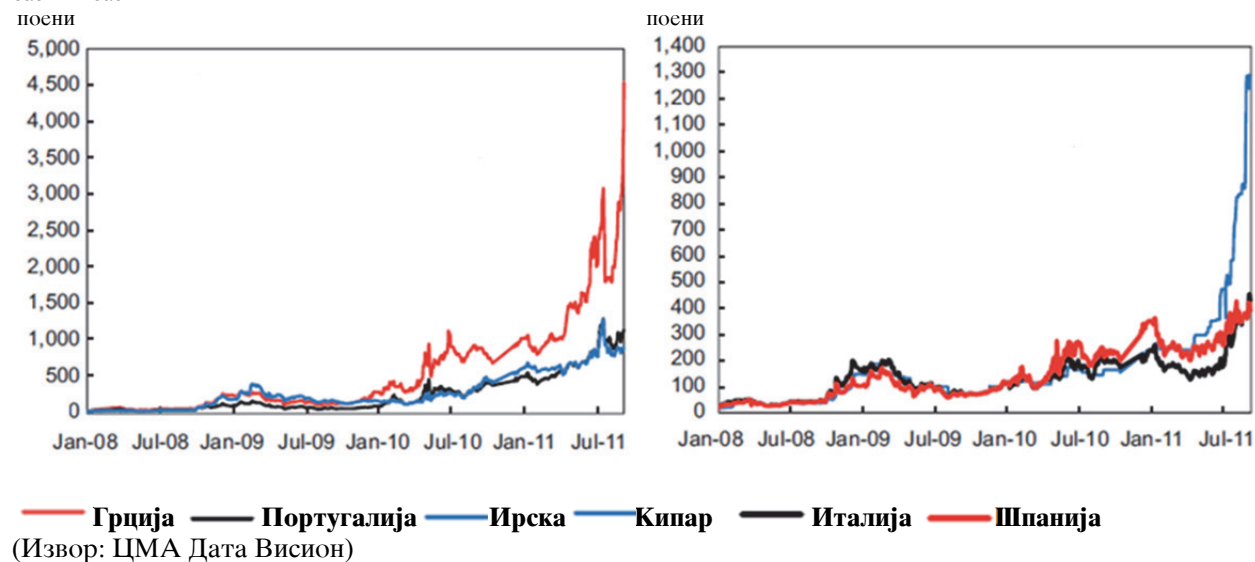
Графикон бр. 66: Распони на 5- годишни кредитни дефолт свопови на државниот долг (ЦДС спреадс) на Германија, В.Британија, Франција, Белгија, Холандија и Австрија (јануари 2008-септември 2011)

базични
посни



Графикон бр.67: Распони на 5-годишни кредитни дефолт свопови на државниот долг (ЦДС спреадс) на Грција, Португалија, Ирска, Кипар, Италија и Шпанија (јануари 2008-септември 2011)

базичнибазични



Како што може да се види од графикон бр. 66 и 67, во еврозоната, на пазарот на *ЦДС*-се почувствува значителен притисок во првата половина на 2010 година. При тоа највисоки нивоа во текот на 2010 и 2011 година достигна кредитната заштита за Грција (околу 4500 базични поени - септември 2011 година), Португалија и Ирска (по околу 1000 базични поени – септември 2011 година). Распоните на 5-годишните кредитни дефолт свопови на државниот долг (*ЦДС спреадс*) на Германија, В.Британија, Франција, Белгија, Холандија и Австрија, во текот на 2010 и 2011 година останаа на релативно ниско ниво (не надминуваа 300 базични поени).

Во текот на мај 2010 година, по објавувањето на голем број мерки од страна на Европските власти за намалување на нестабилноста на финансиските пазари (ЕУ/ММФ, помош во вредност од 750 милијарди \$, ЕЦБ – откуп на обврзници), дојде до намалување на распоните на *ЦДС* на овие земји, но намалувањето траеше многу кратко време. Имено, кон крајот на мај 2010 година, по првичното намалување на *ЦДС* на овие земји, тие повторно го продолжија трендот на раст кој продолжи и во текот на 2011 година.

3.3.3. Должничка криза во Грција

Како и многу други европски економии, во текот на 2009 година, Грција беше во рецесија, а поради голем број на причини, кризата во Грција беше особено проблематична. Причините за длабоката криза во Грција беа условени од повеќе фактори и ќе бидат предмет на анализа во понатамошното излагање.

3.3.3.1. Причини за должничката криза во Грција

Економските проблеми на Грција беа предизвикани од комбинација на домашни и меѓународни фактори¹¹³.

Од домашните фактори, високото владино трошење, структурните ригидности, даночното затајување и корупцијата имаат свој придонес во акумулацијата на надворешниот долг на Грција во годините пред почетокот на финансиската криза.

Од меѓународните фактори, усвојувањето на еврото како национална валута, пристапот до капитал по ниски каматни стапки и лабавото спроведување на правилата на ЕУ со цел ограничување на акумулацијата на долг придонесоа кон Грчката должничка криза.

3.3.3.1.1. Домашни фактори

Задолжување. За време на декадата пред почетокот на финансиската криза, грчката влада во голема мерка се задолжуваше во странство со цел да го финансира

¹¹³ Featherstone, K.(2011),“The Greek sovereign debt crisis and EMU”, Journal of Common Market Studies, Volume 49, Issue 2, pages 193-217

значителниот буџетски дефицит и дефицитот на тековна сметка. Помеѓу 2001 година, кога Грција го прифати еврото како своја национална валута, и 2008 година, грчкиот буџетски дефицит изнесуваше просечно 5% од БДП годишно, споредено со просекот на еврозоната од 2% од БДП и дефицит на тековната сметка од просечно 9% од БДП годишно, споредено со просекот на еврозоната од 1%. Во 2009 година, буџетскиот дефицит беше повеќе од 13%.

Грција ги финансираше овие близначки дефицити “*twin deficits*” преку позајмување на меѓународните финансиски пазари, при што надворешниот долг во текот на 2009 година достигна 116% од БДП. И буџетскиот дефицит и надворешниот долг на Грција беа над оние дозволените, согласно правилата во европската монетарна унија. Високиот буџетски дефицит и дефицитот на тековната сметка се припишуваа на големото трошење на Грчката влада.

Во периодот од 2000-2008 година, учеството на надворешниот долг на Грција во однос на БДП флукутираше околу 100% од БДП. Кога бруто домашниот производ престана да расте, беше само прашање на време кога Грција нема да може да си ги подмири своите обврски за исплата на својот долг.

Големиот јавен сектор со „великодушни“ услови како високи пензии, ниска старосна граница за пензионирање и екстра плати за јавните службеници, во комбинација со високите трошоци за војската придонесуваа за зголемување на буџетските расходи, а со даночни приходи далеку под европскиот просек, растечкото задолжување беше неминовно.

Потпирањето на Грција на надворешно финансирање на буџетскиот и дефицитот на тековната сметка ја направи економијата мошне чувствителна на промените на довербата на инвеститорите.

Високи владини расходи и ниски владини приходи. Во периодот помеѓу 2001 и 2007 година, бруто домашниот производ на Грција растеше со годишна стапка на раст од 4,3% споредено со просекот на еврозоната од 3,1%. Високите стапки на раст беа водени првенствено од зголемувањето во приватната потрошувачка (во голема мера поттикната од полесниот пристап до кредити) и јавните инвестиции финансирани од ЕУ и централната власт.

Во последните шест години пред почетокот на кризата владините расходи се зголемија за 87%, а приходите пораснаа само за 31% водејќи кон буџетски дефицит над договорениот праг од 3% од БДП. Како главни фактори зад буџетскиот дефицит беа неефикасната јавна администрација, скапиот пензиски и здравствен систем, даночното затајување и општото отсуство на волја да се одржи фискална дисциплина.

Просечната старосна граница за пензионирање во Грција беше 58 години, за разлика од европските земји каде што оваа граница е 65 години, а грчкиот пензиски систем се сметаше за еден од највеликодушните во рамките на ЕУ¹¹⁴. Исто така условите за работа на јавната администрација може да се каже дека беа многу поволни. На пример, за работа во период од една година, јавната администрација во периодот пред кризата, добиваше 14 месечни плати. Во 2004 година, трошоците за јавната администрација како процент од вкупните јавни расходи во Грција беа поголеми од која било друга земја членка на ОЕЦД. Овој тренд беше продолжен и

¹¹⁴Meghir, C., Vayanos, D. and Vettas, N. (2010) “The economic crisis in Greece: A time of reform and opportunity”

во следните години, со тоа што владините расходи во 2009 година беа 50% од БДП, 75% од јавното трошење беше наменето за плати и социјална помош. Грција исто така имаше најголеми трошоци за војската од сите земји членки на ЕУ, мерени како процент од БДП.

Во услови на високи владини расходи, даночните приходи коишто изнесуваа околу 32% од БДП се под просекот на ЕУ од 40% од БДП. Релативно ниските даночни приходи делумно може да се објаснат со постоењето на корупција како резултат на високите даночни стапки и сложенити даночен систем, прекумерната регулатива и неефикасноста на јавниот сектор¹¹⁵.

Структурни политики и намалување на меѓународната конкурентност. Како примарен фактор за намалување на меѓународната конкурентност се наведуваат високите плати и ниската продуктивност како примарен фактор. Од воведувањето на еврото, платите во Грција раста со годишна стапка од 5%, што е двојно повисока од просечната стапка на раст на плати на еврозоната како целина. Во истиот период, грчкиот извоз кон неговите главни трговски партнери порасна со стапка од 3,8% годишно, само половина од стапката на увозот на овие земји од други трговски партнери.

Со цел да ја зголеми конкурентноста на своите индустрии и да го намали дефицитот на тековната сметка, Грција треба да ја зголеми продуктивноста, значајно да ги намали платите и да го зголеми штедењето.

3.3.3.1.2. Меѓународни фактори

Пристап до капитал по ниски каматни стапки. Воведувањето на еврото како национална валута на Грција во 2001 година, беше еден од факторите коишто придонесоа за акумулација на надворешниот долг на Грција. Перцепциите на инвеститорите за стабилноста на земјите членки на еврозоната овозможува на Грција (како и на другите земји членки на еврозоната) да позајмува поволни (пониски) каматни стапки отколку што би позајмувала доколку е надвор од ЕУ. На тој начин на Грција и беше овозможено полесно финансирање на буџетскиот дефицит и сервисирање на постојниот надворешен долг, притоа акумулирајќи високо ниво на долг.

Губење на монетарна независност. Кога Грција се приклучи кон еврозоната, земјата ја изгуби својата монетарна независност што значеше дека Централната банка на Грција не можеше да интервенира на пазарот на пари или да ги одредува краткорочните каматните стапки со цел да ја стимулира економијата. Но, со тоа што ЕЦБ ги држеше клучните каматни стапки на ниско ниво, губењето на монетарната независност не претставуваше проблем за Грција колку што претставуваше проблем неможноста за депрецијација на еврото од страна на Централната банка на Грција со цел да го стимулира извозот и да ја зголеми

¹¹⁵ Atkins and Hope, (2010) Financial Times

економската активност. Имено, со оглед на тоа што Грција претставува само мал дел од еврозоната, тогаш мала е веројатноста дека еврото ќе депрецира пропорционално со интензитетот на економската криза во Грција.

Во ваков случај на монетарна независност, кога нема можност за девалвација на валутата, тогаш спасот мора да се бара во планот со штедење односно кратење на трошоците (аустеритс план) на што сме и сведоци во сегашната должничка криза. Со други зборови, интерна девалвација (*инијернал девалуаџион*) што претставува можност за зголемување на конкурентноста преку намалување на трошоците за плати и зголемување на продуктивноста на трудот без девалвација на националната валута. Само во тој случај мора да се има предвид дека опоравувањето на економијата ќе трае подолго отколку што би траело доколку земјата би имала можност да ја искористи девалвацијата на домашната валута за истата цел.

Спроведување на правилата на ЕУ. Во 1997 година, земјите членки на ЕУ, го усвоија Пактот за стабилност и раст (Стабилитс анд Гроџтх Паџт) - спогодба за подобрување на контролата и придржување кон правилата во врска со јавните финансии од Мастришкиот договор (критериумите за конвергенција кон ЕМУ (од 1992 година). Согласно овие критериуми, буџетскиот дефицит не треба да надмине 3% од БДП, а јавниот долг не треба да надмине 60% од БДП. Со оваа спогодба беше одредена и постапката којашто би се спроведувала доколку некоја земја не ги спроведува корективните мерки препорачани од Европската комисија и советот на Европската унија односно беше предвидена казна што изнесува 0,5% од БДП на соодветната земја.

По лансирањето на еврото како заедничка валута во 1999 година, постоеше поголем број на земји членки коишто тешко се усогласуваа со поставените ограничувања. Од 2003 година, се спроведени повеќе од 30 постапки за прекумерен дефицит, но сепак ЕУ не спроведе финансиска санкција против ниту една од земјите членки за прекршување на дефицитниот таргет. Слабото спроведување на одлуките од Пактот за стабилност и раст се смета дека ја ограничи улогата на ЕУ што може да ја игра за обесхрабрување на земји како на пример Грција, да имаат високо ниво на долг.

Европската комисија иницира постапка за прекумерен дефицит за Грција во 2004 година, кога Грција пријави нагорна ревизија на буџетскиот дефицит од 2003 година на 3,2% од БДП. Ревизиите во периодот помеѓу 2004 и 2007 година покажаа дека Грција го прекршила таргетот од 3% секоја година од 2000-тата, со достигнување на буџетски дефицит во 2004 година од 7,9% од БДП.

ЕУ ја затвори процедурата за прекумерен дефицит за Грција во 2007 година, со убедување дека Грција има преземено мерки од трајна природа и како резултат на тоа буџетскиот дефицит ќе биде на ниво на поставениот критериум.

Комисијата отвори повторно постапка за прекумерен дефицит за Грција во 2009 година, кога буџетскиот дефицит беше објавено дека изнесува 3,5% од БДП. Јавниот долг на Грција од друга страна пак, се движеше околу 100% од БДП во периодот 2000-2008 година.

Како што покажуваат економските податоци, Грција, никогаш не била блиску да ги исполни фискалните критериуми на евро-зоната.

3.3.3.2. Почеток на должничката криза во Грција

Од крајот на 2009 година, довербата на инвеститорите во грчката влада се намали. Во октомври 2009 година, ревизијата на проценетиот буџетски дефицит за 2009 година, го дуплираше претходно естимираниот 6,7% од БДП на 12,7% од БДП. Ова беше проследено со намалување на кредитниот рејтинг на грчките обврзници од страна на трите најголеми кредитни рејтинг-агенции (*Fitch, S&P и Moody's*). Наводите дека грчките власти извршиле фалсификување на податоците за буџетскиот дефицит и се обиделе да го сокријат долгот преку комплексни финансиски инструменти, дополнително придонесе за намалување на довербата на инвеститорите.

Грција во текот на целата 2009 година се соочуваше со класична должничка криза. Имено, таа акумулираше високо ниво на долг за време на декадата пред кризата, кога капиталните пазари беа високо ликвидни. Со ширењето на кризата, и неликвидноста на капиталните пазари, Грција не беше во можност да ги обновува своите достасани обврски. Многу се зборуваше за банкрот на Грција, но грчката влада, воведо мерки за намалување на трошењето (аустеритс меасурес), а Европските земји, предводени од страна на Германија и Франција, дадоа финансиска поддршка, која во комбинација со финансиската поддршка од ММФ го спречи банкротот на Грција.

Во текот на целата 2010 година, беше присутна можноста за прелевање на кризата во други економии на еврозоната посебно на Португалија, Ирска, Италија и Шпанија. Во исто време грчката криза го наметна прашањето за можните проблеми во рамките на еврозоната којашто има единствена монетарна политика, но различни фискални политики. Исто така до израз дојдоа и комплексните финансиски инструменти кои и помогнаа на Грција да го акумулира и скрие нејзиниот долг.

Истовремено, Грција со статусот на земја членка на свр-зоната поттикна морален hazard во управувањето со кризата, каде што донесувачите на одлуки знаеја дека ЕЦБ и другите земји членки на еврозоната, би интервенирале во случај на криза.

Цената на кредитните дефолт свопови (CDS) на грчките државни обврзници се зголеми и достигна и до 1000 базични поени во текот на 2010 година, а во текот на 2011 година достигна и 4500 базични поени¹¹⁶. Во исто време дојде до намалување на кредитниот рејтинг на обврзниците на Грција од страна на реномираните кредитни рејтинг-агенции на обврзници со лош квалитет и несигурност во однос на исплатата на главнина и камата ("junk bonds"). Од почетокот на должничката криза каматната стапка на овие обврзници се зголеми од 4% на повеќе од 15%. Пред почетокот на кризата, приносот на грчките државни обврзници беше 10-40 базични поени над приносот над германската обврзница. Во текот на 2010 година каматниот распон се зголеми на 400 базични поени во јануари 2010 година, 700 базични поени во периодот април-мај 2010 година, па дури и над 3000 базични поени кон крајот на 2011 година. Високите каматни распони ја покажуваа намалената доверба на инвеститорите во грчката економија.

¹¹⁶Податок од септември 2011 година, CMA Data Vision

Во текот на 2010 година, грчката влада беше во можност успешно да продаде обврзници односно да се задолжи дополнително во износ од 8 милијарди евра на крајот на јануари 2010 година, 5 милијарди евра на крајот на март 2010 година и 1,56 милијарди евра во средината на април 2010 година, иако по високи каматни стапки. Сепак, Грција мораше да позајми уште дополнителни 54 милијарди евра за да ги покрие достасаните обврски и исплатата на камата во текот на 2010 година.

На крајот на март 2010 година, земјите членки на еврозоната ветија дека ќе обезбедат финансиска помош за Грција во договор со ММФ, доколку е потребно и доколку е побарано страна на владата на Грција. Преговорите и дискусиите во врска со пакетот продолжија во април 2010 година, кога ЕУРОСТАТ ја објави естимацијата за буџетскиот дефицит на Грција којшто изнесуваше 13,6% односно цел еден процентен поен повисоко од она што беше објавено од страна на Грчката влада во октомври 2009 година. Притоа под знак прашалник се стави можноста на Грција да ги исплати своите долгови со првите 8,5 милијарди евра кои достасуваа за наплата на 19 мај 2010 година.

На 23 април, 2010 година, Грчката влада формално побара финансиска помош од ММФ и другите земји членки на еврозоната. Секако Европската комисија ја услови финансиската помош со предложени мерки за намалување на државните расходи и даночните приходи. Кон крајот на април 2010 година, каматниот распон помеѓу грчките и германските обврзници се зголеми на приближно 700 базични поени, а истовремено имаше и намалување на кредитниот рејтинг на грчките државни обврзници.

Со ревизијата од ноември 2010 година, буџетскиот дефицит којшто во април 2010 година беше естимиран на 13,6% од БДП се зголеми на 15,4% од БДП, а долгот од 115,1% од БДП беше ревидиран на 126,8% од БДП. Ова го направи остварувањето на таргетот за 2010 година уште потешко, и сигнализираше дека рецесијата е поостра отколку што се чинеше.

За да се справи со кризата, Грчката влада во текот на 2010 и 2011 година, преземаше комбинација на мерки за намалување на трошењето и зголемување на даночните приходи и структурни реформи со цел да ја подобри конкурентноста на економијата.

3.3.3.3. Мерки за справување со должничката криза во Грција

3.3.3.3.1. Домашни мерки

Мерки за намалување на државното трошење и зголемување на даночните приходи (фискал аустеритс меасурес).

Во текот на 2010 и 2011 година, грчката влада во неколку наврати донесуваше пакет на мерки за намалување на државното трошење коишто имаа за цел да го намалат буџетскиот дефицит од 15,4% од БДП во 2009 година до под 3% од БДП до 2014 година. Владата се надеваше дека со првите три пакети мерки од јануари 2010 до март 2010 година ќе ја поврати довербата на инвеститорите и ќе ја елиминира потребата од надворешна финансиска помош. Бидејќи финансиските пазари не реагираа согласно очекуваното кон крајот на април 2010 година, грчката влада побара помош од ММФ и ЕУ. Тие за возврат на финансиската помош побараа

дополнителни мерки за намалување на државните трошоци и зголемување на даночните приходи, па како резултат на тоа беше донесен и четвртиот пакет мерки во текот на мај 2010 година.

Донесените пакет мерки се однесуваа на намалување на јавното трошење во голем обем и зголемен раст на приходите преку зголемување на даноците и елимирање на даночната евазија.

На расходната страна, најголем дел од намалувањето на трошоците се однесуваа на државниот сектор. Тие вклучуваа намалување или смрзнување на сите пензии, плати и бонуси на државната администрација и вработувања во текот на 2010 година. На приходната страна, владата го зголеми данокот на додадена вредност од 19% на 23% и ги зголеми даноците на гориво, тутун, алкохол и луксузни производи.

Земајќи ги предвид новите ревизии на грчкиот дефицит и јавен долг во текот на месец ноември 2010 година, беа договорени нови мерки со цел да се прошири даночната основа и да се елиминира непотребното трошење особено во областа на здравството и јавната администрација.

Секако, ваквата фискална политика може да го забави излегувањето од рецесија на Грчката економија и да доведе до повисока стапка на невработеност. Во услови на длабока економска криза, стимулирањето на економијата бара водење на експанзивна фискална политика, а од друга страна намалувањето на големиот буџетски дефицит бара рестриктивна фискална политика, при што овие две политики се во меѓусебен конфликт. Исто така се поставува прашањето колку долго владата ќе има поддршка за ваквите рестриктивни мерки во време на остра рецесија што се покажа и докажа со многубројните штрајкови во Грција.

Во текот на јуни 2011 година, по барање на ЕУ и ММФ, грчкиот парламент одобри нов пакет мерки во вредност од 113 милијарди долари, како предуслов за добивање на ратата од 17 милијарди долари од аранжманот којшто беше договорен во мај 2010 година. Оваа парична „инфузија” и овозможи на Грција да го избегне банкротот во текот на јули и на август 2011 година. Новиот пакет мерки вклучуваше продажба на државен имот во вредност од 72 милијарди долари и нови дополнителни зголемувања на даноците и кретење на трошоците во износ од 41 милијарди долари. Овој пакет мерки предвидуваше и дополнително кретење на работни места во јавната администрација.

Во текот на септември 2011 година, грчката влада донесе нов пакет мерки, согласно кој се предвидуваше дополнително кретење на работни места и намалување на пензии. Овие мерки треба да резултираат во намалување на 30.000 работни места во државната администрација.

Секое донесување на нов пакет мерки за намалување на државното трошење и зголемување на даночните приходи беше проследено со масовни протести во Грција. На крајот на ноември 2011 година, премиерот на Грција – Папандреу најави спроведување на референдум, како начин на демократско изразување на народот во врска со новите мерки за намалување на државното трошење и зголемувањето на даночните приходи, а поврзано со помошта од страна на ЕУ и ММФ во износ од 140 милијарди долари. Во текот на ноември 2011 година, премиерот Папандреу под притисок на Франција и Германија го откажа планот за референдум и најави создавање на преодна влада што ќе треба да ги спроведе побараните од страна на

ЕУ, драстични мерки за намалување на државното трошење и зголемување на даночните приходи.

Структурни реформи. Грчката влада презеде долгорочни структурни реформи за Грчката економија коишто се однесуваа на пензискиот и здравствен систем и јавната администрација во Грција. Со оглед на големите критики упатени на сметка грчкиот пензиски систем дека е највеликодушен во Европа, реформата на пензискиот систем вклучуваше подигнување на просечната старосна граница од 61 на 63 години (законската старосна граница во Грција е 65 години) и пресметување на пензиите врз основа на целиот работен век спротивно на пресметувањето на пензии врз основа на остварените приходи од последните пет години.

Исто така, беа најавени реформи во здравството и реструктуирање на јавната администрација. Ова вклучува консолидирање на локалните структури на управување преку намалување на нивоата на локалните управни органи од пет на три, намалување на грчките општини од 1034 на 370 и намалување на правните лица формирани од страна на јавните локални власти од 6000 на 2000.

3.3.3.3.2. Меѓународна помош и помош од ММФ

Во текот на мај 2010 година, земјите членки на еврозоната и ММФ се договорија да и доделат на Грција кредит од 110 милијарди евра за период од 2010 до 2013 година, од коишто 80 милијарди евра се од земјите членки на еврозоната, а останатите 30 милијарди евра се од ММФ. Договорот за заем со ММФ се смета за историски затоа што е прв заем од ММФ на земја членка од еврозоната и целокупниот пакет е значително голем во однос на грчкиот БДП (којшто се проценува да достигне 229 милијарди евра во 2010 година)¹¹⁷. Финансиската помош во целост ги покриваше владините финансиски потреби поврзани со дефицитот и обврските по среднорочните и долгорочните хартии од вредност со рок на достасување до крајот на 2011 година. Притоа, се очекува Грција да се врати на пазарите за долгорочно финансирање во текот на 2012 година.

Во замена за финансиската помош, Грција донесе тригодишна програма со цел да го намали буџетскиот дефицит на под 3% од БДП во 2014 година, која исто така предвидува стабилизација на надворешниот долг во однос на БДП којшто по достигнување на својот врв од 150% од БДП во 2013 година, треба да започне да се намалува од 2014 година. Програмата вклучува, зголемување на приходите и намалување на трошоците преку намалување на платите на јавната администрација, пензиите, намалување на потрошувачката и инвестициите. Исто така, опфаќа реформа на системот на социјално осигурување, мерки за зачувување на финансиската стабилност и структурни реформи во јавниот сектор и пазарот на труд.

Во однос на земјите членки на еврозоната, постоеше негодување во поглед на обезбедувањето на помош на Грција. Имено, многу од земјите членки и самите се соочуваа со финансиски потешкотии и многу од нив беа иритирани од идејата за спасување на земјата којашто не остваруваше буџетска дисциплина и ги фалсификуваше статистичките податоци. Покрај тоа некои земји сакаа да се избегне спасување без преседан на земја којашто не раководи со своите финансии

¹¹⁷ International Monetary Fund (2010) “Greece: Stand-By Arrangement — Review Under the Emergency Financing Mechanism”, IMF Country Report

добро. Некои дури сметаа дека од еврозоната треба да се отстранат земји коишто не ги исполнуваат барањата.

Германија, како највлијателна и најголема земја членка на еврозоната беше меѓу најскептичните земји членки. Но, земајќи предвид дека Германија е главен нето-кредитор на Грција, доколку Грција банкротира, значаен дел од германските средства треба да бидат отпишани.

Од земјите членки на еврозоната, Германија обезбеди најголем заем за Грција (22,4 милијарди евра), по неа следеше Франција (16,8 милијарди евра), Италија (14,74 милијарди евра), Шпанија (9,79 милијарди евра), Холандија (4,7 милијарди евра), Белгија, Австрија, Португалија, Финска, Ирска (износи во границите од 1 милијарда евра до 3 милијарди евра, поединечно), Словачка, Словенија, Луксембург, Кипар и Малта (износи под 900 милиони евра, поединечно).

И покрај значителната големина на финансиската помош, заканата од тоа Грчката криза да се прошири на други земји членки на еврозоната остана. Каматните распони на државните обврзници, посебно за периферните земји од еврозоната без зголемени во текот на 2010 и 2011 година година, а еврото започна да ја намалува својата вредност односно да депрецира во однос на другите валути.

Во обид да се спаси еврото и да се спречи ‘зараза’ кон другите земји членки на еврозоната, Европските влади, на 9-10 мај воспоставија механизам за европска финансиска стабилизација (*Еуроџеан финансиал стабилсаџион меџханисм*). Овој механизам се состои од можност за располагање со кредит од 60 милијарди евра за сите земји членки, како и договор меѓу владите да обезбедат за три години до 440 милијарди евра финансиска поддршка преку специјално правно лице за таа намена гарантирано на пропорционална основа од земјите кои учествуваат во тој механизам. Паралелно ЕЦБ преземаше дополнителни мерки за правилно функционирање на пазарите на пари вклучувајќи интервенции во секундарните пазари на пари за државните обврзници издадени од земјите членки на еврозоната опфатени во привремената програма за пазарите на хартии од вредност (*Сеџуриџиес Маркеџс Проџрамме*).

Од октомври 2011 година, Грција со претставниците на Европската комисија, ЕЦБ и ММФ (т.н. „тројка” на меѓународните кредитори) води преговори за нов пакет помош во износ од 130 милијарди евра, во замена за строга фискална програма. Притоа, Грција во обид да го избегне банкротот води преговори со приватните кредитори за отпишување на долгот од околу 100 милијарди евра односно отпишување на 50% од номиналната вредност на грчките државни обврзници. Под претпоставка за ригорозна имплементација на програмата, вкупниот јавен долг на Грција до 2020 година би требало да се намали на околу 120% од БДП (во 2010 изнесува 144,9% од БДП).

3.3.4. Поврзаност на европската должничка криза и глобалната финансиска криза од 2007 година

Во моментот на пишување на овој труд, Европа се соочува со две меѓусебно поврзани кризи: 1.) **банкарска криза** којашто произлезе од загубите со коишто се соочија европските банки на пазарот на секјуритизарни хартии од вредност (вклучувајќи ги американските хартии од вредност издадени врз основа на хипотека

и останатите структурирани производи), како и од проблемите на пазарот на недвижности кај некои од европските земји (пукање на меурот на пазарот на недвижности) и 2.) **европска должничка криза** поттикната од рецесијата, трансферите за помош на банките и кај некои од земјите слабо управување со фискалната политика, во спротивност со одредбите од Мастришкиот договор (критериумите за конвергенција кон ЕМУ (од 1992 година). Со цел да се оцени во колкава мерка европската должничка криза е резултат на глобалната финансиска криза од 2007 година, треба да се има предвид улогата и значењето на европските банки за европските економии како и одговорот на европските влади на кривката на европските банкарски системи за време на глобалната финансиска криза од 2007 година.

Како резултат на интегрираноста и поврзаноста на меѓународните пазари на капитал, кризата од 2007 година што започна во САД ги ослаби банкарските системи на глобално ниво.

Глобалната финансиска криза, беше „клучен - предизвикувачки настан“, што го „поткопа“ банкарскиот систем во Европа и со тоа ја намали способноста на европските банки да се спротистават на проблемите коишто се појавија подоцна.

Ретроспективно гледано, воведувањето на еврото во 1999 година доведе до остро намалување на реалните каматни стапки особено во периферните земји членки на еврозоната коишто конвергираа кон ниските каматни стапки на Германија. Во суштина ниските каматни стапки, олабавените кредитни услови и експанзијата на финансиските иновации придонесоа за нагло зголемување на побарувачката за кредити од страна на домаќинствата и компаниите. Во исто време цените на недвижниот имот започнаа да се зголемуваат и да го подгреваат „меурот“ на пазарот на недвижности. Како резултат на динамиката на раст на пазарот на недвижности, се остваруваа високи стапки на раст, но постигнатиот раст не беше избалансиран. Имено, оние сектори на економијата коишто беа поврзани со пазарот на недвижности (пр. градежништвото и финансиските услуги) пораснаа повеќе во споредба со останатите сектори, на тој начин истиснувајќи ги ресурсите од останатите сектори. Забрзаниот економски раст водеше кон зголемена побарувачка за увоз, додека порастот на платите изврши притисок врз ценовната конкурентност во трговскиот сектор. Како резултат на тоа се појавија големи дефицити во билансот на плаќања на овие земји. Од друга страна пак, зголемувањето на цените на недвижниот имот имаше позитивно влијание на економската активност и трошењето, истовремено зголемувајќи ги даночните приходи. Но, со тек на време со порастот на цените над реалните вредности на недвижниот имот, меурот на пазарот на недвижности пукна, како резултат на што дојде до нагло намалување на цените на недвижностите. Со намалување на цените на недвижностите се намалуваа и вредноста на средствата коишто беа чувани во билансите на банките (хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека). Како резултат на замрзнувањето на пазарите на пари, беше многу тешко финансиските институции да обезбедат капитал, а средствата беа неликвидни и мораше да се продаваат по намалени цени.

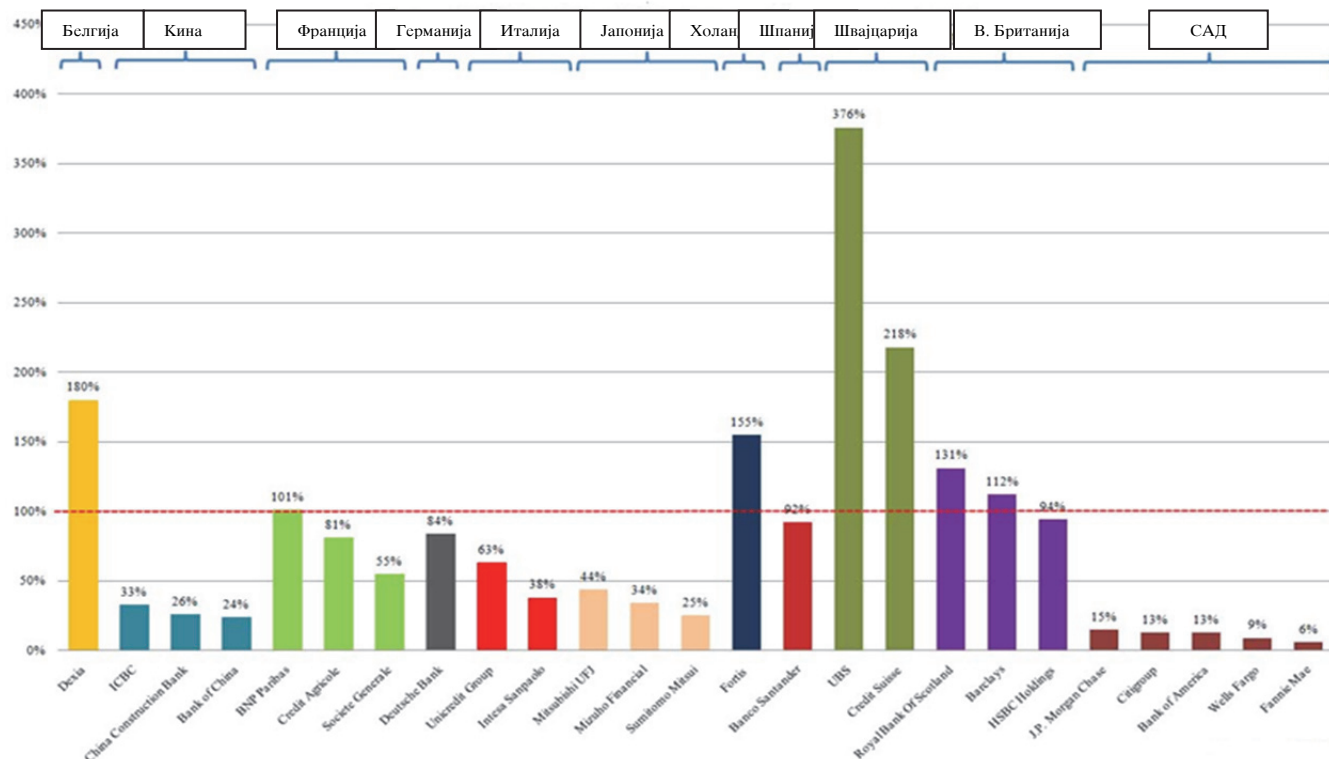
Со банкротот на *Lehman Brothers*, беше јасно дека изјавата „*too big to fail*“ повеќе не важи и стана извесно понатамошно влошување на банкарските портфолија во Европа. Брзината со којашто хипотекарната криза од САД се прелеа

во Европа, соодветствуваше со големата изложеност на европските банки на „токсични средства“, истите оние коишто најголемите финансиски институции во САД ги доведоа на работ на банкрот. Заканата од domino-ефект преку глобалниот финансиски систем ги принуди европските влади да инјектираат огромни износи на капитал во европските банки, со цел да го спречат нивниот банкрот и да ги стабилизираат нивните биланси.

Во првиот удар на кризата, голем број банки како резултат на интервенциите на владите беа спасени. Во исто време банките беа присилени да го ограничат кредитирањето, дојде до намалување на кредитната активност, и вложување на кредитните портфолија. Кризата од финансиските пазари се пренесе во реалната економија. Кредитните текови во приватниот сектор беа прекинати во исто време со намалувањето на довербата на компаниите и потрошувачите. Ова следеше во период кога Централните банки беа убедени дека треба да ги одржуваат основните каматни стапки на високо ниво, во борба против растечката инфлација, наместо да ја олабават монетарната политика во пресрет на финансиската криза која претставуваше закана за реалните економии. Моментот кога фокусот на интерес се насочи од приватниот кон јавниот сектор беше 9 мај 2010 година. Имено, тогаш беше објавен пакетот мерки финансиска помош за Грција од страна на ММФ и ЕУ, и од овој момент главен проблем не беше повеќе солвентноста на банките, туку солвентноста на владите (државите). Како резултат на глобалната финансиска криза буџетските дефицити на европските земји се зголемуваа, главно поради пониските даночни приходи и повисоките трошоци за социјална помош, но и како резултат на пакетите за помош на банките објавени во текот на зимата 2008-2009 година¹¹⁸.

Графикон бр.68: Вкупни средства на 25 најголеми банки на глобално ниво, како % од националниот БДП, 2010 година

¹¹⁸Пакетите за помош на финансискиот сектор се детално обработени во дел 4, точка 4.2.2.1 “Преземени мерки од владите на земјите членки на еврозоната како поддршка на финансискиот сектор”



(Извор: www.zerohedge.com; ЈП Морган)

Улогата и значењето односно важноста што европските банки ја имаат за европската економија, главно произлегува од: 1.) **големината на вкупните средства на европските банки како процент од БДП**; Така на пример, како што може да се види од графиконот, во Швајцарија, средствата на двете најголеми банки *УБС* и *Кредити Суиссе* претставуваат 600% од БДП на земјата; средствата на Белгиската *Деџиа* претставуваат 180% од БДП; средствата на Француските *БНП Парибас*, *Социете Генерале* и *Кредити агриволе* претставуваат 237% од БДП; средствата на Германската *Деушсхе Банк* претставуваат 84% од БДП; средствата на Италијанските *УниКредити* и *Инџеса СанПаоло* претставуваат 101% од БДП; средствата на холандската *Форџис* претставуваат 155% од БДП; средствата на Шпанската *Банко Сантандер* претставуваат 92% од БДП и средствата на англиските *РБС*, *Барцлас* и *ХСБС* претставуваат 337% од БДП. Само за споредба, средствата на американските *ЈП Морган*, *Ситигроуп*, *Банк оф Америца*, *Велс Фарго* и *Фанни Мае* претставуваат 56% од БДП¹¹⁹. 2.) **акциите на европските банки имаат големо учество во европските берзанските индекси** како резултат на што нивните финансиски потешкотии имаа големо влијание на пазарот на капитал.¹²⁰ Така со прелевањето на глобалната финансиска криза од САД кон Европа на европските берзи се створи паника, пазарната вредност на финансиските институции се намалуваше, а инвеститорите своите средства ги насочуваа кон сигурни средства

¹¹⁹ www.zerohedge.com

¹²⁰ www.seekingalpha.com

(државни хартии од вредност). Меѓутоа со почетокот на европската должничка криза, намалувањето на кредитните рејтинзи на голем број европски земји и зголемувањето на цените на кредитната заштита на државните хартии од вредност стана вистинска закана за европските економии. Така на пример, со последниот пакет за спас на Грција беше склучен договор со приватните кредитори – банки за отпишување на долгот од околу 100 милијарди евра односно отпишување на 50% од номиналната вредност на грчките државни обврзници. Европските банки и износите на грчките државни хартии од вредност коишто ги имаат во своите портфолија, се дадени во табелата во продолжение.

Табела бр.10: Износ на грчки долг во портфолијата на европските банки (септември 2011)

Земја/банка	Износ
Грција	
НБГ	8,7милијарди евра
Пираеус Банк	7,7 милијарди евра
Еуробанк	6,9 милијарди евра
Алфа Банк	3,1 милијарди евра
Франција	
БНП Парибас*	1,6 милијарди евра
Социете Генерале	800 милиони евра
БПЦЕ	535 милиони евра
Цредит Агрицолe*	173 милиони евра
Германија	
Цоммерзбанк	1,4 милијарди евра
Деутсхе Банк **	448 милиони евра
Белгија	
Деџа	1,3 милијарди евра
Италија	
Интеса Санпаоло	586 милиони евра
УниЦредит	221 милиони евра
Медиобанца	200 милиони евра
Велика Британија	
РБС***	822 милиони евра
ХСБС***	371 милиони евра
Барцлас***	45 милиони евра
Холандија	
ИНГ***	300 милиони евра
Австрија	
ОВАГ (Волксбанк)	60 милиони евра
Ерсте Гроуп*	13,1 милиони евра

Швајцарија	
ЦредитСуиссе	83 милиони евра
УБС	53 милиони евра

*крај на октомври 2011

**почеток на ноември 2011

***крај на декември 2011

(Извор: <http://www.eubusiness.com>)

Европските банки во 2011 година се во значително полоша позиција отколку што беа банките во САД во 2008 година, од причина што капиталните нивоа на европските банки се многу ниски. Тоа се должи на отсуството на пропишани барања за висината на стапката на финансиски левериџ, па регулаторите се потпираат на Базел стандардите, како резултат на што капиталните барања се однесуваат само на ризично пондерираната актива без да се зема предвид односот на ризично пондерирана актива и вкупните средства на банките. Пред почетокот на глобалната финансиска криза од 2007 година, најголемите инвестициони банки во САД имаа високи коефициенти на финансиски левериџ (околу 30), како резултат на што за време на кризата нивните загуби се зголемија, некои од нив банкротираа, а некои беа преземени, национализирани и сл. Како што може да се види од табелата во продолжение и најголемите европски банки имаат многу високи коефициенти на финансиски левериџ. Во исто време односот на материјален акционерски капитал (tangible common equity - акционерски капитал по одземање на нематеријални средства, гудвил и приоритетните акции) и средствата на најголемите европски банки е помал од 3%. Материјалниот акционерски капитал претставува мерка за финансиската сила на одредена компанија. Тој покажува колку обични акции ќе добијат акционерите во случај на ликвидација на компанијата. Кога е ставен во однос на вкупните материјални средства претставува мерка за способноста на банката да апсорбира загуби.

Табела бр.11: Стапка на финансиски левериџ и однос помеѓу материјален акционерски капитал и средства за европските банки, 2011 година

Банка	Стапка на финансиски левериџ	Материјален акционерски капитал/ средства
Ландесбанк, Германија	53,04	1,43%
Деџиа СА, Белгија	52,83	1,49%
Деутсхе Банк, Германија	37,82	1,83%

Данске Банк, Данска	30,68	2,55%
Кредит агрнцоле, Францнја	30,56	1,97%
ИНГ груп, Холанднја	26,37	3,36%
Цоммерзбанк, Германија	26,32	3,39%
УБС АГ, Швајцарија	25,40	3,19%
Барцлас ПЛЦ, В. Британија	23,93	3,60%
Нордеа Банк АБ, Шведска	23,67	3,67%
БНП Парнбас, Францнја	23,33	3,59%
Кредит Суисс, Швајцарија	22,86	3,51%
Соцнете Генерале, Францнја	22,21	3,71%
Ллосдс, В. Британија	21,14	4,17%
Росал БК, Шкотска	18,91	4,29%
Фортис банљуе, Швајцарија	17,75	5,61%

(Извор: [хттп://сеекингалпха.цом](http://сеекингалпха.цом))

Како резултат на овие бројки можеме да заклучиме дека европските банки се соочуваат со сериозна закана од загуби како резултат на високиот финансиски левернц и можноста потенцијалните отписи на вкупните средства многу лесно и во догледно време да ги надминат вредностите на нивниот капитал.

Можеме да заклучиме дека глобалната финансиска криза беше клучен настан којшто, како резултат на големата изложеност на европските банки на „токсични средства” ги ослабе европските банки, а некои од нив ги донесе на работ на банкрот. Европските влади беа принудени на инјектираат огромни износи на капитал во европските банки, со цел да ги стабилизираат нивнините биланси. Во текот на 2008 и 2009 година беа објавувани пакети за помош на банките коишто дополнително ги оптеретуваа буџетите на европските земји, што како резултат на глобалната рецесија бележсе намалување на даночните приходи и зголемување на даночните трошоци, а со тоа и зголемување на буџетските дефицити.

3.4. Исланд и глобалната финансиска криза

Исланд е една од најголемите жртви на финансиската криза. Во однос на големината на нејзината економија, колапсот на банкарскиот систем на Исланд е најголем претпрен од која било земја во економската историја¹²¹.

¹²¹Царес, Д. (2009) “Ицеланд: Тхе Финанциал анд ЕцкономицЦрисис”, ОЕЦД Ецкономиц Департемт Њоркинг Паперс, Но. 725, ОЕЦД Публисхинг

3.4.1. Исланд пред почетокот на кризата

3.4.1.1. Економска состојба

По рецесијата во Исланд од 2002 година, и постоењето на негативен производствен јаз, фискалната власт преку понатамошни намалувања на даноците сакаше да го зголеми краткорочниот потенцијал на економијата. Во тоа и успеа. После краткорочната рецесија, економијата „цветаше“. Економскиот раст се зголеми до просечна годишна стапка од 6,3% во четирите години до 2007 година. Таа стапка на раст беше над стапките што беа остварувани во текот на претходните заздравувања на економијата (3,7% во периодот 1985-89 година; 5,0% во периодот од 1995 до 1999 година).

Порастот на економскиот раст беше воден од инвестициски бум. Бизнис инвестициите се зголемија растејќи со годишна просечна стапка на раст од 19% во периодот 2003-2007 година. Проектите коишто достигнаа 50% од бизнис инвестициите беа проектите поврзани со топењето на алуминиум и оние со производство на електрична енергија. Инвестициите во станбена изградба, слично како и кај другите земји коишто го преживуваа бумот на пазарот на недвижности исто така бележеа силна стапка на раст.

Растот на економската активност продолжи и во текот на 2007 година, кога изнесуваше 5,5%.

Растот во вкупните работни часови се зголеми на 6% на годишно ниво кон крајот на 2005 и почетокот на 2006 година рефлектирајќи го растот на стапката на вработеност. Порастот на работната сила се должеше на големиот прилив на имигранти, главно од земјите коишто се вклучија во ЕУ во 2004 година (главно Полска). Стапката на невработеност падна од околу 3% на крајот на 2003 година до 2% на крајот на 2007/почетокот на 2008 година.

По усвојувањето на политиката за таргетирање на инфлација во 2001 година, стапката на инфлација се зголеми од околу 2% во првата половина на 2003 година до 5,2% во просек во периодот 2004-2007 година или околу двапати од официјалниот инфлационен таргет. Ова претставуваше значително влошување на просечната стапка на инфлација којашто во периодот 1996-2003 година, изнесуваше 3,5% (нешто повисоко од стапката на инфлација во еврозоната, каде што просечната инфлација изнесуваше 2,3%).

Дефицитот на тековната сметка се зголеми од 5% од БДП во 2003 година на 25% од БДП во 2006 година. Штедењето падна нешто повеќе отколку во претходните заздравувања на економијата и беше значајно пониско од пред средината на 1990-тите години.

Најголемиот дел од зголемувањето на дефицитот на тековната сметка од 2003 до 2007 година го рефлектираше зголемениот трговски дефицит. Исто така имаше значајно зголемување во дефицитот на приходната компонента којашто се зголеми на 5% од БДП во текот на овој период. Ова зголемување ги одразуваше растечките дивиденди и реинвестираните добивки на нерезидентните инвестиции во Исланд (особено големите енергетски проекти).

Реалниот девизен курс апрецираше за 13% во четирите години пред 2007 година. При тоа реалниот ефективен девизен курс беше преценет за 15-25% во првата половина на 2007 година¹²².

3.4.1.2. Банкарски сектор

Банкарскиот сектор во Исланд го сочинуваа пет комерцијални банки: *Глијинир*, *Каујџхинџ*, *Нси Ландсбанки*, *Сџпрамур Инвесџменџ Банк* и *Иџебанк* коишто служеа како клириншка куќа за 20 локални штедилници. Со дерегулацијата на комерцијалните банки во Исланд, овие банки се проширија во Велика Британија, САД, Скандинавија и Континентална Европа¹²³.

Пред кризата, трите најголеми банки *Каујџхинџ*, *Ландсбанки* и *Глијинир* имаа вкупни средства од повеќе од 168 милијарди \$ или 14-пати поголема вредност од БДП-то на Исланд. Исланд исто така имаше 20 штедилници чишто средства на крајот на 2007 година изнесуваа 9 милијарди \$.

Во текот на 2004 година, комерцијалните банки на Исланд ја проширија нивната активност на хипотекарниот пазар во земјата натпреварувајќи се директно со државниот *Хоусинџ Финанџинџ Фунд (ХФФ)* којшто ја имаше водечката улога во обезбедување на хипотекарни кредити. Спротивно на овој фонд, комерцијалните банки започнаа да нудат кредити со пониски каматни стапки, подолги рочности и високи показатели за вредноста на хипотеката во однос на вредноста на заемот (*морџџаџе лоан-џџо-валуе раџџџо – ЛТВ*). Исто така, банките не бараа реално купување на недвижен имот како услов за заемот, што им овозможи на сопствениците на домови рефинансирање на постоечките хипотеки и пристап до капитал што го користеа за потрошувачка или инвестициски цели. Ова предизвика кредитна експанзија и пораст на цените на недвижностите.

Реалните цени на недвижностите пораснаа за 89% помеѓу првиот квартал на 2000 и четвртиот квартал на 2007 година, кога тие го достигнаа својот врв. Ова зголемување беше особено изразено во 2005 година, кога банките агресивно го зголемуваа хипотекарното кредитирање.

Дополнително на ова, подобрените економски услови доведоа до експанзија на потрошувачката којашто предизвика зголемување на инфлацијата и поголем трговски дефицит. Како дополнителен стимул кон потрошувачката, владата на Исланд ги намали директните и индиректните давачки, што беше дополнителен поттик за потрошувачката.

Во периодот помеѓу 2004 и 2007 година, Централната банка на Исланд ги подигна краткорочните каматни стапки од 5% на 15%. Ова зголемување на каматните стапки не беше рефлектирано во активните каматни стапки на *Хоусинџ Финанџинџ Фунд (ХФФ)*. Како резултат на тоа, споредбено ниските каматни стапки наплатувани од страна на овој фонд, делуваа на зголемување на побарувачката за недвижен имот, што доведе до понатамошно зголемување на цените на недвижностите во Исланд. Дополнително, бидејќи комерцијалните банки издаваа

¹²²ИМФ, (2008а, Декембер) “Иџеланд”, ИМФ Цоунџрпс Репорт, Но. 08/368. Ретриевед 17 Маџ 2011 фрџм хџџп://њњњ.имф.орг/џџџернал/пубс/фџ/сџр/2008/џр08368.пџџ

¹²³Jackson, J.K. (2010) “Iceland financial crisis”, CRS Report for congress, Congressional Research Service, Library of Congress, Washington, DC

кредити врз основа на постоечките недвижни имоти, зголемувањето на вредноста на капиталот овозможуваше потрошувачите да финансираат поголем дел од нивната потрошувачка што беше пропратено со притисок на инфлацијата и каматните стапки. Во исто време, повисоките домашни каматни стапки ги правеа издадените обврзници во домашната валута-крона, атрактивни за странските инвеститори кои можеа да позајмуваат по ниски каматни стапки, што предизвика нагорен притисок на вредноста на домашната валута и го влоши трговскиот дефицит.

По извршената дерегулација на комерцијалните банки во Исланд, тие ги проширија нивните операции во странство, преку стекнување подружници во комерцијалните банки и брокерските куќи. Тие исто така се занимаваа со високоризична бизнис стратегија којашто зависеше од задолжување на странските пазари на капитал со цел да се финансира меѓународната експанзија на инвестициските компании на Исланд, што вообичаено беа контролирани од главните акционери на комерцијалните банки. Со ваквата стратегија банките на Исланд беа изложени на речиси какво било нарушување на меѓународните финансиски пазари.

3.4.1.3. Задолжување на компаниите

Долгот на компаниите се зголеми значително изложувајќи ги на ризик од финансиски шокови. Добивките остварени од пазарот на капитал, обезбедуваа колатерал за зголемување на задолжувањето на компаниите. Нивниот вкупен долг како процент од БДП се зголеми повеќе од двапати во периодот 2004-2007 година и достигна 284% на крајот на 2007 година. Достигнатото ниво на вкупен долг е многу високо за меѓународна споредба¹²⁴. Имено овој показател беше 73% во САД, 77% во евро зоната (2005) и 278% во Велика Британија¹²⁵.

Покрај големото зголемување на вкупниот долг, финансискиот левериџ (стапката на вкупните средства во однос на пазарната капитализација) остана стабилен (3,2%-3,4%) како резултат на големиот пораст на пазарните капитализации на компаниите, но значително се зголеми во 2007 година (на 4,1%), кога пазарот на капитал започна да паѓа во криза. Поради високите стапки на левериџ компаниите немаа повеќе доволно средства да го поддржат тековното ниво на долг. Како резултат на тоа се соочија со потешкотија за повторно обновување на нивните кредитни линии. Во вакви околности, компаниите мора да се делеверицираат преку продавање на своите средства, дури и по пониски цени (фире сале прицес) и да ги зголемуваат оперативните вишоци.

3.4.1.4. Задолжување на домаќинствата

Задолжувањето на домаќинствата исто така порасна зголемувајќи го ризикот од финансиски шок.

¹²⁴ IMF, (2008b, 19 November) "IMF Executive Board Approves US\$2.1 Billion Stand-By Arrangement for Iceland", Press Release, No.08/296

¹²⁵ Spruk, R. (2010) "Iceland's Financial and Economic Crisis: Causes, Consequences and Implications", European Enterprise Institute Policy Paper No. 2010-1

Средствата на домаќинствата пораснаа за една третина како процент од БДП помеѓу 2003 и 2007 година достигнувајќи преку 400% од БДП во 2007 година. Ова зголемување беше подеднакво распределено помеѓу реалните средства (вообичаено недвижен имот) и финансиските средства.

Задолжувањето на домаќинствата го следеше зголемувањето на нивните средства, при што се зголеми од 169% од расположливот доход на домаќинствата во 2003 година на 201% од расположливиот доход во 2007 година. Како резултат на тоа, финансискиот леверидж остана непроменет на ниво од 1,4% во 2007 година.

При борбата на банките за тоа која ќе зафати поголемо пазарно учество во кредитирање на домаќинствата, беше промовирано кредитирање во странска валута – најмногу во швајцарски франци или јапонски јен иако само мал број на домаќинства имаа извори на приход во девизни средства. Банките го стимулираа девизното кредитирање за да се стекнат со конкурентска предност пред *Хоусинг Финанце Фунд* (ХФФ) којшто продолжи на нуди главно кредити во домашна валута индексирани за стапката на инфлација. Долгот на домаќинствата во странската валута во вкупниот долг на домаќинствата се дуплира на 14% во период од 2006 до 2008 година за да достигне 20% од вкупниот долг на домаќинствата до септември 2008 година, како резултат на депрецијацијата на девизниот курс истакнувајќи го на тој начин ризикот од таков начин на финансирање.

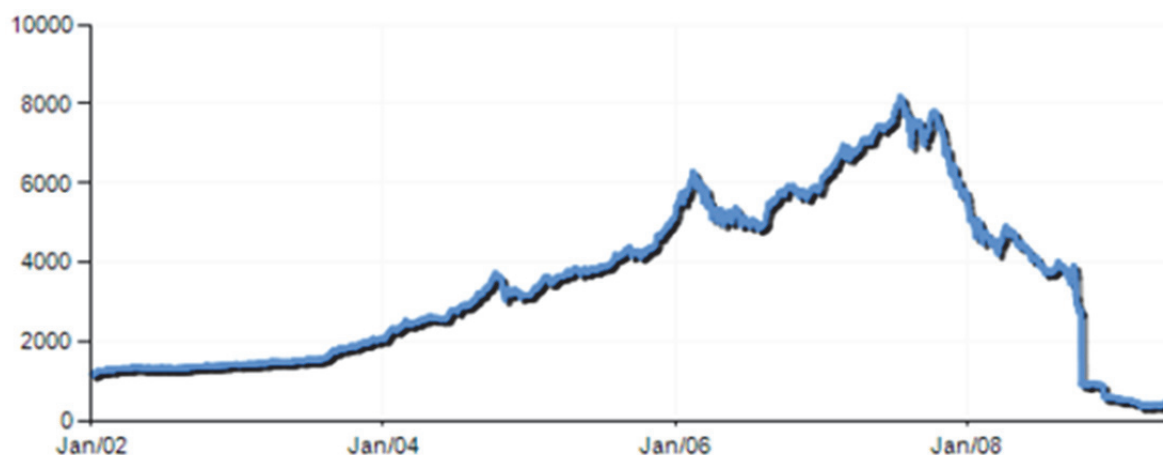
3.4.1.5. Финансиски пазар

Важна карактеристика на финансискиот пазар на Исланд во последната декада пред почетокот на кризата, беше брзиот развој следејќи ја дерегулацијата и приватизацијата на банкарскиот сектор. Високото ниво на ликвидност на меѓународните пазари на капитал водеше до зголемување на побарувачката на Исландските акции и обврзници што го зголеми значително вкупниот пазарен промет почнувајќи од 2002 година¹²⁶. Големите капитални приливи водеа со зголемување на вредноста на домашната валута- кроната.

Помеѓу 2000 и 2005 година, Исландската круна апрецираше за 27%. Порастот на општата потрошувачка на високоризични инвестиции го заживеа пазарот на капитал. Притоа, берзанскиот индекс *ОМЏ ИЦЕЦ15* се зголеми за 500% помеѓу 2003 и 2008 година.

Графикон бр.69: Берзански индекс во Исланд - ОМЏ ИЦЕЦ15, (2002-2008)

¹²⁶Фелтон, А. анд Реинхарт, М.Ц. (2008) “Тхе Фирст ГлобалФинанциал Црисис офтхе 21^{ст} Центурс”, Парт ИИ Јуне – Децембер, Центре фор Ецономиц Полицс Рессарчс, А ВоцЕУ.орг Публикацион



(Извор: Традинг Ецономицс, 2009)

3.4.2. Причини и потекло на финансиската криза во Исланд

Финансиската криза во Исланд беше последица на комбинација на глобалната финансиска криза и серија на несоодветни макроекономски политики коишто не ја предвидоа реалната можност за финансиска и економска криза.

3.4.2.1. Дерегулација и приватизација на банкарскиот сектор

Резултатот од процесот на приватизација на банкарскиот сектор, што настана како дел од либерализацијата на финансиските пазари, ја постави основата за проблемите со банките.

Наместо диверзификација на сопственичката структура помеѓу неколку институционални инвеститори и приватни лица или продажба на реномирана странска банка, контролниот пакет на акции во тогашната најголема банка во Исланд (Ландсбанк), беше продаден на локална инвеститорска групација (Самсон)¹²⁷. Оваа продажба беше во голема мера чисто политичка одлука донесена на почетокот на 2003 година, при што беше создаден преседан којшто ја спречи Агенцијата за супервизија (ФинанциалСупервизорс Аутхоритс-ФМЕ) да ја блокира концентрацијата на сопственичка структура при спојувањето на другите две големи банки (Кауптхинг и Глитнир). Ваквата одлука им даде контролни пакети на акции во трите најголеми банки на Исланд на локални инвеститорски групации. Како и да е, новите сопственици немаа начин на размислување како традиционални банкари туку како инвестициони банкари кои фаворизираа стратегија на силен раст и висок степен на финансиски левериџ.

Приватизираните банки ја искористуваа предноста од либерализацијата на финансиските пазари и Договорот за европска економска зона (*Еуроџеан Ецономиц Ареа Аџреемени*) којшто во основа ја зголеми слободата на движење на стоки, услуги, капитал и работна сила што ја уживаа земјите членки на ЕУ, кон Исланд

¹²⁷Царес, Д. (2009) “Ицеланд: Тхе Финанциал анд ЕцономицЦрисис”,ОЕЦД Ецономицс Департмент Њоркинг Паперс,Но. 725, ОЕЦД Публишинг

(без членство во ЕУ). Притоа сите релевантни директиви од ЕУ мораа да бидат преточени во исландски закони.

Консолидираните средства (вклучувајќи ги и средствата на странските подружници) на трите големи банки пораснаа од 170% од БДП од крајот на 2003 година, на 880 % од БДП до крајот на 2007 година.

Важен елемент на експанзионистичката стратегија на банките беше да се задолжуваат на странските пазари на капитал со цел да финансираат кредити на неколку исландски инвестициони компании (*Самсон*, *Бауџур*) што беа контролирани од страна на главните акционери на банките за преземање акционерски удели на странски компании. Оваа стратегија директно ги изложи банките на пазарниот ризик од промена на цената на акциите (еџуитс маркет риск) преку кредитите на исландските инвестициони компании коишто имаа висок степен на левериџ. Во случај на глобална криза на пазарите на капитал, овие фирми ризикуваа да станат несолвентни, што би предизвикало загуби за банките. Дополнително, во овој случај банките имаа индиректна изложеност на пазарниот ризик од промена на цената на акциите (еџуитс маркет риск) преку купување акции за сметка на клиентите во комбинација со термински договори (форџард контрактс) за продажба на хартии од вредност на клиентите.

Трите најголеми банки во Исланд имаа голема изложеност на компаниите и домаќинствата коишто имаа висок степен на левериџ, и чијашто главна активност беше инвестирање во акции или други шпекулативни активности. Покрај тоа, некои од клиентите имаа кредити од повеќе од една банка, како резултат на што постоеше ризик од нарушување на системската стабилност. Дополнително постоеше загриженост за квалитетот на банкарскиот капитал. Имено, на главните акционери на банките коишто имаа високо ниво на долг, им беше дозволено да позајмуваат до две третини од нивниот инвестиран капитал во банката, при што како колатерал за заемите би се користеле акциите што тие ги имаа во банката. Неможноста за отплата на овие кредити, би довело до отпишување на истите намалувајќи го на тој начин банкарскиот сопствен капитал.

На супервизорската агенција и беше тешко да врши надзор согласно правилата на големите изложености и поврзано кредитирање како резултат на комплексната и нетранспарентна акционерска структура. Вработените во агенцијата беа во мал број и со недоволен квалитет за да супервизираат и регулираат банкарски систем со големина и активност како тој во Исланд.

3.4.2.2. Макроекономски причини за финансиската криза во Исланд

Исланд е мала и отворена економија што стекна огромна корист од меѓународната економска интеграција. Како една од најважните причини за финансиската криза беше користењето политиката на таргетирање на инфлацијата¹²⁸.

Во последните години од 20-тиот век, Исланд имаше најволатилна стапка на инфлација меѓу развиените земји.

¹²⁸Spruk, R. (2010) “Iceland's Financial and Economic Crisis: Causes, Consequences and Implications”, European Enterprise Institute Policy Paper No. 2010-1

Табела бр.12: Волатилност на стапката на инфлација во земјите на ОЕЦД (1980-2009)

Земја	Просечна стапка на инфлација (во %)	Стандардна девијација (во процентни поени)
Исланд	16,51	20,45
Грција	11,24	7,96
Португалија	8,39	7,87
Италија	5,95	5,43
Нов Зеланд	5,53	5,40
Ирска	4,90	5,09
Шведска	4,52	4,15
Шпанија	5,86	4,08
Франција	3,72	3,62
В.Британија	4,02	3,53
Норвешка	4,27	3,43
Белгија	2,40	3,31
Финска	3,72	3,24
Австралија	4,69	3,22
Луксембург	3,45	3,19
Данска	3,65	3,03
Канада	3,60	2,96
САД	3,69	2,92
Јапонија	1,17	1,90
Швајцарија	2,18	1,88
Холандија	2,46	1,79
Германија	2,31	1,64
Австрија	2,60	1,61
ОЕЦД	4,79	4,34
Нордиски земји	6,53	6,86

(Извор: ИМФ, Њорлд Економиц Оутлоок , 2009)

Табелата ја покажува инфлационата динамика во земјите на ОЕЦД помеѓу 1980 и 2009 година. За време на тој период, Исланд имаше највисока просечна стапка на инфлација од сите земји на ОЕЦД. Основен индикатор на волатилноста во макроекономските анализи е стандардната девијација којашто мери за колку стапката на инфлација отстапува од просечната стапка на инфлација. Исланд ја имаше највисоката стандардна девијација на стапката на инфлација од 1980 до 2009 година. На пример, стандардната девијација на стапката на инфлација на Исланд во тој временски период е 4,7 пати поголема од стандардната девијација во земјите на ОЕЦД и 2,98 пати поголема од стандардната девијација на Нордиските земји.

Цикличното движење на стапката на инфлација на Исланд е важен фактор во објаснувањето на финансиската криза. Во 20-тиот век, економијата на Исланд помина низ период на нестабилна инфлација. Во 1974 година, стапката на инфлација достигна 43% (најмногу како резултат на нафтениот шок од 1973 година); во 1983 година стапката на инфлација се придвижи кон 80% и се намали на 30% во 1988 година. Како што може да се види од табелата, стапката на инфлација на Исланд беше над просекот на земјите членки на ОЕЦД.

Со цел скротување на непредвидливата и волатилна стапка на инфлација, централните банки користеа политика на таргетирање на инфлацијата за да постигнат ниски, предвидливи и стабилни стапки на инфлација.

Политиката за таргетирање на инфлацијата од страна на Централната банка на Исланд беше усвоена во 2001 година со таргет стапка на инфлација од 2,5%.

И покрај посветеноста на Централната банка на Исланд да се ублажи инфлациониот притисок, стапката на инфлација во Исланд беше над утврдениот таргет. За да го избегне прегревањето на економијата и непредвидливата стапка на инфлација, Централната банка на Исланд ги држеше каматните стапки високо, над 15%.

Високите домашни каматни стапки ги охрабрија домашните компании и домаќинствата да позајмуваат во странска валута. Во мали и отворени економии како Исланд, високите домашни каматни стапки ја зголемуваат валутната шпекулација. Високиот каматен диференцијал помеѓу матичната земја и светот, значи дека домашната валута е изложена на шпекулација и може да е преценета. Точно ова се случи во Исланд. Како што странското позајмување и приливот на странска валута значајно се зголеми, Исландската крона нагло апрецираше. Комбинацијата од големите приливи во странска валута, валутна апрецијација и високи домашни каматни стапки го исцрпеа економскиот раст и инфлационите притисоци.

Во такви услови, Централната банка требаше да создава девизни резерви како осигурување против можноста за нагла депрецијација на домашната валута и негативниот среднорочен макроекономски изглед. Но, централната банка не ги зголеми девизните резерви коишто можеа да ја спречат депрецијацијата на домашната валута.

3.4.3. Финансиската криза во Исланд

3.4.3.1. Колапс на банкарскиот систем

Со почетокот на глобалната финансиска криза од летото во 2007 година, започнаа и проблемите на банките во Исланд. Тие имаа голема изложеност на меѓународните пазари на капитал преку кредитите што ги издаваа на исландските инвестициски компании и поврзаните субјекти¹²⁹.

Централната банка на Исланд ја зголеми дисконтната стапка на кредитите преку ноќ од 8,25% во 2004 година на 15,25% во 2007 година. Како и да е, учеството на домашните кредити во портфолиото на најголемите банки остана незначително.

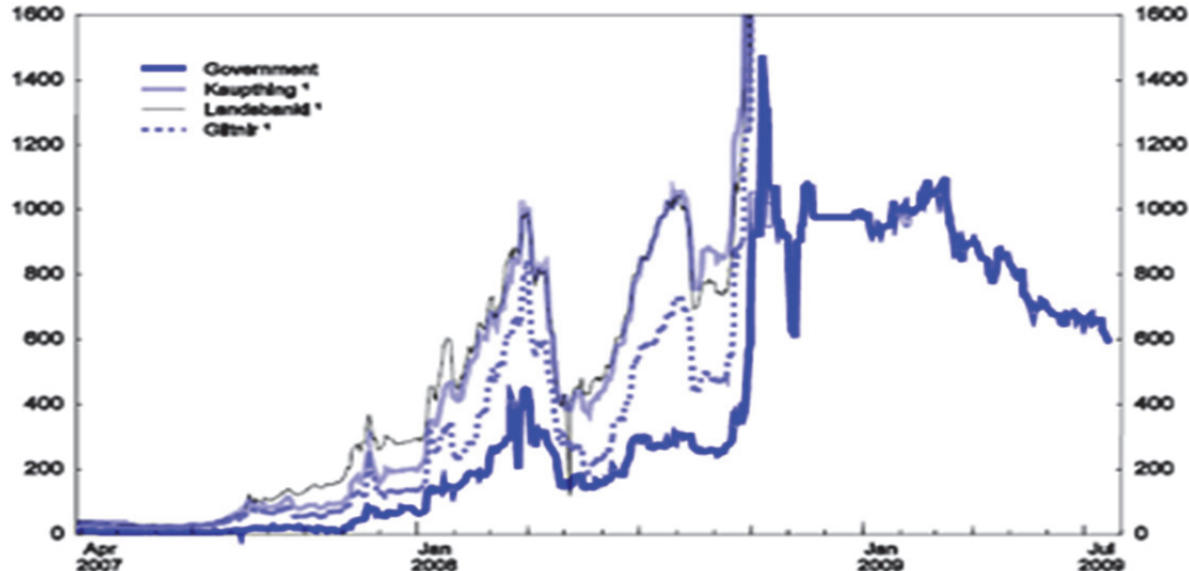
¹²⁹Spruk, R. (2010) “Iceland's Financial and Economic Crisis: Causes, Consequences and Implications”, European Enterprise Institute Policy Paper No. 2010-1

Како што банкарскиот сектор се прошируваше на меѓународно ниво, постоеше висока веројатност за пораст на надворешното задолжување коешто значително го надминуваше фискалниот и резервниот капацитет на исландската економија и Централната банка.

Како што банките со своите активности се ширеа надвор од границите (Велика Британија, Луксембург и Нордиските земји), заемите не беа финансирани преку депозити. Во услови на висок степен на левериџ на банките, кредитните операции беа финансирани со долг. Со почетокот на глобалната финансиска криза и замрзнувањето на кредитните пазари, банките во Исланд беа во неможност да го финансираат својот кредитен капацитет и согласно тоа да ги исполнуваат своите депозитни обврски.

Графикон бр.70: Кредитни дефолт свопови на Исландските банки (ЦДС), април 2007 – јули 2009

базични
посени



(Извор: Датастрем и Блумберг)

Покрај тоа, постоеја сериозни сомневања околу капацитетот на Исландската влада за спас на исландските банки во случај на проблеми. Во услови на развој на финансиска криза, банкарското работење без можност за поддршка од владата, стана опасно. Одредувајќи ги овие проблеми, како што може да се види од графиконот, кредитните дефолт свопови на долгот на исландските банки пораснаа за 200-300 базични посени до крајот на 2007 година, што претставуваше зголемување повеќе отколку за кои било други банки во Европа или во САД. И покрај овие потешкотии исландските банки го зголемуваа странското кредитирање помеѓу јуни и декември 2007 година.

На почетокот на 2008 година, во периодот кога *Беар Сџеарнс* беше преземен од *JP Морган*, кредитните дефолт свопови за исландските банки се зголемија достигнувајќи 800-1000 базични посени, (март 2008 година). Овие вредности беа многу поголеми во споредба со другите банки во Европа или САД, што значеше

дека пазарите беа затворени за исландските банки. Со оглед на тоа што сите тие имаа долг што достасува во периодот 2009-2011, а *Глијинир* имаше должнички хартии од вредност што достасуваа во октомври 2008 година, ризикот од повторно обновување на нивното задолжување се зголеми. Продажбата на подружницата што *Глијинир* планираше да ја искористи за да ја финансира исплатата на обврзниците во октомври 2008 година, не се оствари и со неможност за финансирање од друго место, на банката и се закануваше банкрот. Таа побара помош од владата којашто се сложи да плати 600 милиони евра за 75% учество во банката. Вредноста на акциите на оваа банка се намали изложувајќи ја другата голема Исландска банка (Ландсбанки) на големи загуби, со оглед на тоа што таа имаше прифатено голем број од акциите на *Глијинир* како колатерал за кредитите дадени на сопствениците на *Глијинир*.

За да обезбедат финансирање, исландските банки се свртеа кон дисконтниот прозорец на ЕЦБ. ЕЦБ беше загрижена за релативно големите износи што исландските банки го позајмуваат од системот преку Централната банка на Луксембург и за квалитетот на понудениот колатерал. Значаен дел од колатералот понуден од страна на исландските банки што се состоеше од побарувања од други исландски банки т.н. ‘љубовни писма’ (*лове лејџерс*). ЕЦБ и Централната банка на Луксембург побараа ваквиот тип на колатерал да се намали, но две од исландските банки значително ги надминаа договорените лимити.

Во октомври 2008 година, Исландската агенција за супервизија (Финанциал *Сујервисорс Ауџхорингс-ФСА*) ја презема контролата врз трите најголеми банки на Исланд: *Ландсбанки*, *Глијинир Банки* и *Кауџџхинг Банк*. Владата ги подели превремените банки во нови банки (три нови правни лица - *Нењ Ландсбанки Исландс ХФ*, *Нењ Глијинир Банки* и *Нењ Кауџџхинг Банк*) коишто ги преземаа домашните средства и голем дел од обврските во нивните биланси, а старите банки беа ликвидирани. Обврските што не беа пренесени на новите банки беа: субординираниот долг, обврските за данок на доход и деривативните договори. Странските подружници останаа со старите банки, освен во оние случаи каде што главните банкарски активности беа спроведувани во Исланд. Целта на ваквата поделба беше да се овозможи функционирање на домашниот платен систем.

Еден од главните проблеми беше одредувањето на вредноста на средствата и обврските што беа трансферирани кон новите три банки. За таа цел се оформи група на проценители коишто процесот на вреднување на средствата го завршија многу подолго од очекуваното - почетокот на април 2009 година.

Трите најголеми комерцијални банки во Исланд имаа вкупни средства од повеќе од 168 милијарди \$ или 14 пати повеќе од БДП-то на Исланд. Кога вкупните средства ја надминуваат економијата за неколку пати, Централната банка неизбежно потфрлува во нејзината улога како позајмувач во последна инстанца (лендер оф тхе ласт ресорт)¹³⁰.

Експанзијата на банкарските активности надвор од земјата беше последица на високите каматни стапки коишто не ги стимулираа домашните заеми деноминирани во крона. Наместо тоа, банкарскиот сектор ги зголеми кредитите во

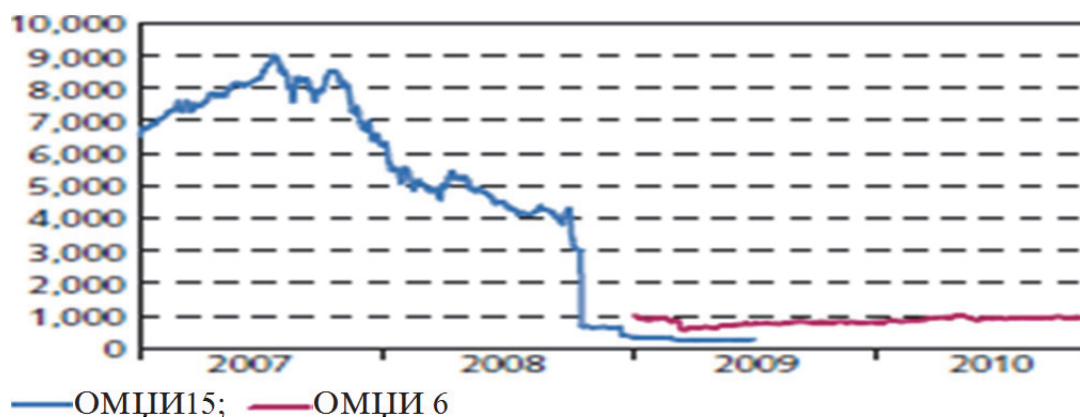
¹³⁰Carey, D. (2009) “Iceland: The Financial and Economic Crisis”, OECD Economics Department Working Papers, No. 725, OECD Publishing

странска валута што придонесе за значајна депрецијација на кроната и во исто време ја зголеми изложеноста на банкарскиот сектор на надворешни шокови.

3.4.3.2. Финансиски пазар

Колапсот на трите најголеми комерцијални банки на Исланд во октомври 2008 година, зададе тежок удар на пазарот на капитал во Исланд. Пред кризата пазарната вредност на овие три банки беше 60% од вкупната пазарна вредност на котираните компании. До крајот на 2007 година, пазарната вредност на котираните акции на берзата изнесуваше 196% од БДП. Главниот берзански индекс (ОМЏИ15) којшто ги мери промените во вредноста на 15 најголеми и најтрговани компании ја достигна неговата највисока вредност од 9.016 поени во јули 2007 година. По колапсот на банкарскиот систем, бројот на котирани компании се намали и до крајот на 2009 година, пазарната вредност на котираните компании се намали на 14% од БДП.

Графикон бр.71: Берзански индекси во Исланд (2007-2010)



(Извор: Насдаљ ОМЏ Едцанге Ицеланд)

Во текот на 2008 година исландскиот берзански индекс (ОМЏИ15) беше најлошо позициониран индекс во светот. За време на кризата, некои од компаниите коишто го сочинуваа индексот станаа несолвентни, се национализираа или пак беа изземени од официјалното тргување. Тргувањето на берзата беше суспендирано три последователни денови (9,10 и 13 октомври 2008 година). На 14 октомври 2008 година, вредноста на овој берзански индекс изнесуваше 678,4 поени што претставуваше пад од 77% споредено со неговото затворање на 8 октомври 2008 година, кога изнесуваше 3004,6 поени. Вредноста на трите најголеми банки на Исланд кои формираа 73,2% од вредноста на индексот, беше сведена на 0.

Во услови на променети пазарни услови, од јули 2009 година, стариот индекс (ОМЏИ15) беше прекинат. Од јануари 2009 година, беше воведен нов индекс (ОМЏИ6) којшто вклучува шест компании.

3.4.3.3. Економска активност

По колапсот на банките Исланд и ММФ финализираа програма за економска стабилизација на 19 ноември 2008 година, вредна 6 милијарди \$, подржана од 2,1 милијарди \$ заем од ММФ. По одобрување на одлуката, ММФ веднаш исплати 827 милиони \$ на Исланд, Данска, Финска, Норвешка и Шведска се согласија да обезбедат дополнителни 2,5 милијарди \$ за Исланд. Целта на ММФ беше воспоставување на стабилност на девизниот курс, постигнување фискална консолидација и реструктуирање на банкарскиот систем.

Како резултат на колапсот на трите најголеми банки во Исланд, контракцијата на сите компоненти на домашната побарувачка се продлабочи значително. Потрошувачите го намалија трошењето (како резултат на намалување на реалниот доход), а компаниите драстично ги намалија инвестициите во услови на лоши економски изгледи, прекин на финансиското посредување и итната потреба за делеверицирање¹³¹.

Отпуштањата и скратувањето на работните часови ја зголемија стапката на невработеност од 4,8% во декември 2008 година (по умерена стапка на невработеност од околу 1% од крајот на 2006 година) до 7,1% во првиот квартал на 2009 година. Стапката на невработеност за 2009 година изнесуваше 8%, а во текот на 2010 година бележеше минимално зголемување и изнесуваше 8,1%.

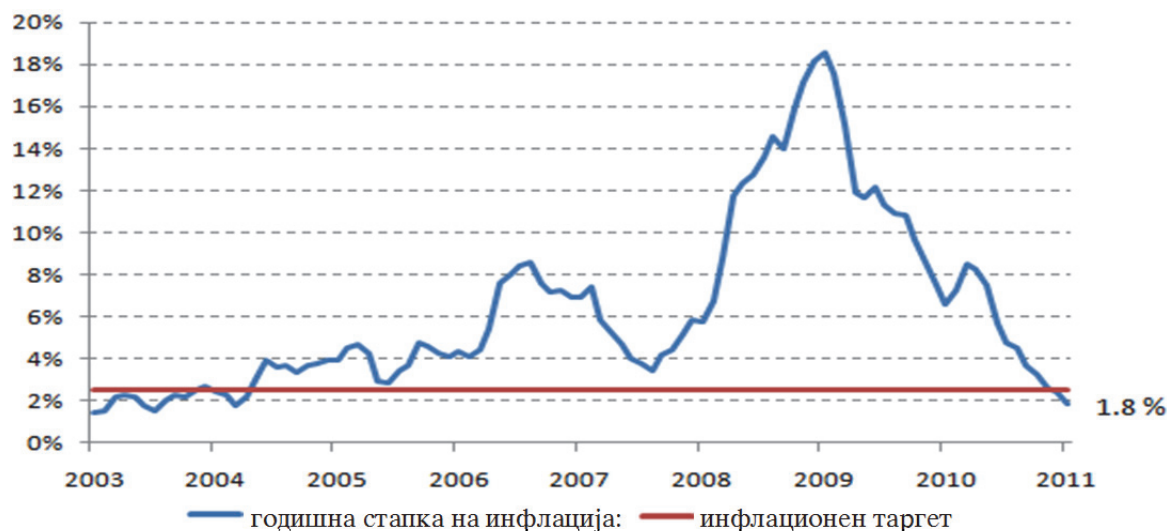
Со избувнувањето на финансиската криза кон крајот на 2008 и почетокот на 2009 година, остра депрецијација на домашната валута-кроната, беше неизбежна. Тензиите на пазарот на труд и ескалирањето на кризата на меѓународните финансиски пазари сигнализираше дека периодот на релативната стабилност на домашната валута кој датира од 2007 година, доаѓаше до својот крај. Три главни фактори придонесоа за овој проблем: големиот дефицит на тековната сметка; исландскиот банкарски систем имаше потешкотии да обезбеди финансирање што беше критично за финансирањето на дефицитот на тековната сметка; состојбата на ненаплатените хартии од вредност деноминирани во крона, во сопственост на нерезиденти беше огромна.

Кроната депрецираше и како резултат на тоа Централната банка презема различни мерки за поддршка на кроната и задржување на инфлацијата којашто бележеше зголемување: таа ги зголеми клучните каматни стапки, издаваше сертификати за депозити со цел да го стимулира девизниот прилив на пазарот и склучуваше валутни своп договори со централните банки на другите Нордски земји.

Домашната валута депрецираше во периодот помеѓу јануари 2008 и јули 2008 година, а стана поизразена по јули 2008 година. За Исланд чијашто економија се потпира на трговија, големата депрецијација на валутата ги зголеми трошоците за увоз и придонесе за инфлациони притисоци.

Графикон бр.72: Стапка на инфлација на Исланд (2003-2011)

¹³¹Jackson, J.K. (2010) "Iceland financial crisis", CRS Report for congress, Congressional Research Service, Library of Congress, Washington, DC



(Извор: Централ Банк оф Ицеланд)

Стапката на инфлација се зголеми на 18,6% на почетокот на 2009 година во услови на дополнителна депрецијација на домашната валута. Кроната во текот на 2009 година, депрецираше 5,5% во однос на еврото и преку 3% во однос на доларот. Поголемиот дел од депрецијацијата на кроната се случуваше во првиот дел од годината, а некаде од средината на 2009 година беше релативно стабилна. Како резултат на ослабената економија и релативната стабилност на кроната во втората половина од 2009 година, стапката на инфлација која на почетокот на 2009 година изнесуваше 18,6%, се намали на 7,5% до крајот на годината и до помалку од 4% на годишна основа во октомври 2010 година, за во јануари 2011 година да достигне 1,8% на годишно ниво.

ГЛАВА IV

ВОВЕД

Во оваа глава ќе биде направен детален осврт на мерките преземени од страна на централните банки и владите во САД и Европа, како и улогата на меѓународните институции во справување со кризата.

Во првиот дел ќе бидат анализирани мерките за надминување на кризата преземени во САД. Во овој дел ќе бидат опфатени преземените конвенционални и неконвенционални мерки од страна на носителот на монетарните власти на САД т.е. ФЕД. Од конвенционалните мерки ќе биде разгледана каматната политика односно движењето на референтната каматна стапка за време на кризата, а од неконвенционалните мерки коишто можат да бидат во форма на квантитативни олеснувања, кредитни олеснувања и објавување насоки за идната патека на движењето на каматните стапки, посебен акцент ќе се стави на *Терм ауџиџион Фаџилиџис – ТАФ*, *Терм Сеџуриџиес Лендинџ Фаџилиџис (ТСЛФ)*, *Примарџс Деалер Цредитџ Фаџилиџис (ПДЦФ)* и *Цоммерџиал Паџер Фундинџ Фаџилиџис (ЦПФФ)*. Во рамки на овој дел ќе бидат анализирани владините мерки коишто во овој труд се поделени во две групи: владини мерки насочени кон финансискиот сектор и фискални мерки насочени кон реалната економија.

Делот од оваа глава посветен на мерките за надминување на кризата во Европа ќе има за цел да обезбеди целосна слика и детално разбирање на мерките преземени од страна на Европската централна банка и владините мерки во Европа. Притоа, конвенционалните и неконвенционалните монетарни мерки на ЕЦБ ќе ги разгледуваме преку поделба на кризата на четири фази во зависност од интензитетот и јачината на кризата и тоа: период на финансиски турбуленции или рана фаза на кризата (од август 2007 година до септември 2008 година); период на интензивирање на финансиската криза (септември 2008 година – декември 2009 година); период на привремено подобрување во условите на финансиските пазари (декември 2009 година – мај 2010 година) и период на должничка криза (од мај 2010 година). Во овој дел ќе се запознаеме и со преземените владини мерки на земјите членки на еврозоната како поддршка на финансискиот сектор и фискалните мерки насочени кон реалната економија.

Последниот дел од ова глава претставува краток осврт на улогата на меѓународните институции во справувањето со кризата со посебен акцент на Г-20 самитот и улогата на ММФ.

4. МЕРКИ ЗА НАДМИНУВАЊЕ НА КРИЗАТА ВО САД И ЕВРОПА

Централните банки и владите на глобално ниво, одговорија решително на предизвиците од глобалната финансиска криза, од нејзиниот почеток од летото 2007 година. Беа потребни одлучни, навремени и акции без преседан со цел да се одржи ликвидноста на пазарите, да се намали системскиот ризик и на крај да се врати стабилноста на финансиските пазари.

Како резултат на глобалните димензии на кризата, фискалните и монетарните власти на глобално ниво се соочија со слични предизвици. Во исто време мораа да се осигураат дека нивните реакции се прилагодени на специфичните карактеристики на нивните финансиски системи и економии.

На почетокот, сите централни банки реагираа во насока на обезбедување на ликвидност на финансиските институции, во обид да се неутрализираат пореметувањата на меѓубанкарскиот пазар. Во месеците што следуваа, помеѓу главните Централни банки беа воведени свој линии во насока на намалување на притисоците на пазарите за краткорочно доларско финансирање.

По банкротот на *Лехман Бројџерс* во септември 2008 година, загриженоста за солвентноста на финансиските институции на глобално ниво, го доведе финансискиот систем на работ на колапс. Ескалацијата на финансиската криза во глобална рецесија со досега невидени димензии, ги исцрпи можностите на традиционалните монетарни инструменти, при што централните банки соочени со нулта граница на номинални каматни стапки преминаа на употреба на неконвенционални мерки за спречување на системски финансиски колапс и помош на економиите.

Монетарните интервенции беа надополнети со координирани фискални стимули насочени кон директна финансиска поддршка на реалната економија, поттикнување на потрошувачката, зголемување на ликвидноста на финансискиот систем преку државни гаранции и мерки за докапитализација на проблематичните банки вклучувајќи и национализација на дел од нив.

Обемните монетарни и фискални интервенции придонесоа за стабилизирање на финансискиот систем, стимулирање на инвестициите и потрошувачката и враќање на довербата кај економските субјекти.

4.1. Мерки за надминување на кризата во САД

4.1.1. Федерални резерви на САД (*Federal reserve system- FED*)

Со почетокот на кризата и промената во економските трендови, носителите на монетарната власт се соочија со предизвици за начинот на водење на монетарната политика. Од почетокот на кризата, главниот фокус на монетарните власти беше стабилизирањето на инфлацијата, а во подоцнежните фази фокусот беше ставен на стабилизирањето на финансиските пазари, зголемување на веќе нарушената ликвидност во банкарскиот сектор и враќање на довербата кај економските субјекти.

Федералните резерви на САД (ФЕД) традиционално ја обезбедуваат ликвидноста за депозитарните институции. Но, за време на финансиска криза, со цел да ги поддржи финансиските пазари, ФЕД мораше да обезбедува ликвидност и на небанкарските финансиски институции. Уште многу рано во кризата, стана јасно

дека намалувањето на краткорочните каматни стапки нема да биде доволно за да се справи со негативните шокови врз економијата на САД и финансискиот систем. Со цел да го охрабри трошењето и да го поддржи вработувањето, ФЕД мораше да биде иновативен при водењето и спроведувањето монетарна политика.

4.1.1.1. Конвенционални монетарни мерки – Референтна стапка на САД

Прва одбранбена линија против ослабената економија е каматната политика на Централната банка. Промените во основните каматни стапки влијаат врз краткорочните и долгорочните каматни стапки, девизните курсеви, износот на парични средства во оптек и одобрени кредити, како и врз голем број економски варијабли вклучувајќи ја вработеноста, производството и цените на добрата и услугите. Основна каматна стапка во САД е референтната стапка на ФЕД (федерал фонд рате) по која банките си позајмуваат средства едни на други.

ФЕД ја користеше каматната политика агресивно во периодот од 2007-2008 година и на продлабочувањето на кризата одговори со намалување на референтната каматна стапка. Имено, на почетокот на 2007 година, таа изнесуваше 5,25%, а по неколкукратното намалување во периодот 2007-2008 година, достигна ниво од 0%-0,25%.

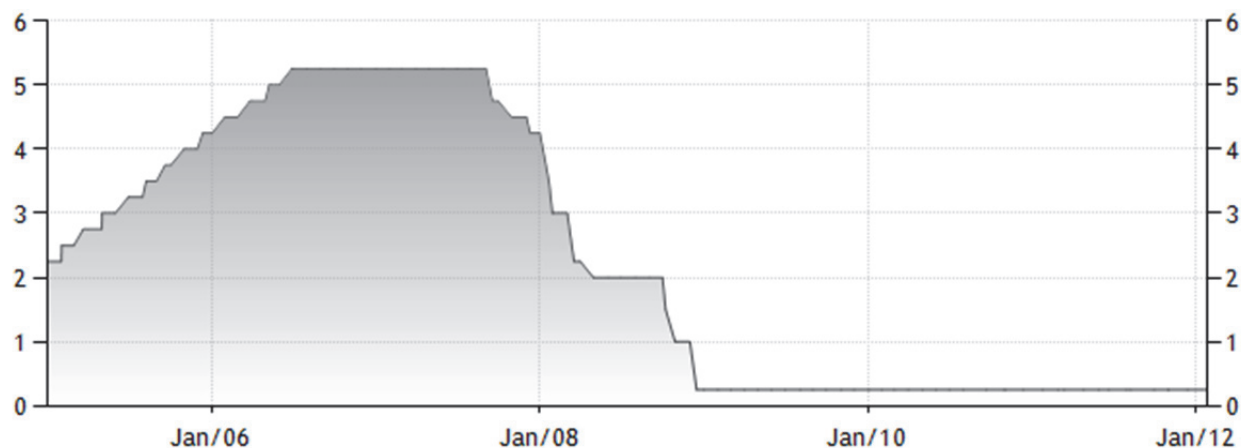
Последното зголемување на референтната стапка пред почетокот на глобалната финансиска криза од страна на ФЕД е извршено на 29 јуни 2006 година, од 5% на 5,25%.

Како резултат на индикаторите коишто сугерираа дека економскиот развој забавува, споредено со силното темпо од почетокот на 2006 година, на 18 септември, 2007 година, ФЕД одлучи да ја намали референтната стапка за 50 базични поени односно од 5,25% на 4,75%.

Влошената состојба на финансискиот пазар во САД, поцврстите кредитни услови и зголемената несигурност го забавија понатамошниот економски развој. До крајот на 2007 година, од страна на ФЕД се извршија уште две намалувања на референтната стапка и тоа: на 31 октомври за 25 базични поени и на 11 декември за дополнителни 25 базични поени, со што референтната стапка изнесуваше 4,25%.

Намалувањето на референтната стапка од јуни 2006 година до крајот на 2007 година за 100 базични поени односно 1%, се покажа како недоволно за спас на економијата која се повеќе и повеќе тонеше. Негативните ефекти од финансиските пазари се пренесоа и врз реалниот сектор. Особено погодени беа финансискиот сектор и цикличните сектори.

Графикон бр.73: Движење на референтната стапка на САД (2005-2011)



(Извор: www.fedtradingeconomics.com, ФЕД)

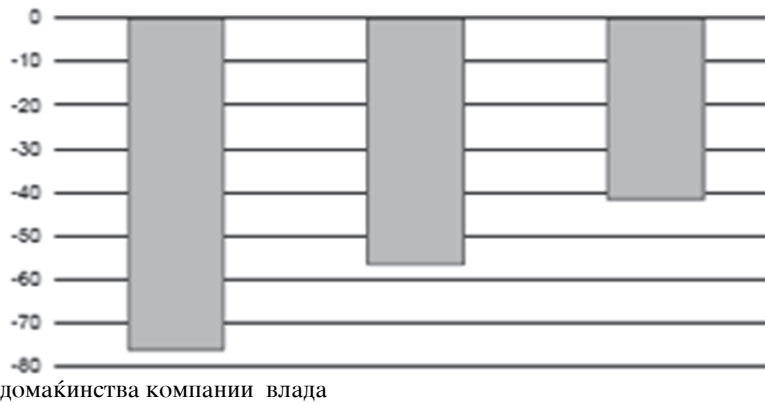
Како што може да се забележи и од графиконот, ФЕД продолжи со намалување на референтната стапка и во текот на 2008 година. На 22 јануари 2008 година, референтната стапка е намалена за нови дополнителни 75 базични поени. Намалувањето на референтната стапка од 4,25% на 3,50% претставуваше рекордно еднократно намалување од почетокот на финансиската криза до тој момент.

Откако ФЕД увиде дека дотогашното намалување не ги постигна очекуваните ефекти, само 8 дена подоцна, на 30 јануари референтната стапка ја намали за дополнителни 50 базични поени на 3%. Имено, ФЕД веќе увиде дека кризата којашто допрва почнува, ќе има многу поголеми димензии од првично утврдените проекции, па преку драстично намалување на референтната стапка се обиде да ги ублажи негативните ефекти од катастрофата што не можеше да биде спречена. Светските берзански индекси веќе бележеа драстични падови во својата вредност а почнаа да се чувствуваат и првите негативни ефекти во реалниот сектор. Голем број компании објавија полоши финансиски резултати од очекувањата на аналитичарите, кредитните услови дополнително се затегнаа и покрај намалените референтни стапки и за првпат се забележа зголемување на стапката на невработеност.

Со цел да се ублажат негативните ефекти и да се избегне рецесијата во текот на 2008 година, на 18 март 2008 година, ФЕД ја намали референтната стапка за дополнителни 75 базични поени, на 2,25%. Преземените активности до овој период, поврзани со намалувањето на референтната стапка и зголемувањето на ликвидноста на пазарот, се очекуваше меѓу другото да обезбедат и ценовна стабилност. Позитивните ефекти изостанаа, поради што, на 30 април 2008 година ФЕД изврши дополнително намалување од 25 базични поени, со што референтната стапка се намали на 2%.

Во периодот од 18 март до 20 октомври 2008 година, референтната стапка остана непроменета. Овој период го карактеризираа уште поцврсти кредитни услови, како резултат на што, с□ потешко се доаѓаше до банкарски кредити. Вкупното позајмување на домаќинствата, компаниите и владата во САД се намали за 60% во 2008 година во споредба со 2007 година. Од следниот графикон може да се види процентуалната промена на позајмувањето во САД (втор квартал 2008 година споредено со трет квартал 2007 година).

Графикон бр.74: Процентуална промена на позајмувањето во САД (2008 кв. 2/ 2007 кв. 2)



(Извор: ФЕД)

Цените на недвижностите во периодот во којшто немаше промена на референтната стапка дополнително се намалија. На тој начин, иако истите станаа подостапни за пошироката јавност, надолниот тренд на цените ги одврати потенцијалните купувачи кои очекуваа понатамошно намалување на цените.

Во текот на втората половина на 2008 година, економската активност дополнително ослабе, а инфлаторните притисоци се намалија. Како резултат на продлабочувањето на финансиската криза, на 8 октомври 2008 година ФЕД донесе одлука за намалување на референтната стапка за дополнителни 50 базични поени, од 2% на 1,50%.

Понатамошното забавување на економската активност, огромното намалување на индустриското производство и вработеноста, намалениот извоз, заканите за банкротирање на други сектори во индустријата како автомобилската, ограничувањето на трошењето и уште позацврстената кредитна политика, доведе до дополнително намалување на референтната каматна стапка за 50 базични поени, од 1,50% на 1% на 20 октомври 2008 година.

Кон крајот на 2008 година, САД се наоѓа во длабока економска криза и за првпат јавно објавува дека се наоѓа во рецесија.

На 16 декември 2008 година, ФЕД се одлучува за дополнително и последно намалување на референтната стапка од почетокот на кризата до денес, од 1% на флукуираща стапка од 0% до 0,25%, со цел да обезбеди дополнителна ликвидност на финансиските пазари.

Континуираните намалувањата на референтната стапка од страна на ФЕД за цели 5% (од 5,25% во септември 2007 на 0,25% во декември 2008 година) не ги дадоа очекуваните резултати, па ФЕД мораше да биде иновативен и да премине кон користење неконвенционални мерки за помош на економијата.

4.1.1.2. Неконвенционални монетарни мерки

Во услови кога референтната каматна стапка е спуштена на најниско можно ниво (0%-0,25%) Централната банка не може да влијае на останатите каматни стапки преку каматната политика (номиналните каматни стапки не можат да паднат под нула). Дополнително, во услови на огромни пореметувања на кредитните пазари, Централната банка морае да прибегне кон користење неконвенционални мерки за решавање на проблемите. Притоа, овие неконвенционални мерки може да бидат во форма на:

- „квантитативни олеснувања” (*quantitative easing*) - кога Централната банка ја зголемува понудата на пари во оптек во економијата;
- „кредитни олеснувања” (*credit easing*) – кога врши одмрзнување на кредитните пазари преку директно купување на хартии од вредност на овие пазари со цел да изврши надолен притисок на премијата за ризик;
- влијание врз наклонот на кривата на принос преку објавување насоки за идната патека на движење на каматните стапки, со цел да влијае на очекувањата на економските субјекти.

Една од неконвенционалните мерки што беше преземена од страна на ФЕД во текот на глобалната финансиска криза беше намалувањето на премијата на дисконтната стапка од 100 на 50 базични поени (17 август 2007 година) и потоа на 25 базични поени (16 март 2008 година) над референтната каматна стапка¹³². Комерцијалните банки позајмуваат од ФЕД по стапка којашто се нарекува „дисконтна стапка” или „примарна стапка на позајмување” (*primary lending rate*). Пред 2003 година, дисконтната стапка беше под вредноста на референтната каматна стапка. Од јануари 2003 година до почетокот на кризата во 2007 година, дисконтната стапка беше еден процентен поен или 100 базични поени, над вредноста на референтната каматна стапка.

Горенаведените намалувања на дисконтната каматна стапка од 100 на 50 базични поени и потоа на 25 базични поени над референтната каматна стапка, беа со цел да го охрабрат директното задолжување на банките од ФЕД од дисконтниот прозорец за да се справат со зголемениот ликвидносен ризик. Но, генералната неподготвеност на банките да позајмуваат од дисконтниот прозорец го направи овој инструмент помалку ефикасен во задоволувањето на нивните потреби.

Потребата да се обезбедат дополнителни стимули за економијата, во комбинација со неможноста за употреба на (конвенционалната) каматна политика, водеше кон тоа, ФЕД да изврши купување на средства со цел да ги намали долгорочните каматни стапки. Така на пример, во март 2009 година ФЕД објави план за купување на долгорочни државни должнички хартии од вредност во износ до 300 милијарди \$; план за зголемување на неговите купувања на долгот на *Фанни Мае*, *Фредди Мац* и *Федерал Хоме Лоан Банкс* до 200 милијарди \$ и купување на агенциските хартии од вредност издадени врз основа на хипотека (*Фанни Мае*, *Фредди Мац* и *Гинни Мае*) до 1,25 трилиони долари.

Истовремено, ФЕД се обиде да управува со очекувањата на инвеститорите обезбедувајќи информации за неговите цели и насоката на движење на политиките нагласувајќи ја неговата обврзаност за стабилна стапка на инфлација и држење на

¹³²Цеццхетти, С.Г. (2009) “Црисис анд Респонсес: Тхе ФедералРесерве ин тхе Еарлс Стагес оф тхе Финанциал Црисис”, *Journal of Economic Perspectives*—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 51–75

референтната каматна стапка на ниско ниво согласно економската состојба во земјата.

Во текот на месец октомври 2008 година, кога пазарот за комерцијални хартии од вредност се закануваше со стопирање на неговото функционирање, ФЕД реагираше преку поставување на Олеснување за финансирање на комерцијалните хартии од вредност (*Цоммерциал Пајер Фундинг Фацилитис*). Ова финансиско олеснување беше создадено со цел да ги стабилизира краткорочните финансиски пазари обезбедувајќи им дополнителен извор на финансирање на институциите со цел да го намалат ризикот од реинвестирање и ликвидносниот ризик. *Цоммерциал Пајер Фундинг Фацилитис* беше само дел од серија интервенции во втората половина на 2008 година. Други интервенции беа:

- проширување на листата на прифатливиот колатерал за (*Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* и (*Term Securities Lending Facility (TSLF)*) на 14 септември 2008 година;
- проширување на девизните своп линии со странските централни банки на 18 септември 2008 година;
- објавување на привремени програми за гаранции за фондовите на пазарот на пари на 19 септември 2008 година;
- објавување на *Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)* на 2 октомври 2008 година;
- создавање на *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)* на 25 ноември 2008 година;
- објава од ФЕД дека ќе ги откупува хартиите од вредност, гарантирани од државно гарантираните претпријатија.

4.1.1.2.1. Term Auction Facility – TAF

До крајот на 2007 година, беше јасно дека промените што беа направени во дисконтната стапка (во однос на нејзиното намалување) не даваа посебни резултати. Банките и понатаму не позајмуваа од ФЕД. Воедно, проблемите на меѓубанкарскиот пазар на финансирање продолжија и се манифестираа со растечки каматни распони помеѓу три месечниот ЛИБОР и референтната каматна стапка. ФЕД бараше алтернативни механизми за инјектирање на средства во банкарскиот систем, па обнови една стара идеја за снабдување на резервниот систем преку аукциски механизам, што придонесе за создавање на *Терм Аукцион Фацилитис* – ТАФ¹³³. Идејата што стоеше зад овој механизам беше да се тргне „дамката“ поврзана со позајмувањето средства преку дисконтниот прозорец на ФЕД, и на тој начин да се снабдат банките со ликвидносни резерви.

Значи, на 12 декември 2007 година, како резултат на континуираните проблеми со коишто се соочуваа банките во обид да обезбедат средства за финансирање на нивните обврски, ФЕД одговори со воведување на ТАФ, преку којшто се обезбедуваше терминско финансирање на финансиските институции

¹³³МцАндрењс, Ј., Саркар, А. анд Њанг, З. (2008) “Тхе Еффецт оф тхе Терм Аукцион Фацитсон тхе Лондон Интер-Банк Офферед Рате”, Федерал Ресерве Банк оф Нењ Сорк Ресearч Папер Серис - Стафф Репорт Но. 335

преку периодични аукции. Вкупниот износ на расположливи финансиски средства се објавуваше однапред, од страна на ФЕД, а каматната стапка (*свој-оуџ рајџе*) беше одредувана на конкурентен аукциски механизам меѓу учесниците-депозитарните институции. Секоја од над седумте илјади комерцијални банки во земјата можеше да бидира за аукцијата наведувајќи ја каматната стапка со којашто ќе учествува и износот на средства за којшто бидира. Минимално понудената каматна стапка е ограничена со очекуваната референтна каматна стапка на пазарот за време на одржувањето на аукцијата. Оние депозитарни институции коишто имаат највисоко понудени каматни стапки ги добиваат средствата. Преку овие аукции ФЕД обезбедуваше средства на оние банки на кои тие средства беа најпотребни, со намера да ја ублажи тензијата што постоеше како резултат на неподготвеноста на финансиските институции да си позајмуваат една на друга. Притоа, побарувачката за средства на овие аукции беше голема.

Правилата при спроведување на ТАФ, согласно кои ниту една банка не може да добие повеќе од 10% од она што е вкупно аукцирано, фактот дека порамнувањето се случува два дена по одржувањето на аукцијата, помагаше да се осигура анонимноста на банките и согласно тоа понудувачите да не бидат „обележани“ како очајни за добивање на финансиски средства¹³⁴. Како резултат на тоа, кај банките постоеше интерес за овој механизам, за разлика од учеството на дисконтниот прозорец.

Почнувајќи од декември 2007 година, аукциите беа одржувани двапати месечно, при што вкупните обезбедени резервни средства се зголемија од 20 милијарди \$ во декември 2007 година, на 80 милијарди во март 2008 година и достигнаа 150 милијарди \$ до крајот на мај 2008 година, за период од 28 или 35 дена. Во првите аукции учествуваа помеѓу 52 и 93 банки, и вкупниот бидиран износ беше двапати помал од износот на вкупно понудените средства. Со неколку исклучоци, каматната стапка беше блиску или под дисконтната стапка.

Овој аукциски механизам (ТАФ) помогна да се намали ликвидносниот ризик на банките. Имено во периодот што претходеше и периодот на воведувањето на овој механизам, кај банките преовладуваше неизвесност за нивните извори за краткорочно финансирање. Во исто време банките се соочија со зголемена потреба за краткорочно финансирање.

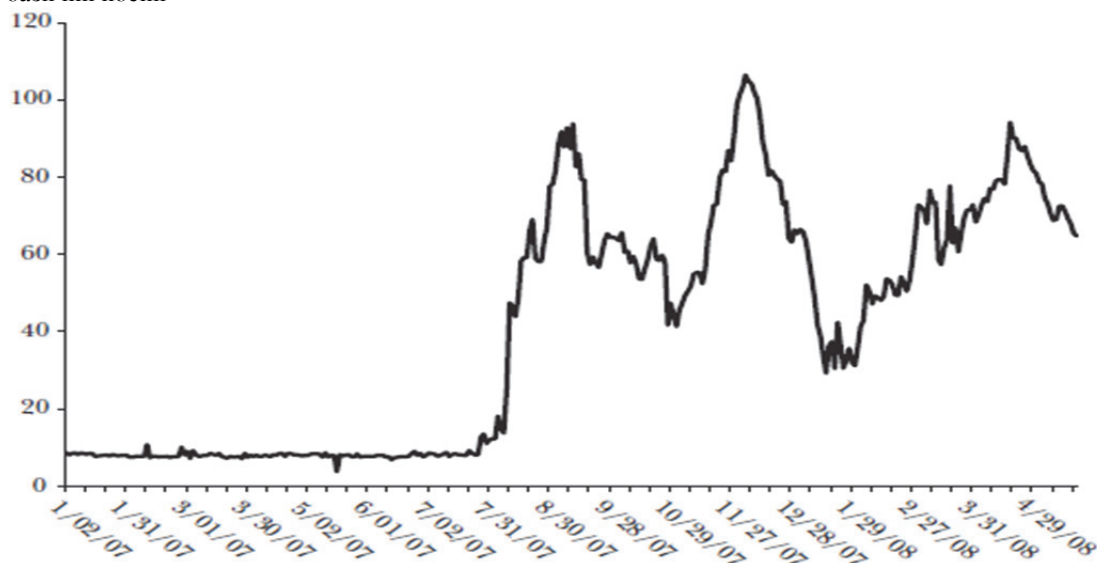
Овој механизам овозможуваше терминско финансирање на банките чијашто потреба за позајмување се гледаше преку агресивното бидирање на аукциите. На тој начин се намалуваше несигурноста на банките во врска со достапноста на идното краткорочно финансирање. ТАФ исто така обезбедуваше сигурност за идниот извор на финансирање на банките коишто во моментот имаа доволно средства правејќи ги на тој начин подготвени да вршат кредитирање.

Овие два ефекта на ТАФ – да се пресретнат тековните потреби на банките за финансирање и осигурување на потенцијалните кредитори за нивниот иден пристап до кредити – беа во насока на намалување на ликвидносниот ризик на банките и намалување на пазарните каматни стапки.

¹³⁴ Армантиер, О., Криегер, Санди Андрејс, Ј. (2008) “Тхе Федерал Ресерве’с Терм Аукцион Фацитилитс”, Федерал Ресерве Банк оф Њеј Сорк, Цуррент Исуесин Економицс анд Финанцс 14, но. 5 (Јулс)

Графикон бр.75: Каматен распон помеѓу три месечен ЛИБОР и референтната каматна стапка (јануари 2007-мај 2008, дневно)

базични поени



(Извор: Бритисх Банкерс' Асоциатион, Грeенлањ, Хатзиус, Касхсап, анд Схин, 2008)

Како што може да се види од графиконот, ТАФ на почетокот помогна да се намали каматниот распон помеѓу три месечниот ЛИБОР и референтната стапка во периодот од почетокот на декември 2007 година до средината на февруари 2008 година. Сепак, ТАФ имаше ограничено влијание на намалувањето на овој распон. Имено, по намалувањето на распонот од 100 базични поени во декември 2007 година до помалку од 30 базични поени на крај на јануари 2008 година, во текот на февруари 2008, тој почна повторно да се зголемува. До март 2008 година, овој распон надмина 70 базични поени. ФЕД во тој момент реагираше преку зголемување на големината на ТАФ, но ова не влијаеше на дополнително намалување на распонот.

4.1.1.2.2. Term Securities Lending Facility (TSLF)

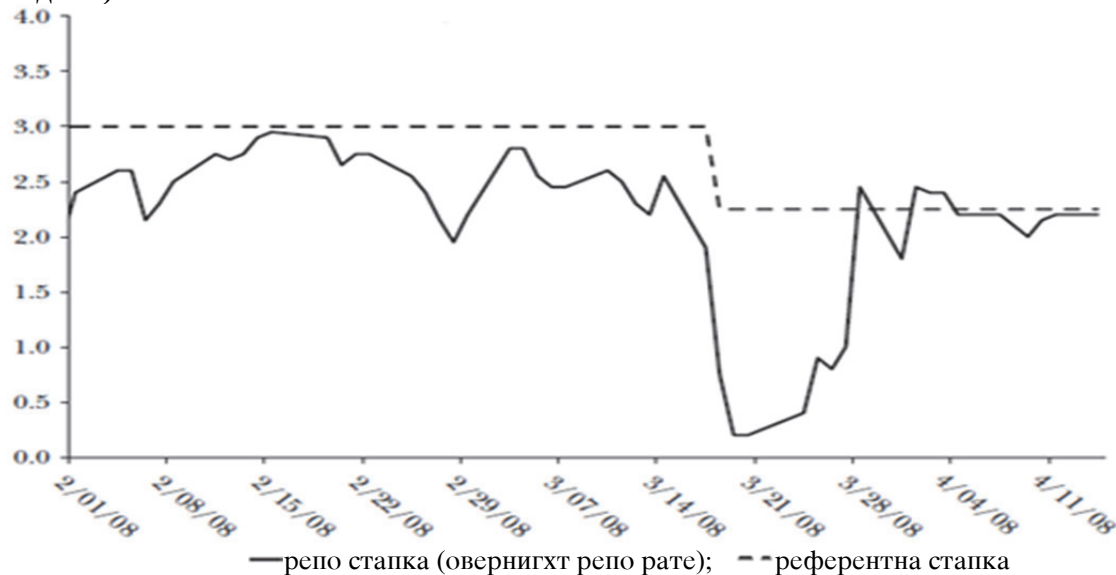
За да одговори на засилените ликвидносни притисоци на финансиските пазари, во март 2008 година, ФЕД го воведо *Терм Сецуриитиес Лендинг Фацилитис* (ТСЛФ)¹³⁵. На почетокот на 2008 година, евидентно беше наглото намалување на каматната стапка на репо договорите колатерализирани со државни хартии од вредност.

Како што може да се забележи од графиконот, во средината на март 2008 година, оваа стапка падна на 0,20 процентни поени. Тоа значеше дека инвеститорите беа подготвени да чуваат државни хартии од вредност, но практично без компензација. Како одговор на овој екстреман „лет кон квалитет“ (*флиџхи џо*

¹³⁵Флеминг, М.Ј., Хрунг, Њ.Б. анд Кеане, Ф.М. (2009) “Тхе Терм Сецуритиес Лендинг Фацитилтс:Оригин, Десигн, анд Еффецтс”, Цуррент иссуес ин економицс анд финанцс, Волуме 15, Нумбер 2, Федерал Ресерве Банк оф Нењ Сорк

љуалииs), ФЕД ја покажа својата иновативност и креативност со воведувањето на ТСФЛ.

Графикон бр.76: Репо стапка и референтна каматна стапка (февруари – април 2008 година)



(Извор: Федерал Ресерве Банк оф Нењ Сорк)

Од 1969 година, ФЕД позајмуваше државни хартии од вредност на примарните дилери преку ноќ¹³⁶. Тоа овозможи да се намали бројот на неуспешни трансакции со хартии од вредност.

Примарните дилери, продаваат и ветуваат дека ќе ги испорачаат хартиите од вредност коишто не ги поседуваат сметајќи на нивната можност да ги набават потребните хартии од вредност за да ја комплетираат трансакцијата. Понекогаш, тие погрешно проценуваат и не можат да ги обезбедат соодветните хартии од вредност што ветице дека ќе ги испорачаат, па имаат можност од ФЕД да ги позајмат истите, за мала провизија. (позајмувањето се врши преку ноќ).

Преку новиот механизам - ТСФЛ, постоечкиот механизам ФЕД го трансформираше на неколку начини:

- Со традиционалниот механизам се врши позајмување преку ноќ, а со *TSFL* се нудат хартии од вредност за 28 дена;
- *TSFL* значително го проширува прифатениот колатерал. Имено, до март 2008 година, позајмувањето значеше замена на една хартија од вредност за друга, во овој механизам ФЕД експлицитно дозволува дилерите да обезбедат хартии од вредност во замена за хартии од вредност издадени врз основа на хипотека што се рангирани со AAA/Aaa, и што не се на листа за намалување на кредитниот рејтинг;

¹³⁶Флеминг, М.Ј. анд Гарбаде, К.Д.(2007) “Деалер Бехавиор ин тхе Специалс Маркет фор У.С. ТреасурсСецуритиес.” Јоурнал оф Финанциал Интермедиатион 16, но. 2 (Април): 204-28

- Овој механизам овозможува примарните дилери да позајмат до 200 милијарди \$ државни хартии од вредност за период од 28 дена со залог колатерал – други хартии од вредност вклучувајќи и агенциски должнички хартии од вредност или хартии од вредност издадени врз основа на хипотека.

ТСФЛ претставува аукциски механизам каде што примарните дилери аукцираат за државни хартии од вредност. Потенцијалните позајмувачи на хартии од вредност аукцираат со каматна стапка што се подготвени да ја платат, со минимум којшто зависи од колатералот прифатлив на аукцијата. За разлика од *ТАФ* којшто беше достапен само на депозитарните институции и насочен кон подобрување на условите во необезбедните пазари за финансирање (унсецуред фондинг маркетс), *ТСЛФ* е достапен на примарните дилери, насочен кон подобрување на условите во обезбедните пазари на финансирање (сецуред фондинг маркетс).

Најмногу сличности има со *Примарс Деалер Цредит Фацилитс (ПДЦФ)* којшто ќе биде предмет на овој труд во следната точка, што е исто така достапен за примарните дилери, со таа разлика што *ПДЦФ* овозможува достапност на континуирана база и прифаќа повеќе видови хартии од вредност.

Во март 2008 година, ФЕД ја одржа својата прва аукција тргувајќи со 75 милијарди \$ хартии од вредност во замена за колатерал од проширената втора листа на прифатен колатерал (Сцхедуле 2) – којшто го вклучува колатералот од првата листа (Сцхедуле 1) во којшто спаѓа колатералот што се користи во операциите на отворен пазар: државните хартии од вредност, агенциски должнички хартии од вредност и агенциски хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, плус други должнички хартии од вредност со инвестиционен рејтинг, на пример неагенциски хартии од вредност издадени врз основа на хипотека со кредитен рејтинг AAA/Aaa и агенциски колатерализирани хипотекарни обврски (цоллатерализед мортгагеоблигатионс-ЦМО). На поголемиот дел од неделните аукции, понудениот износ на хартии од вредност го надминуваше вкупниот износ на хартии од вредност за коишто аукцираа примарните дилери. Оваа ситуација сигнализираше дека повеќе нема очајна потреба од државни хартии од вредност.

ТСЛФ беше директно насочен кон премијата што се плаќа на државните хартии од вредност во однос на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека. По неговата имплементација, репо стапката се врати на нивоата блиску до референтната каматна стапка.

4.1.1.2.3. Primary Dealer Credit Facility (PDCF)

Со цел да се инјектира ликвидност на пазарот и да се спречи прелевање на нестабилноста од *Беар Стернс* на други финансиски институции, ФЕД најави создавање на *ПДЦФ* на 16 март 2008 година¹³⁷. Овој механизам беше создаден да ги ублажи притисоците за финансирање на примарните дилери во неизвесните пазарни услови, преку обезбедување на механизам којшто ќе ги направи кредитите преку ноќ достапни наспроти прилично широкиот спектар на колатерал.

¹³⁷ Адриан, Т., Бурке, Ц.Р. анд МцАндрењс, Ј. (2009) “Тхе Федерал Ресерве’с Примарс деалерЦредит Фацилитс”, *Цуррент иссуес ин економицс анд финанцс*, Волуме 15, Нумбер 4, Федерал Ресерве Банк оф Нењ Сорк

Овој механизам им овозможува на примарните дилери – банките и брокерите-дилерите на хартии од вредност што тргуваат со државните хартии од вредност да позајмуваат од ФЕД, Њујорк на база на колатерал во услови на пазарни притисоци. Во поширок контекст овој механизам беше наменет за намалување на ликвидносните притисоци на репо пазарот каде што примарните дилери и останатите учесници го обезбедуваат нивното финансирање.

Во периодот пред воведувањето на овој механизам, пристапот до финансирање на репо пазарите се намали, а ФЕД ја препозна можноста да им обезбеди на дилерите алтернативен извор на финансирање. ‘Хец’ фондовите и другите инвеститори ги финансираат своите позиции на репо пазарите, но примарните дилери се сметаат за најголема група на позајмувачи на истите. Во многу аспекти, овој механизам е аналоген на дисконтниот прозорец на ФЕД којшто претставува извор на ликвидност на депозитните институции за време на пазарни нарушувања. Пред креирањето на *ПДЦФ*, примарните дилери ја немаа можноста да го користат ФЕД како позајмувач во крајна инстанца ‘*лендер оф ласџ ресорџ*’.

На 14 септември 2008 година, продлабочените притисоци на репо пазарот го поттикнаа ФЕД да направи промени во дизајнот на *ПДЦФ*. Како резултат на банкротот на *Лехман Бројхерс*, постоеше ризик дека и други финансиски институции ќе бидат изложени на ризик. Притоа, ФЕД со цел да ја зголеми употребата на *ПДЦФ*, го прошири видот на колатерал прифатлив за дадените земји. Оригинално, прифатливиот колатерал го опфаќаше колатералот што се прифаќаше за операциите на отворен пазар, корпоративни хартии од вредност со инвестиционен рејтинг, општинските хартии од вредност и хартии од вредност издадени врз основа на хипотека. Со акцијата на ФЕД, сите видови колатерал што беа во употреба во трипартитните репо аранжмани вклучувајќи ги и хартиите од вредност со неинвестиционен рејтинг, па дури и акциите станаа прифатливи за залог во *ПДЦФ*.

Правната основа за воведување на овој механизам е врз основа на член 13 (3) од *Федерал Ресерве Аџџ* од 1913 година (член 13 (3) усвоен во 1932 година) со којшто се овозможува ФЕД да обезбедува кредит на физички лица, партнерства или корпорации ако има итна потреба за тоа. Со проширување на прифатливиот колатерал за *ПДЦФ* програмата, ФЕД обезбеди начин за дилерите да добијат средства на сметка на кој било колатерал којшто го имаат во трипартитните репо аранжмани. На тој начин, дилерите кои не беа во можност да обезбедат финансирање на приватните пазари на сметка на нивниот колатерал можеа да се обратат до ФЕД. Уште повеќе, подготвеноста на ФЕД да им позајмува на примарните дилери, ја осигуруваше клириншката банка дека дилерот ќе биде во можност да ги исполни обврските од репо договорот, па на тој начин се зголемуваше веројатноста и клириншката банка да продолжи со спроведување на трансакцијата.

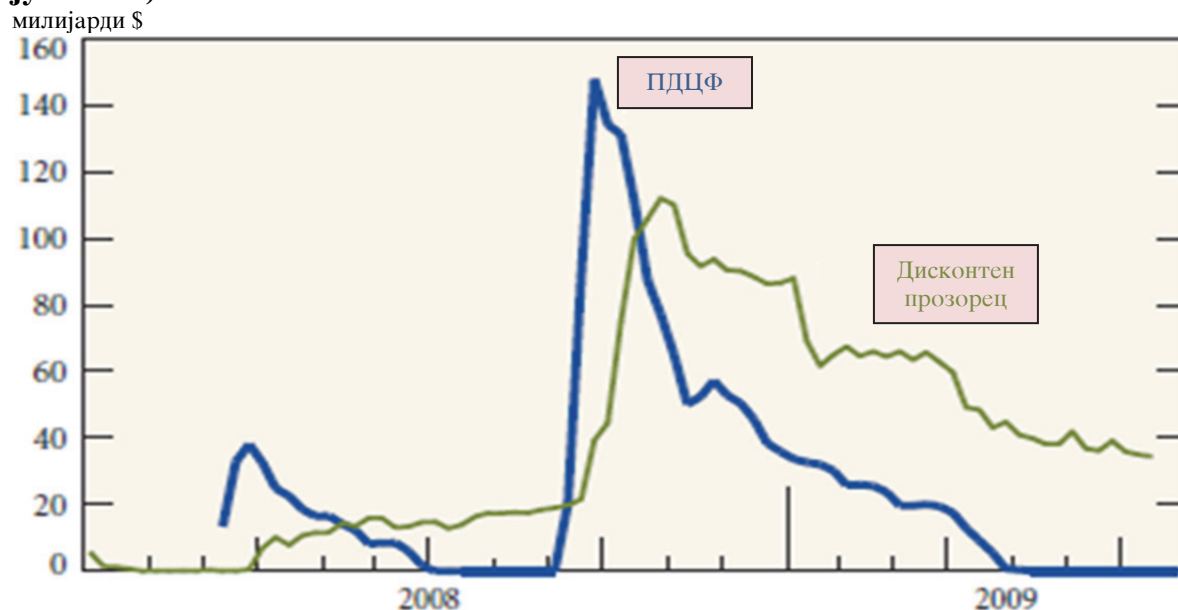
Позајмувањето директно на примарните дилери имаше две цели:

- на тој начин се осигуруваше краткорочното финансирање за инвестиционите банки. Имено, искуството со *Bear Sterns*, којшто се соочи со ненадејна загуба за краткорочно финансирање, го натера ФЕД на тоа, својата улога како ”позајмувач во крајна инстанца” да ја прошири (да не се однесува само на комерцијалните банки);

- со *PDCF* се прави обид да се намали каматниот распон меѓу хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека коишто може да бидат употребени како колатерал во овие кредити и државните хартии од вредност, на тој начин подобрувајќи ја способноста на инвеститорите да купуваат и продаваат хартии од вредност издадени врз основа на хипотека на финансиските пазари. Со оглед на тоа дека примарните дилери можат да користат релативно широк спектар на хартии од вредност како колатерал за да обезбедат финансирање во секое време, овие хартии од вредност би требало да бидат поприфатливи како колатерал за позајмувањето во приватните аранжмани.

Примарните дилери активно позајмуваа преку *ПДЦФ*, при што иницијално најголем дел од позајмувањето беше вршено од страна на *Беар Сџеарнс*. Позајмените средства преку оваа програма првично го достигнаа својот врв од 40 милијарди \$ во април 2008 година, потоа се намалија во следните месеци со намалување на притисоците и подобрување на условите на финансиските пазари и како резултат на тоа и оваа програма стана помалку атрактивна. Употребата на оваа програма се намали по склучувањето на договорот поврзан со преземањето на *Ј.П. Морган Цхасе'с* на *Беар Сџеарнс* во јуни 2008 година.

Графикон бр.77: Користење на дисконтниот прозорец и ПДЦФ (1 јануари 2008-15 јули 2009)



(Извор: Федерал Ресерве Статистициал Релеасе Х.4.1, “Фацторс Афецтинг Ресерве Баланцесоф Депоситорс Институтионс анд Цондитион Статемент оф Федерал Ресерве Банкс)

Употребата на *ПДЦФ* и дисконтниот прозорец повторно се зголемија со проширувањето на колатералот во текот на септември 2008 година (банкротот на *Лехман Бротхерс*). Во тој период примарните дилери се соочија со проблеми при обезбедување финансирање на пазарите со оглед на тоа што кредиторите беа селективни во поглед на видот на хартиите од вредност што би го прифатиле како колатерал. Во такви услови, позајмувањето преку *ПДЦФ* се зголеми на 59,7 милијарди \$ во средината на септември, споредено со немањето никаква активност

една недела пред тоа. На тој начин, *ПДЦФ* исполни една од целите за коишто беше наменет: да биде достапен во случај на банкротство на примарен дилер којшто води до нарушувања во обезбедувањето на финансирање за оние примарни дилери кои сè уште функционираат на пазарот. Позајмувањето од *ПДЦФ* достигна повеќе од 140 милијарди во октомври 2008 година, додека позајмувањето на дисконтниот прозорец се зголеми над 100 милијарди \$.

Потоа, условите на пазарите на финансирање се подобрија, и дилерите можеа да најдат поевтини начини за финансирање на пазарот во споредба со ФЕД. Како резултат на тоа, финансирањето преку *ПДЦФ* се намали достигнувајќи нула во средината на мај 2009 година.

Како доказ за ефективноста на *ПДЦФ* во подобрување на функционирањето на репо и другите пазари за финансирање, еден индикатор е движењето на распонот на кредитните дефолт свопови на институциите коишто имаа пристап до оваа програма. Имено, овие распони што служат како мерка за кредитниот ризик, значително се намалија за примарните дилери околу три месеци по креирањето на *ПДЦФ*.

4.1.1.2.4. Commercial Paper Funding Facility (CPFF)

По банкротот на *Лехман Бројџерс*, во текот на септември 2008 година, на пазарот на комерцијални хартии од вредност се создадоа значителни притисоци. *ЦПФФ* служеше како еден вид „позајмувач во крајна инстанца“ за пазарот на комерцијални хартии од вредност¹³⁸. Тој го прошири пристапот на дисконтниот прозорец на ФЕД, на издавачите на комерцијалните хартии од вредност, дури и на оние што не се комерцијални банки.

За разлика од дисконтниот прозорец, *ЦПФФ* беше привремен ликвидносен механизам (до 1 февруари 2010 година) одобрен согласно член 13 (3) од *Федерал Ресерве Ацти*, во случај на „невообичаени околности“. Целта на овој механизам беше да ги намали привремените ликвидносни нарушувања на пазарот на комерцијални хартии од вредност преку обезбедување „заштита“ на издавачите на комерцијалните хартии од вредност. Оваа ликвидносна заштита служеше како еден вид осигурување и на издавачите и на инвеститорите дека фирмите ќе бидат во можност да ги обноват повторно достасаните комерцијални хартии од вредност. Овој механизам им овозможува на издавачите да се вклучат во терминско кредитирање, финансирано од издавање на комерцијални хартии од вредност, којшто за возврат ја подобрува способноста на финансиските посредници да го зголемат кредитирањето кон компаниите и домаќинствата во САД.

ЦПФФ беше создадено да ги стабилизира краткорочните финансиски пазари преку обезбедување дополнителен извор на финансирање на институциите, со цел да им помогне во намалувањето на ризикот од реинвестирање и ликвидносниот ризик. За да се оствари ова, беше создадено специјално наменско правно лице (специал-пурпосе вехицле) – *ЦПФФ ЛЛЦ* којшто ги откупуваше комерцијалните

¹³⁸ Адриан, Т., Кимброугх, К. анд Марџиони, Д. (2010) “The Federal Reserve’s Commercial Paper Funding Facility”, Федерал Ресерве Банк оф Њеј Сорк Стафф Репортс, Стафф Репорт но. 423

хартии од вредност со рок на достасување од 90 дена од високорангирани издавачи и ги заложуваше истите кај ФЕД, Њујорк во замена за готовински средства.

Со цел да се минимизира кредитниот ризик, ФЕД го ограничи откупувањето на високорангирани комерцијални хартии од вредност (A1/P1/Ф1) или повисоко. Кон крајот на 2008 година, високорангираните комерцијални хартии од вредност зафаќаа близу 90% од пазарот, што покажуваше дека овој механизам ќе може да го користи поголемиот дел од пазарот.

При создавањето на овој механизам, ФЕД се соочи со дополнителни компликации односно вклучување во трансакции коишто беа надвор од доменот на традиционалното оперативно работење. Имено, пред создавањето на ЦПФФ, привременото итно позајмување потпаѓаше под член 13 (3) од *ФедералРесерве Ацт*, каде што формите на позајмување врз база на колатерал беа со традиционалните договорни страни односно депозитарните институции или примарните дилери. За да влијае на намалување на притисоците на пазарот на хартии од вредност, ФЕД мораше да го прошири неговото позајмување и кон американските корпорации или финансиски институции кои вообичаено би немале директен пристап до неговите пазарни операции (на пример финансиски компании).

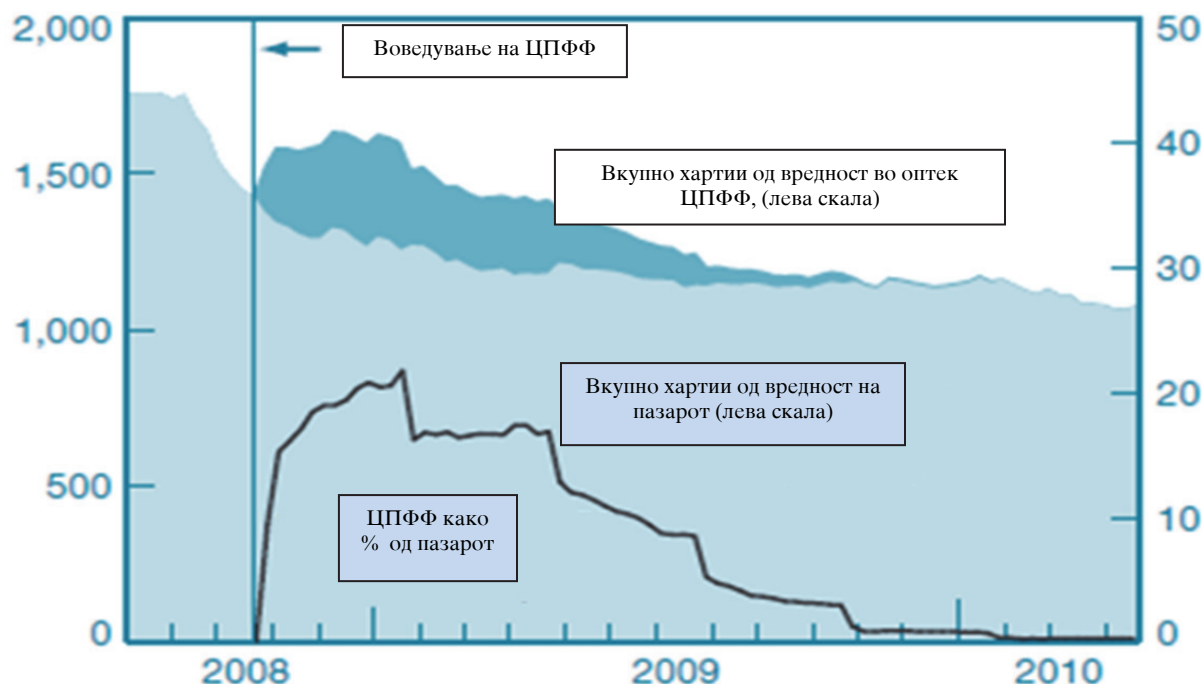
За да ги извршува своите трансакции, ФЕД, Њујорк, ги искористи своите примарни дилери како агенти помеѓу трансакциите на ФЕД и издавачите на комерцијалните хартии од вредност. На тој начин, механизмот ефективно го прошири својот домен до илјадници компании.

Како што може да се види од графиконот, ЦПФФ имаше стабилизирачки ефект на пазарот на комерцијални хартии од вредност. Во времето на неговата највисоко достигната вредност во јануари 2009 година, ЦПФФ зафаќаше повеќе од 20% од сите постоечки комерцијални хартии од вредност. До времето на неговото истекување (1 февруари, 2010 година), овој механизам претставуваше само 1% од издадените комерцијални хартии од вредност на пазарот. Во текот на 2009 година се гледа постојан пад на комерцијалните хартии од вредност како дел од овој механизам, што укажува на неговата способност за самоликвидирање како резултат на намалувањето на нарушувањата на пазарот на комерцијални хартии од вредност.

Графикон бр.78: Вкупно комерцијални хартии од вредност во оптек(2008-2010)

милијарди \$

(%)



(Извор:Боард оф Гвернорс оф тхе Федерал Ресерве Ссстем)

4.1.2. Владини мерки

Преземените мерки од страна на носителите на монетарната политика беа надополнети со соодветни фискални мерки.

4.1.2.1. Мерки насочени кон финансискиот сектор

Кризата во САД ескалира во септември 2008 година со појавата на првите ликвидносни проблеми во двете финансиски институции на хипотекарниот пазар (Фанни Мае и Фредди Мац), по што следеше и државна интервенција. Дополнително, следеше банкротот на *Лехман Броџерс*, преземањето на *Меррил Ланч* од Банката на Америка, како и преземањето на најголемата осигурителна компанија во светот *АИГ* од страна на државата со цел да се избегне нејзин банкрот заради преносниот ефект врз останатите финансиски институции.

Напорите за стабилизирање на финансискиот систем беа централен дел од политичкиот одговор. Меѓу мерките насочени кон финансискиот сектор беа: 7 септември 2008 година, *Фанни Мае* и *Фредди Мац* беа ставени во конзерваториум со цел да се спречи потенцијално нарушување на хипотекарното кредитирање; 16 септември 2008 година, загриженоста за потенцијалните катастрофални ефекти од загубите на *АИГ*, предизвикаа ФЕД да издаде кредитна линија од 85 милијарди \$; 19 септември 2008 година, притисоците на пазарот на пари и можните загуби на фондовите на пазарот на пари, го натера Министерството за финансии да објави програма за привремени гаранции за овие фондови.

Како фискална мерка за подобрување на ликвидноста во банкарскиот систем, во октомври 2008 година беше потпишан Законот за итна економска стабилизација (*Емерџенц Еџономиц Сџабилитайион Аџџ оф 2008*), којшто предвидување пакет од 700 милијарди \$ (*Троублед Ассеџ Релиеф Програм-ТАРП*) за откуп на

неликвидна актива, особено хартии од вредност издадени врз основа на хипотека, купување недвижности и докапитализација на финансиските институции со проблематична актива.

4.1.2.1.1. Програма за помош на проблематична актива – (*Troubled Asset Relief Program - TARP*)

По банкротот на *Лехман Бројџерс*, дојде до намалување на цените на акциите на глобално ниво и замрзнување на кредитните пазари. Трошоците за финансирање нагло се зголемија, делумно како резултат на домино-ефектот од колапсот меѓу големите финансиски институции што не беа во можност да ги финансираат своите обврски во терминските, необезбедените и репо пазарите поради зголемениот кредитен ризик на договорните страни. Загриженоста на пазарот ескалираше на 17 септември 2008 година кога американската влада објави дека *АИГ* најголемата светска осигурителна компанија се соочува со проблеми и ќе добие 85 милијарди \$ капитална инјекција.

TARP оригинално беше предложен со цел владата да купува хипотекарни кредити, хартии од вредност издадени врз основа на хипотека и други средства од банките. До почетокот на октомври 2008 година, позајмувањето помеѓу банките практично беше запрено, кредитните пазари не функционираа, а финансиските институции се соочуваа со голем стрес. Исто така беше јасно дека нема доволно време да се имплементира програма за купување на проблематична актива земајќи го предвид предизвикот за вреднување на проблематичните средства и брзо градење на административна инфраструктура за купување на тие средства. Во овој контекст беа потребни капитални инјекции со цел да се стабилизираат банките и да се избегне потенцијална катастрофа. За да се обезбеди таа поддршка администрацијата на Буш ја претстави *Цайишлал Пуриџасе Проџрам и Тарџејед Инвесџменџ Проџрам*.

Во времето на административната на Буш (есен/зима 2008 година), средствата од *TARP* беа користени за следните намени:

- 234 милијарди \$ беа инвестирани во банките и штедилниците вклучувајќи 165 милијарди \$ во осум од најголемите финансиски институции во земјата;
- 40 милијарди \$ беа инвестирани во *AIG*, заедно со дополнителни средства од ФЕД;
- околу 20 милијарди \$ во кредити беа обезбедени за автомобилската индустрија.

Кога новоизбраниот претседател Обама ја презема власта во јануари 2009 година, се соочи со комбинација на финансиски и економски предизвици: зголемување на невработеноста, намалување на бизнис инвестициите, намалување на трговската размена на глобално ниво, намалување на цените на недвижностите, голема ненаплатливост на хипотекарните кредити, ранлив финансискиот систем и сл. Заедно со фискалните стимули од *Америџан Реџоверс анд Реинвесџменџ Аџџ-АРРА*, во февруари 2009 година беше претставен Планот за финансиска стабилност (*Финанџиал Сџабилџџ План*) за осигурување на стабилноста на финансискиот систем, поддршка на пазарите на недвижен имот и зголемување на кредитирање на населението и бизнисите.

Притоа, како дел од планот беа преземени следните активности согласно *ТАРП*¹³⁹:

1. Рекапитализација на банкарскиот систем. Министерството за финансии во соработка со федералните банкарски регулатори развија сеопфатен, прогресивен стрес-тест за 19-те најголеми финансиски институции. Целта беше да се оценат капиталните потреби на тие финансиски институции во услови на дополнително влошени економски и финансиски услови. Оваа програма беше наменета не само за да се проценат капиталните позиции на институциите, туку и да се зајакне довербата на приватните инвеститори во финансиските институции и можноста на финансиските институции да добијат приватен капитал.
2. Оживување на кредитните пазари коишто беа од клучно значење за обезбедување на финансирање на потрошувачите и компаниите. Бидејќи со кризата дојде до замрзнување на кредитните пазари, се лансираа три програми како помош за оживување на истите: *The Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF)*- заедничка програма со ФЕД којашто имаше за цел да помогне за рестартирањето на хипотекарните пазари; *The Legacy Securities Public Private Investment Program (PPIP)* – за откуп на хартии од вредност издадени врз основа на хипотека во наследство; *The SBA 7(a) Securities Purchase Program*) – со којашто се обезбедуваа капитал во замена за хартии од вредност.
3. Стабилизирање на автомобилската индустрија и *AIG*. Се обезбеди дополнителна поддршка за *GM* и *Chrysler*, при што услов беше компаниите да го реструктурираат своето работење. Во исто време беше обезбедена дополнителна помош и поддршка кон *AIG* со цел да се врати долгот кон владата преку продавање на несуштинските бизниси и комплетирање на други активности за реструктурирање на работењето.
4. Поддршка за малите и средните банки. Иако администрацијата на Обама не направи понатамошни инвестиции во најголемите банки, со оваа програма се инвестираа 11 милијарди \$ во повеќе од 400 банки (мали и локални банки) и штедилници.
5. Стабилизирање на пазарот на недвижности. Беше создадена Програма за достапност на недвижниот имот *Making Home Affordable (MHA)* program, со којашто им се помогна на илјадници сопственици на недвижен имот да ги намалат нивните отплати на хипотекарни кредити за, во просек 500\$ месечно и да избегнат заплenuвање на недвижниот имот; Во исто време беше создадена *Housing Finance Agency (HFA) Hardest Hit Fund* за да им се помогне на сопствениците на недвижен имот коишто беа најмногу погодени од кризата и намалувањето на цените на недвижностите. Исто така им беше овозможено на оние сопственици на недвижен имот чиешто хипотеки ја надминуваа вредноста на нивните домови, да извршат рефинансирање преку подостапни хипотекарни кредити.

¹³⁹Униетед Статес Говернмент Аццоунтабилитс Оффице, (2010) “Оффице оф ФинанциалСтабилитс (ТроубледАссет Релиеф Програм)Фисцал Sears 2010 анд2009 ФинанциалСтатементс”, Репорт то цонгрессионал Цоммиттеес

4.1.2.1.1.1. Ефекти од TARP програмата

Можеме да кажеме дека оваа програма постигна успех, многу побрзо и со многу помал трошок отколку што се очекуваше. Податоците од финансиските пазари покажуваат дека економските услови значително се подобруени од почетокот на кризата¹⁴⁰. Притоа можеме да заклучиме дека:

1. *TARP* ја врати довербата во финансискиот систем, ги намали трошоците за задолжување на домаќинствата, компаниите и општините. Примарната цел на оваа програма беше да ја врати ликвидноста и стабилноста на финансискиот систем. Во комбинација со стрес-тестот на најголемите финансиски институции, оваа програма помогна за одмрзнување на кредитните пазари.

На графиконот е прикажан распонот помеѓу каматните стапки на меѓубанкарските депозити и каматните стапки на краткорочни државни записи. Како што може да се види, овој распон се намалува по имплементацијата на *TARP* програмата и Финансискиот план за стабилност во времето на Обама (*Financial stability plan*).

Графикон бр.79: Каматен распон на меѓубанкарските депозити и краткорочните државни записи (2006-2010)

базични поени

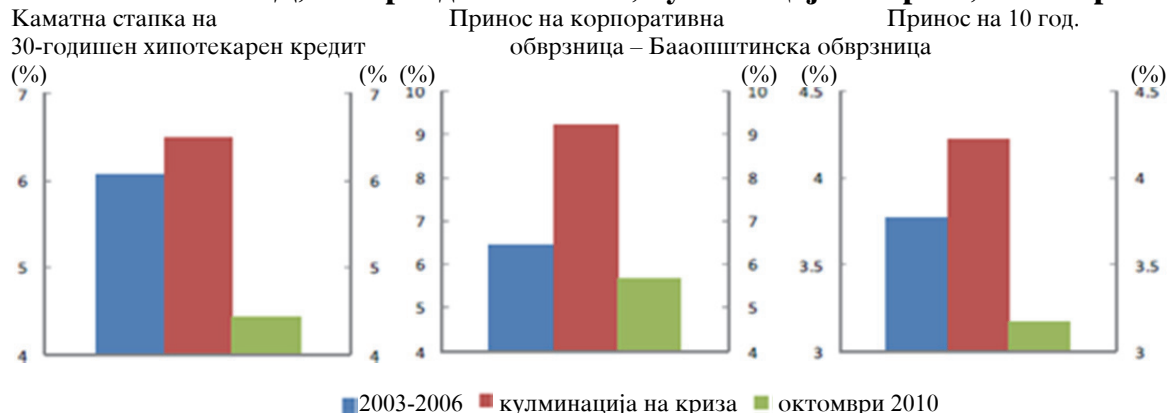


(Извор: United States Department of the Treasury)

Како резултат на *TARP* програмата, трошоците на задолжување се намалија за многу компании, домаќинства и општини. Тоа може да се забележи и од следниот графикон:

¹⁴⁰ US Department of the Treasury, Office of Financial Stability, (2010) "Troubled Asset Relief Program: Two Year Retrospective", October 2010

Графикон бр.80: Трошоци на задолжување на домаќинствата, компаниите и општините во САД, за периоди: 2003-2006; кулминација на криза; октомври 2010



(Извор: United States Department of the Treasury)

- Пониските трошоци на задолжување им овозможува на компаниите да дојдат до приватни извори на финансирање и големите финансиски институции да извршат докапитализација со приватни извори на средства. Иако голем дел од новите емисии на хартии од вредност на почетокот на 2009 година беа поддржани со владини гаранции, кон крајот на 2009 и во 2010 година приватните инвеститори го финансираа издавањето на новиот корпоративен долг без владина поддршка. Така на пример, близу 50% од новите емисии на хартии од вредност беа гарантирани од владата во јануари 2009 година, а во текот на 2010 година немаше гарантирани емисии на хартии од вредност од страна на владата. Како резултат на оваа програма, (по објавувањето на резултатите од стрес тестирањето на банките), банките извршија докапитализација преку емисии на акции од преку 100 милијарди \$).
- Како резултат на *TALF* и сличните иницијативи, заживеаја пазарите за секјуритизација. Со донесувањето на оваа програма во март 2009 година, издавањето на хартии од вредност врз основа на потрошувачки и бизнис кредити изнесуваше во просек 12 милијарди \$ месечно, споредено со 2 милијарди \$ месечно, во шесте месеци пред лансирањето на програмата.
- Пазарите на недвижен имот до некој степен се стабилизираа. Со имплементацијата на *TARP* програмата, пазарите на недвижниот имот почнаа да покажуваат знаци на стабилизација, што од своја страна би требало да ја стимулира приватната потрошувачка – важна за економскиот раст. Цените на недвижностите се стабилизираа во март 2009 година, по континуирано намалување од 2006 година. Заклучно со август 2011 година, повеќе од 800.000 сопственици на недвижен имот добија модификација на нивната месечна рата со оваа програма¹⁴¹. Притоа сопствениците на кои им беше извршена модификација на нивната месечна рата, имаат заштеди од 525 долари месечно на нивната месечна рата. Со тоа, вкупните заштеди како резултат на оваа програма, заклучно со август 2011 година, изнесуваат 8,3 милијарди долари.

¹⁴¹US Department of the Treasury, Office of Financial Stability, (2011) “Troubled Asset Relief Program Three Year Anniversary Report”, October 2011

5. Во средината на септември 2008 година, *AIG* најголемиот обезбедувач на конвенционално осигурување на светот и најголемиот издавач на комерцијални хартии од вредност беше на работ на банкрот. Благодарение на владината помош од 180 милијарди долари *AIG* ја преживеа кризата.
6. Во текот на 2009 година, *GM* и *Chrysler* беа на работ на колапс. Неконтролираниот банкрот на овие две компании ќе имаше негативно влијание врз автомобилската индустрија во САД, и ќе претставуваше дополнителна закана на веќе и онака ослабениот финансиски систем и економија. Инвестициите во автомобилската индустрија коишто изнесуваа околу 80 милијарди долари, ја постигнаа нивната цел. Администрацијата на Буш обезбеди кредити на *GM* и *Chrysler* во декември 2008 година за да се избегне пропаѓање на овие институции што можеше да резултира во милиони загуби на работни места. Администрацијата на Обама обезбеди дополнителна помош за истите. Спасувањето на *GM* и *Chrysler*, помогна за создавање на 62.100 работни места во автомобилската индустрија која сега е многу појака. Во ноември 2010 година, *GM* изврши успешна иницијална јавна понуда, една од најголемите извршени некогаш од американска компанија, а во текот на 2010 година, *GM* за првпат од 2004 година објави профит во своето работење. *Chrysler* ги намали структурните трошоци, усвои нови технологии, производствени линии и го поврати нејзиниот бренд. Заклучно со март 2011 година, компанијата го оствари првиот нето-приход (квартален) од нејзиното излегување од стечај. Во текот на мај 2011 година, *Chrysler* го отплати *TARP* кредитот, шест години пред неговото достасување во 2017 година.

4.1.2.1.2. Законот Дод-Френк (*Dodd-Frank Act*)

Глобалната финансиска криза се закануваше да уништи голем број институции и пазари. Како резултат на итните мерки насочени кон финансискиот сектор, спроведени од американската влада, американската економија по три години од почетокот на кризата е посилна, но сè уште се соочува со огромни предизвици. Итните мерки спроведени од администрацијата на Буш, а подоцна и од администрацијата на Обама придонесоа да се ублажи почетниот удар од кризата, но не беа дизајнирани за решавање на суштинските проблеми коишто доведоа до појава на глобалната финансиска криза.

На 21 јули 2010 година, претседателот Обама го потпиша Законот Дод-Френк (*Додд-Френк Аџи*) којшто претставуваше „ремонт“ на регулацијата на финансиската индустрија. Со оваа законска регулатива којашто се спроведува во САД, и се дава на владата подобра алатка за заштита на потрошувачите и креирање посилен и поотпорен финансиски систем.

Овој закон и дава право на владата да дозволи да пропаднат големите фирми, чијшто банкрот претставува закана за целиот финансиски систем. Со тоа се овозможува превенција на проблемот „премногу голем за да пропадне“ (*too big to fail*). Централен елемент на овој закон е создавање Совет за супервизија на финансиска стабилност (*Financial Stability Oversight Council* - *ФСОЦ*)

којшто служи како регулатор на системскиот ризик¹⁴². Одредбите од овој закон укажуваат дека системските значајни банки и небанкарски финансиски институции ќе бидат предмет на строга регулатива, а во краен случај и ликвидација, ако не можат да ја одржат својата солветност. Овие строги мерки се очигледна реакција, како резултат на моралниот хазард кој настана по донесувањето на *ТАРП* и другите владини мерки што се користеа за ублажување на огромните ефекти од финансиската криза врз економијата.

Овој закон преку своите одредби спречува прекумерно преземање ризик, во исто време поддржувајќи ги инвестициите и растот. Регулаторите во исто време работат со своите меѓународни партнери за промовирање на конзистентност во регулаторната реформа на глобално ниво, посебно во поглед на спроведување на Базел ИИИ стандардите за капитал и ликвидност, развој на рамка за решавање на проблемите на големите финансиски институции активни на глобално ниво и зајакнување на супервизијата на деривативните пазари.

4.1.2.2. Фискални мерки насочени кон реалната економија

Поради потребата да се обезбеди широка поддршка на економијата во текот на подолг период, владата се залагаше стимулативниот пакет да содржи широк спектар на фискални мерки.

Фискалните мерки беа насочени кон стимулирање на агрегатната побарувачка којашто бележеше намалување како резултат на колапсот на приватната побарувачка и неможноста на ФЕД да ги намали дополнително краткорочните каматни стапки. Тие вклучуваа сеопфатен пакет, насочен кон стабилизирање на финансискиот систем помагајќи им на сопствениците на недвижен имот да избегнат заплenuвање на истиот, и помагајќи им на малите бизниси преку даночни ослободувања и зголемено кредитирање.

При создавањето на овие мерки, владата беше водена од неколку принципи¹⁴³.

Едниот од нив беше нивното времетраење, односно фискалните мерки да опфаќаат период од неколку (две) години, како резултат на тоа што на економијата ќе и биде потребна значителна поддршка за поголем временски период (поголем од една година).

Вториот принцип е дека фискалниот пакет мерки треба да биде добро диверзифициран, поради тоа што различни видови стимулативни мерки влијаат на економијата на различни начини. На пример, поединечни даночни намалувања влијаат на производството и вработеноста во многу индустриски гранки, преку поттикнување на населението да троши повеќе. Во исто време, владините

¹⁴² Брооме, Л.Л., (2011) “The Dodd-Frank Act: TARP Bailout Backlash and too big to fail”, North Carolina Banking Institute, Vol. 15, p. 101, 2011 UNCLE Legal Studies Research Paper No. 1794271

¹⁴³ US Government Printing Office, (2010) “Rescuing the economy from the Great recession”, Economic Report of the President

инвестиции во инфраструктура директно ја зголемуваат активността во градежништвото и вработеноста. Исто така, различни видови стимули влијаат врз економијата со различна брзина. На пример, директната помош на економските субјекти директно погодени од рецесијата имаат поголема брзина, додека новите инвестициони проекти бараат повеќе време за исполнување на својата цел.

Третиот принцип беше дека итното трошење треба да се насочи кон решавање на итните проблеми. Некои трошења, на пример, насочени кон заштита на невработените, се насочени да помогнат директно на оние погодени од кризата за да одржат пристоен животен стандард. Но, владиното инвестиционо трошење треба да биде насочено кон креирање трајни капитални инвестиции коишто ги зголемуваат продуктивноста и растот.

Во февруари 2009 година, беше усвоен Законот за американско закрепнување и реинвестирање (Америцан Рецоверс анд Реинвестмент Акт) вреден над 787 милијарди долари. Овој пакет се состоеше од фискални мерки за поддршка на компаниите и буџетите на сојузните држави.

Согласно последните проекции, овој пакет фискални мерки во периодот 2009-2019 година ќе го зголеми буџетскиот дефицит за 814 милијарди \$ од коишто околу две третини произлегуваат од зголеменото владино трошење и една третина произлегува од намалените даночни приходи.

Фискалните мерки ги имаа следните цели:

- зачувување и создавање нови работни места
- помош на оние субјекти кои се најмногу погодени од рецесијата
- унапредување на економското закрепнување преку инвестиции насочени кон создавање економска ефикасност и технолошки напредок во науката и образованието
- обезбедување средства за инвестиции во инфраструктурни програми (транспорт, заштита на околината и др.) коишто ќе обезбедат долгорочна економска корист
- финансиски да ги стабилизираат државните и локалните владини буџети со цел да обезбедат квалитетни услуги и да избегнат покачување на даноците.

Конечниот пакет беше диверзифициран; една третина од него беше во форма на даночни намалувања. Притоа за 95% од семејствата кои работат, даноците беа намалени. Даноците за просечна фамилија беа намалени за 800\$ за 2009 и 2010 година. Со друга одредба од законот се предвидени 14 милијарди \$ за еднократни исплати во износ од 250\$ за стари лица, ветерани и луѓе со хендикеп.

Даночни намалувања имаше и за компаниите. Најважните од нив се однесуваа на намалување на даноците на нови инвестиции преку давање можност на фирмите веднаш да го одбијат половина од трошокот за купување на имотот и опремата. Една од предностите на овие привремени инвестициски стимулации е тоа што тие можат да влијаат врз тајмингот на инвестициите, односно да придвижат некои од инвестициите планирани за во иднина (кога економијата можеби нема да има дефицит на агрегатната побарувачка) кон денес.

Како дополнување бидејќи нарушувањата на финансиските пазари имаа парализирачки ефект на финансиските планови на малите бизниси, со оваа програма беа вклучени дополнителни мерки коишто беа насочени кон овие бизниси. Мерките опфаќаа даночни намалувања, ги подобруваа паричните текови

на фирмите коишто се соочуваа со кредитни ограничувања и обезбедуваа дополнителни стимулации за поединците да инвестираат во мали и средни претпријатија.

Друг важен дел од стимулите се состоеше од фискални олеснувања на владите на поединечните држави. Намалувањето на приходите предизвикано од кризата, ги присили државите да го намалат трошењето или да ги зголемат даноците, што доведе до понатамошно намалување на побарувачката и продлабочување на кризата. Фискалните олеснувања, помагаат во одржувањето на клучните државни услуги, спречуваат даночни зголемувања на фамилиите коишто веќе страдаат од рецесијата и го ублажуваат на тој начин падот на побарувачката. Оваа програма предвидуваше околу 140 милијарди \$ државни фискални олеснувања. Притоа вклучуваше приближно 90 милијарди \$ за поединците кои се директно погодени од рецесијата. Оваа поддршка главно се состоеше од продолжување и проширување на осигурувањето и надоместоците за невработените лица, парична помош за невработените и понатаму да добиваат здравствено осигурување и сл. Дополнително, програмата предвидуваше и дополнителни 20 недели за осигурување на невработените работници коишто завршуваа со претходните програми за поддршка.

Програмата вклучуваше зголемување на државното инвестиционо трошење. Државните инвестиции го зголемуваат производството на краток рок, и преку директни ефекти и преку зголемување на доходот и потрошувачката на работниците вработени на проектите. Преку финансирање на клучни инвестициони проекти, државното трошење ќе има влијание врз економијата и на подолг рок.

Програмата вклучува финансирање на традиционалните државни инвестициони проекти како патна инфраструктура и основни научни истражувања, како и нови инвестиции во областа на здравствено-информационите технологии, електрични мрежи и енергетски технологии. Програмата исто така вклучува даночни олеснувања за стимулирање на приватната потрошувачка, како на пример напредно производство на електрична енергија, кои би имале слични ефекти како зголемување на директните државни инвестициони трошоци.

Како помош за автомобилската индустрија, со оваа програма се предвидуваа попусти и до 4500\$ за оние потрошувачи кои ги заменуваат нивните стари коли и камиони со понови, со поефикасна потрошувачка на гориво. За ова беа предвидени средства од 1 милијарда \$, но поради големиот интерес и со цел да се овозможи да учествуваат поголем број на потрошувачи овој износ беше зголемен на 3 милијарди\$.

4.2. Мерки за надминување на кризата во Европа

4.2.1. Европска централна банка

Монетарните мерки на ЕЦБ ќе ги разгледуваме преку поделба на периодот во којшто се спроведуваа истите на четири фази во зависност од јачината и интензитетот на кризата.

- Период на финансиски турбуленции или рана фаза на кризата (од август 2007 година до септември 2008 година)

- Период на интензивирање на финансиската криза (септември 2008 година – декември 2009 година)
- Период на привремено подобрување во условите на финансиските пазари (декември 2009 година – мај 2010 година)
- Период на должничка криза (од мај 2010 година)

Слично на ФЕД, освен намалувањето на основната каматна стапка, ЕЦБ употреби и дополнителни неконвенционални мерки, имено (засилена кредитна поддршка - *Енхансед кредити суџорџи* и програма за хартии од вредност - *Секуриџизес Маркеџс Програме*). Овие исклучителни и смели мерки беа насочени кон зголемување на ликвидноста и заживување на активноста на финансиските пазари, одржување на финансиското посредување во еврозоната и беа клучни за одржувањето на достапноста на кредитите за домаќинствата и компаниите.

Земајќи го предвид нивниот привремен карактер, некои од овие мерки преземени од ЕЦБ како одговор на кризата веќе се укинати, а останатите ќе бидат постепено укинувани во согласност со нормализацијата на економските и финансиски услови.

4.2.1.1. Период на финансиски турбуленции (август 2007 година - септември 2008 година)

4.2.1.1.1. Мерки за управување со ликвидноста

На 9 август 2007 година, на меѓубанкарските пазари на глобално ниво се појавија остри притисоци. Меѓубанкарските пазари во еврозоната не беа исклучок, при што премиите за ризик на меѓубанкарските кредити со различни рочности се зголемија, а пазарната активност се намали. Овие тензии го рефлектираа недостатокот на доверба помеѓу пазарните учесници и несигурноста за ликвидноста на нивните договорни страни и претставуваа закана за функционирањето на пазарот на пари на еврозоната и целосен застој на платниот систем.

Одговорот на ЕЦБ на овие тензии беше привремено снабдување со дополнителна ликвидност. Уште истиот ден (9 август 2007 година), ЕЦБ им дозволи на банките од еврозоната да **повлечат ликвидност во износ којшто им е потребен**, преку ноќ, притоа оставајќи во залог хартии од вредност. Свкупно, банките повлекоа ликвидни средства во износ од 95 милијарди евра давајќи индикација за сериозноста на финансискиот шок.

ЕЦБ исто така ја зачести употребата на **операциите за фино подесување (фине-џунинг операционс (ФТОс))**¹⁴⁴ односно операциите на отворен пазар со цел да се управува со неочекувани ликвидносни флукуации на пазарот.

Пред август 2007 година, ЕЦБ обезбедуваа ликвидност на начин кој му овозможуваше на банкарскиот сектор лесно да ги исполнува барањата за ликвидни средства. За време на првата година од економската криза, шемата на операциите

¹⁴⁴ ECB, (2010) “ECB response to the financial crisis”, Monthly Bulletin, October 2010

на отворен пазар беше променета. Генерално, повеќе ликвидност беше обезбедувана на почетокот на секој период, додека во останатиот дел од периодот обезбедувањето на ликвидноста беше постепено прилагодувано надолу, па на крајот на периодот банките продолжија да имаат како и пред август 2007 година, ликвидносен вишок во просек од близу нула. Во преткризниот период, дневниот ликвидносен вишок на банките, беше стабилен и блиску до неговиот просек во текот на целиот период. Во првата фаза на кризата од август 2007 година до септември 2008 година тој имаше нивоа над ликвидносното барање од ЕЦБ на почетокот на секој период, но нивоа под бараните кон крајот на секој период.

Агрегатната понуда на ликвидност од евросистемот во текот на целиот период остануваше непроменета, но просечната рочност на неговите операции за обезбедување на ликвидност се зголеми и повеќе ликвидност беше обезбедувана на почетокот на секој период.

Во август 2007 година, ЕЦБ започна со спроведување на **долгорочни операции на отворен пазар** (*лонџер-џерм рефинансинг операции* (*ЛТРОс*) со рок на достасување од 3 месеци, а подоцна и 6 месеци. Намалената неизвесност и подолгорочното ликвидносно планирање овозможено од долгите рочности, беа насочени кон поттикнување на банките за обезбедување кредити за економските субјекти. Во исто време, износите обезбедувани за краткорочните операции на отворен пазар беа намалувани. До крајот на октомври 2008 година, двата типа на операции беа спроведувани редовно во секој период, и сите долгорочни операции обезбедуваа повеќе од 600 милијарди евра од рефинансирањето на банкарскиот сектор. Како резултат на тоа, учеството на долгорочното рефинансирање (со рочност од три и шест месеци) во вкупното рефинансирање речиси се дуплира од 33% во просек во првата половина на 2007 година, до 61% во првата половина на 2008 година. Исто така, просечната рочност на рефинансирањето на банкарскиот сектор значително се зголеми. Особено предизвикувачки период беше крајот на 2007 година. Вообичаените тензии на пазарот на пари беа влошени на крајот на годината. Во услови на екстремна несигурност за индивидуалниот кредитен ризик и целокупната пазарна ситуација, ЕЦБ ги увери пазарните учесници за нејзината подготвеност да обезбеди дополнителна ликвидност, главно преку спроведување **операции на отворен пазар со рок на достасување од две недели**, коишто го покриваа Божиќ и крајот на годината, на коишто сите понуди над одредена стапка беа задоволени во целост. Кон крајот на годината ЕЦБ исто така усвои посебни тендерски постапки за да се справи со големиот интерес за финансирање на банките кон крајот на годината.

Дополнителните операции за обезбедување на ликвидноста што беа преземани од страна на ЕЦБ за време на овој период, беа олеснети од широката и флексибилна оперативна рамка којашто вклучуваше долга листа на колатерал и договорни страни прифатливи за операциите на отворен пазар.

4.2.1.1.2. Преземени мерки во соработка со други централни банки

Како резултат на тензиите на девизниот пазар и врз основа на свој договорот со Федералните резерви на САД, ЕЦБ исто така започна да обезбедува доларска ликвидност во замена за евро деноминиран колатерал.

Како одговор на значајното зголемување на тешкотиите со коишто се соочуваа банките од еврозоната во обезбедување на финансирање во долари, и преку необезбедните доларски пазари и преку девизните своп пазари, во декември 2007 година, ЕЦБ (во соработка со ФЕД и други Централни банки) започна со операции за обезбедување на ликвидност во долари.

Доларските средства беа обезбедувани од страна на ФЕД кон ЕЦБ преку привремен своп договор и ЕЦБ ги користеше овие доларски средства во репо операциите. Од почеток, вкупен износ од 20 милијарди \$ беше обезбеден за банкарскиот сектор на еврозоната, со рок на достасување од 28 дена, преку аукции – тендер со фиксна каматна стапка, односно шема којашто беше спроведувана од страна на сите банки што имаа доларска своп линија со ФЕД.

Кога тензиите на пазарот се намалија на почетокот на 2008 година, овие операции беа привремено прекинати, но во март 2008 година кога ликвидносните притисоци се зголемија (по колапсот на *Беар Сџејарнс*), повторно беа ставени во употреба.

4.2.1.2. Период на интензивирање на финансиската криза (септември 2008 година – декември 2009 година)

По колапсот на *Лехман Бројџерс*, во септември 2008 година, периодот на финансиски турбуленции се претвори во глобална финансиска криза. Зголемената несигурност за финансиското здравје на големите банки на глобално ниво доведе до колапс на активноста на голем број финансиски пазари.

Кризата на пазарот на пари предизвика краткорочните каматни распони да пораснат до абнормално високи нивоа, во еврозоната и надвор од неа. Во овој период на несигурност банките ги зацврстија кредитните стандарди. Кризата започна да се шири кон реалниот сектор, со брзо и синхронизирано влошување на економските услови на глобално ниво и намалување на глобалната трговија.

ЕЦБ во овие услови реагираше со:

- намалување на референтната каматна стапка и
- имплементирање на неконвенционални монетарни мерки.

4.2.1.2.1. Референтна стапка на ЕЦБ

Движењето на референтната стапка на ЕЦБ во 2008 година ја рефлектираше еволуцијата на ризиците за стабилност на цените на среден рок коишто беа под големо влијание на два глобални феномени: глобалното движење на цените на стоките, особено движењето на цените на храната и енергијата и економското влијание од финансиската криза којашто се интензивираше во текот на септември 2008 година.

Инфлацијата во рамки на еврозоната постојано се зголемуваше во текот на првата половина од 2008 година зголемувајќи се од 3,2 % од јануари и достигнувајќи

историски највисоко ниво од 4% во јуни и јули 2008 година, главно како резултат на движењето на цените на храната и енергијата.

Графикон бр.81: Референтна стапка на Европска централна банка (2006-2011)



(Извор: www.tradingeconomics.com, Европска централна банка)

Така, во првата половина на 2008 година, ЕЦБ ја остави непроменета референтната каматна стапка, за потоа во јули, како резултат на силниот пораст на инфлацијата, да ја зголеми клучната каматна стапка за 25 базични поени, при што таа достигна 4,25%.

Во втората половина на 2008 година, засилувањето на финансиската криза предизвика сериозни нарушувања и недостаток на ликвидност на финансиските пазари водејќи кон значително влошување на глобалната економска состојба. Значителното намалување на инфлаторните притисоци во втората половина од 2008 година го рефлектираше намалувањето на цените на храната и енергијата. Во вакви услови, ЕЦБ го промени курсот на монетарната политика, при што во три етапи од вкупно 175 базични поени, ја намали референтната каматна стапка којашто во декември се сведе на 2,5%

ЕЦБ започна со намалувањето на референтната каматна стапка во октомври 2008 година, за 50 базични поени, на 3,75%, кога учествуваше во координирано намалување на референтните каматни стапки од голем број на Централни банки меѓу коишто и централните банки на: Канада, Велика Британија, САД, Швајцарија и Шведска.

Следното намалување на референтната каматна стапка од страна на ЕЦБ се случи во ноември за дополнителни 50 базични поени на 3,25%. Кумулативното намалување од 100 базични поени на референтната каматна стапка од страна на ЕЦБ од октомври 2008 година, ја рефлектираше значително влошената економска ситуација во еврозоната, како резултат на финансиската криза. Очекувањата на експертите за понатамошно намалување на референтната каматна стапка се остварија. Во декември 2008 година, следуваše уште едно намалување за 75 базични поени, од 3,25% на 2,50%, како резултат на зголемената опасност од длабока рецесија во еврозоната и проблемите со коишто се соочуваше финансискиот сектор. Земјите членки на еврозоната уште од вториот квартал на 2008 година

остварија негативни квартални стапки на раст на БДП, при што еврозоната за првпат од нејзиното формирање западна во рецесија. Најпогодени производни сектори од кризата беа индустриското производство и градежништвото, со негативни квартални стапки на раст уште од вториот квартал на годината. Во рамки на индустријата, најголем пад е забележан во производството на интермедијарни и капитални добра, како и во автомобилската индустрија каде што производството во неколку производни капацитети беше привремено запрено. Невработеноста во еврозоната почна позасилено да се зголемува од јули, што беше проследно и со намалување на продуктивноста на трудот. Така, стапката на невработеност во декември 2008 година достигна 8%, наспроти 7,2% на крајот на 2007 година.

Во текот на 2009 година, по засилувањето на финансиската криза, еврозоната се соочи со намалени инфлациони притисоци и продлабочена финансиска криза, па продолжи со намалувањето на референтната стапка. Притоа, референтната стапка беше намалена за 150 базични поени во периодот помеѓу јануари и мај 2009 година, на историски најниско ниво од 1%.

Првото намалување беше во јануари 2009 година, за 50 базични поени од 2,50% на 2,00%. Економијата на 16-те земји членки, се влошуваше многу побрзо отколку што ЕЦБ очекуваше, со негативно влијание од финансиската криза врз извозот, потрошувачката, буџетските дефицити во некои од земјите членки. По намалувањето на кредитниот рејтинг на Грција, кредитните рејтинзи на Ирска, Португалија и Шпанија беа во опасност. По намалувањето на референтната каматна стапка на ЕЦБ во март и април за вкупно 75 базични поени, на 13 мај 2009 година, ЕЦБ се одлучи за дополнително намалување на референтната каматна стапка за 25 базични поени, на 1%.

Мерките коишто беа преземени од страна на ЕЦБ во однос на референтната каматна стапка, го рефлектираа влијанието на глобалната финансиска криза врз економската активност во еврозоната и беа насочени кон намалување на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари, охрабрување на банките да го зголемат кредитирањето кон економските субјекти, подобрување на ликвидноста на финансиските пазари и олеснување на условите за финансирање на банките и компаниите.

4.2.1.2.2. Неконвенционални монетарни мерки – зголемена кредитна поддршка

Во овој период на интензивирање на финансиската криза, острите нарушувања во функционирањето на финансискиот систем и пазарите на пари се закануваа дека ќе го нарушат нормалниот процес на трансмисија на монетарната политика. Кога премијата за ризик се зголеми на исклучително високи нивоа, постоеше ризик дека банките брзо ќе ја намалат достапноста на заемите и ќе го пренесат зголемувањето на трошоците на нивното финансирање на домаќинствата и компаниите во форма на повисоки активни каматни стапки, на тој начин заматувајќи ги сигналите на монетарната политика на ЕЦБ.

Со цел да се осигура дека ставот на монетарната политика се рефлектира во постоечките услови на пазарот на пари и кредитните пазари, но и да се зачуваат кредитните текови над она што може да се постигне со намалување на каматните

стапки, ЕЦБ усвои голем број неконвенционални мерки во октомври 2008 година, т.н. „зголемена кредитна поддршка” (*enhanced credit support*).

Неконвенционалните мерки се фокусирани посебно на банките во евро-зоната и се состојејќи од следните:

- На 15 октомври 2009 година, Евро системот¹⁴⁵ примени тендерска процедура (фиксна стапка, целосна распределба *-fixed rate full allotment*) во сите операции за рефинансирање, осигурувајќи на тој начин неограничена ликвидност на финансиските институции од еврозоната по главната стапка за рефинансирање и со соодветно обезбедување како залог. За разлика од нормалната практика, финансиските институции беа снабдувани со целиот износ на ликвидни средства коишто тие ги бараа. Оваа мерка беше создадена како поддршка на краткорочните финансиски потреби на банките, со крајна цел, зголемување на достапноста на кредит на домаќинствата и компаниите.
- Листата на средства како прифатлив колатерал при операциите за рефинансирање, беше проширена, со цел да го олесни пристапот на операциите на евра-системот којшто имаше за цел да ги намали ограничувањата на средствата коишто може да се користат а се наоѓаат во билансите на банките. Во исто време, листата на договорни страни за овие операции беше проширена, од околу 140 до околу 2000 договорни страни. Од 22 октомври 2009 година, прагот на кредитниот рејтинг за маркетабилни (*marketable assets*) и немаркетабилни средства (*non-marketable assets*) беше намален од ‘А-’ на ‘БББ-’, со исклучок на хартиите од вредност издадени врз основа на средства, за кои прагот на кредитен рејтинг од ‘А-’ остана непроменет. Од тој датум, евра-системот започна да прифаќа должнички инструменти издадени од кредитни институции со коишто не се тргува на регулираните пазари, туку се тргува на одредени нерегулирани пазари. Од 14 ноември 2009 година, Евра-системот започна со прифаќање на должнички инструменти издадени во еврозоната и деноминирани во американски долари, британски фунти и јапонски јен, под услов издавачот да е со седиште во Европа.
- ЕЦБ спроведувааше дополнителни долгорочни операции за рефинансирање со рок на достасување од шест месеци. На 7 мај 2009 година, објави дека такви операции ќе бидат спроведувани и со рок на достасување од една година. Целта на овие операции беше да се подобри ликвидноста позиција на банките, понатамошно намалување на каматните распони на пазарите на пари и одржување на каматните стапки на пазарот на пари на ниско ниво. Подолгите рочности, им овозможуваа на банките да ја намалат неусогласеноста помеѓу средствата и изворите на средства во нивните биланси
- Како дополнување на овие мерки, Евро-системот продолжи да обезбедува ликвидност во странски валути, претежно во американски долари. Оваа мерка ги поддржуваше банките коишто се соочуваа со намалување на

¹⁴⁵ Се состои од Европската Централна Банка и Централните банки на земјите членки на евро-зоната

доларското финансирање како последица на настаните од септември 2008 година.

- Во мај 2009 година, ЕЦБ објави програма вредна 60 милијарди евра, за откуп на евро деноминирани обврзници покриени со колатерал, издадени од еврозоната во периодот до јуни 2010 година. Целта на оваа програма беше да се заживее пазарот, кој речиси пресуши во однос на ликвидноста, на емисија на нови хартии од вредност и намалување на каматните распони. На 7 мај 2009 година беше објавена Програмата за откуп на обврзници покриени со колатерал (covered bond purchase programme (CBPP) врз основа на која Евро-системот откупуваше обврзници покриени со колатерал. Откупувањата започнаа на 6 јули 2009 година и завршија на 30 јуни 2010 година. Оваа програма беше насочена кон подобрување на условите за финансирање на финансиските институции коишто издаваат обврзници покриени со колатерал, како и подобрување на ликвидноста на секундарниот пазар на обврзниците покриени со колатерал, со крајна цел олабавување на кредитните услови во процесот на делеверицирање на банкарскиот сектор. Овие мерки исто така беа насочени кон подобрување на профилот на ризик на институциите коишто чуваа обврзници покриени со колатерал и на тој начин поттикнување кредитен раст.

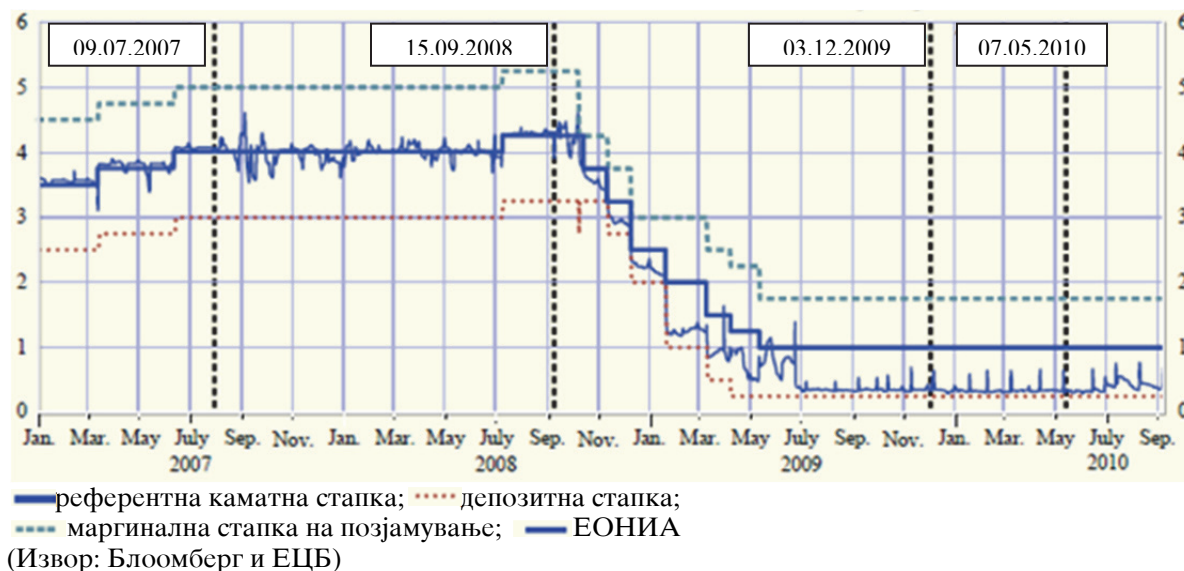
4.2.1.2.2.1. Ефекти од зголемената кредитна поддршка (*enhanced credit support*)

Големата побарувачка за ликвидност особено при спроведувањето на долгорочните операции за рефинансирање, изврши значителен надолжен притисок на краткорочните каматни стапки, со соодветно намалување во номиналните приноси на подолгорочните хартии од вредност. Реалните каматни стапки на подолгорочните хартии од вредност, исто така се намалија, дури и беа негативни во одреден период рефлектирајќи го фактот што и покрај волатилноста на пазарот и инфлационите очекувања останаа стабилни.

Прво, ниските нивоа на номинални и реални каматни стапки, придонесе за стабилноста на финансиските пазари во овој период на екстремно високи турбуленции. Од друга страна ниските номинални и реални каматни стапки беа клучни во справувањето со падот на реалната економската активност.

Графикон бр.82: Клучни каматни стапки на ЕЦБ и ЕОНИА (јануари 2007-септември 2010)

финансиски интензивирање привремено подобрување
турбуленции на финансиската криза во условите на должничка криза
финансиските пазари



Второ, додека тендерската процедура (фиксна стапка, целосна распределба - *фицед райе фулл аллојмент*) и операциите за рефинансирање со подолги рочности беа клучни во задоволување на побарувачката за ликвидност од банките во еврозоната, неограничената понуда на ликвидните средства на Централната банка значеше дека таа играше голема улога како посредник меѓу финансиските институции од евро-зоната.

Ова може да се забележи од многу големите износи на ликвидност коишто беа повлекувани од страна на банките во текот на спроведувањето на операциите за рефинансирање.

Голем број на финансиски институции учествуваа во операциите на рефинансирање; пред кризата, просечно 360 финансиски институции учествуваа во операциите за рефинансирање. Потоа, со оглед на ограничениот пристап на меѓубанкарските и пазарите на хартии од вредност, овој број порасна на 800 во средината на кризата. Проширената листа на договорни страни, подобни за операциите за рефинансирање на Евросистемот беше особено значајна во намалувањето на загриженоста на пазарните учесници околу можниот недостаток на ликвидност за време на акутната фаза на кризата.

Како резултат на намалувањето на активноста на пазарите на пари и употребата на тендерска процедура (фиксна стапка, целосна распределба - *фицед рате фуллаллотмент*), банките побаруваа повеќе ликвидност отколку што им беше потребна за да ги финансираат своите дневни трансакции. Сето тоа во октомври 2008 година, доведе до значително зголемување на ликвидносниот вишок на банките во еврозоната. Банките не го користеа дополнителниот вишок во меѓубанкарското кредитирање, туку го депонираа назад во ЕЦБ, што доведе до доближување на каматните стапки преку ноќ на пазарите на пари (ЕОНИА) и стапката по којашто банките депонираат средства преку ноќ кај централната банка.

Трето, листата на прифатливиот колатерал во операциите за рефинансирање во Евросистемот беше проширен, што им овозможи на банките да употребуваат поголем дел од нивните средства за да ги добијат потребните ликвидни средства. За разлика од многу други централни банки, ЕЦБ уште пред кризата прифаќаше

приватни хартии од вредност како колатерал. Оваа политика беше зајакната за време на кризата бидејќи во период на пазарни притисоци, репо трансакциите може да станат високо сензитивни на степенот на ликвидност на колатералот. Можноста да се рефинансираат неликвидни средства делуваше како ефективен лек за ликвидносните кусоци коишто се појавија како резултат на ненадејниот прекин на меѓубанкарското кредитирање. Ова се однесува на пример на хартиите од вредност издадени врз основа на хипотека, чиј пазар доживеа колапс по банкротот на *Лехман Бројџерс*. Учеството на овие средства во вкупните средства коишто се употребуваа во операциите на рефинансирање во Еврсистемот се зголеми значително за време на кризниот период. Притоа делот на државните хартии од вредност се намали постепено до 2008 година, пред неговото зголемување во 2009 и 2010 година.

Графикон бр.83: Средства коишто се употребуваа како колатерал во кредитните операции на Еврсистемот (2004-2010)



Четврто, програмата за откуп на обврзници обезбедени со колатерал (цверед бондпулхасе программе (ЦБПП) во јули 2009 година, придонесе за повторно оживување на пазарот на обврзници обезбедени со колатерал и намалување на каматните диференцијали на обврзниците обезбедени со колатерал, иако сепак тие останаа на повисоко ниво споредени со нивоата во периодот пред почетокот на кризата. До 30 јуни 2010 година, 422 различни обврзници беа откупени, од кои 27% во примарниот пазар и 73% во секундарниот пазар, во вкупна номинална вредност од 60 милијарди евра. Во некои од пазарите на земјите членки на еврозоната се зголеми бројот на издавачите на овие обврзници, а со тоа и продлабочување на нивните пазари за обврзници обезбедени со колатерал. Еврсистемот главно купуваше обврзници обезбедени со колатерал со рок на достасување од три до седум години, со намера да ги чува до достасување.

4.2.1.3. Период на привремено подобрување во условите на финансиските пазари (декември 2009 година – мај 2010 година)

Во текот на 2009 година, финансиските пазари покажуваа знаци на стабилизација. Распоните на пазарите на пари постепено се намалуваа како што

може да се види на следниот графикон, а пазарите на акции и обврзници повторно заживеаја.

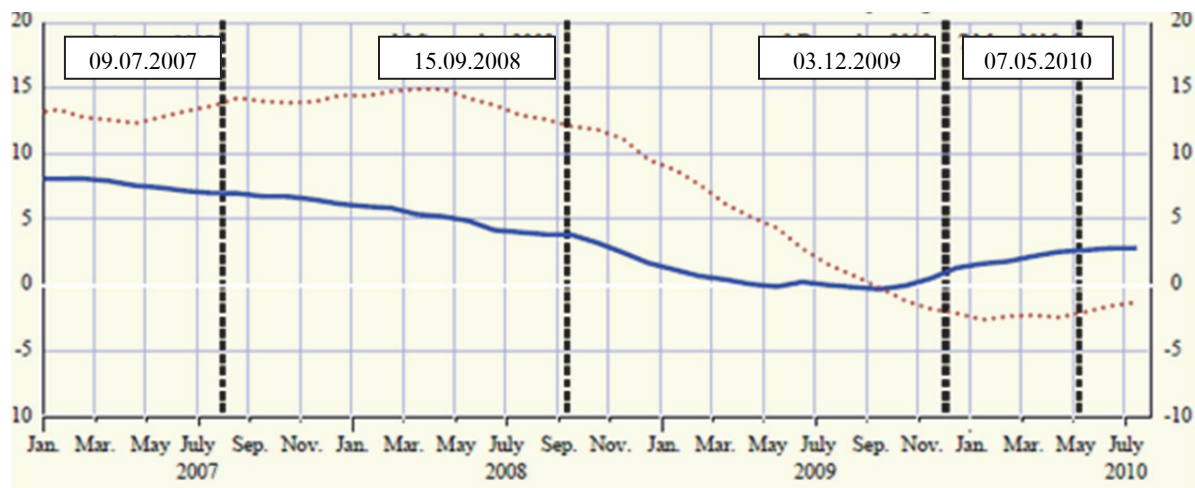
Графикон бр.84: Каматен распон помеѓу три месечен ЕУРИБОР и ОИС (овернигхт индекси), јануари 2007- септември 2010



Банкарските активни каматни стапки исто така се намалија во согласност со пазарните каматни стапки, што претставуваше доказ дека неконвенционалните мерки на ЕЦБ беа ефикасни во одржување на нормалното функционирање на механизмот на трансмисија на монетарната политика. Во исто време, преку ублажување на притисоците за финансирање во банкарскиот сектор, во овој период се забележува зголемување на понудата на кредити за реалната економија. Растот на кредитите на домаќинствата се зголеми во исто време со заживувањето на економската активност. Растот на кредитите на нефинансиските компании, којшто во јули 2010 година, беше во негативна зона, заостануваше зад растот на кредитите за домаќинствата. Оваа секторска разлика може да се објасни со зголемување на побарувачката на кредити од страна на домаќинствата кога цените на недвижностите и каматните стапки се намалија, а очекувањата за заздравување на економијата се зголемија. За разлика од нив, компаниите, вообичаено преферираат, најпрво да ги искористат нивните внатрешни средства пред да се свртат кон банкарското финансирање.

Графикон бр.85: Кредити на приватниот сектор (јануари 2007- јули 2010)

финансиски интензивирање привремено подобрување
турбуленции на финансиската криза во условите на должничка криза
финансиските пазари



— кредити на домаќинствата; кредити на не-финансиски корпорации
(Извор: ЕЦБ)

Со оглед на подобрувањата на финансиските пазари во текот на 2009 година, ЕЦБ во декември 2009 година објави дека оние неконвенционални мерки коишто не се повеќе потребни, ќе почнат постепено да се ифрлаат, со цел да се избегнат нарушувањата на пазарот поврзани со премногу долгата употреба на неконвенционални мерки или пак одржување на каматните стапки на многу ниско ниво за подолг временски период. На пример, премногу лабавата монетарна политика, поддржана од конвенционални и неконвенционални мерки, може да придонесе за прекумерно преземање на ризик од страна на банките и домаќинствата и да ги ограничи стимулациите за консолидација на јавните финансии. Во подолг временски период, овие мерки може да имаат негативни влијанија за економскиот раст, одржливоста на ценовните движења и перспективите за ценовната стабилност.

Постепеното укинување на неконвенционалните мерки беше олеснето од фактот што најголем дел од операциите беа извршувани како репо трансакции (и своп трансакции во случај на девизни операции), коишто можат да бидат прекинати на едноставен начин – преку обновување на истите по рокот на нивното достасување. Поконкретно, Евросистемот во декември 2009 година одлучи дека *ЛТРО* во тој месец ќе биде последен со дванаесет месечна рочност, дека уште само еден тримесечен *ЛТРО* ќе биде спроведен во март 2010 и дека дополнителните тримесечни *ЛТРО* ќе бидат укинати. Исто така во март 2010 година, беше одлучено да се врати тендер процедурата со варијабилна каматна стапка во тримесечните *ЛТРО*. Во координација со другите централни банки, ЕЦБ ја укина одредбата за финансирање во други валути освен во евра.

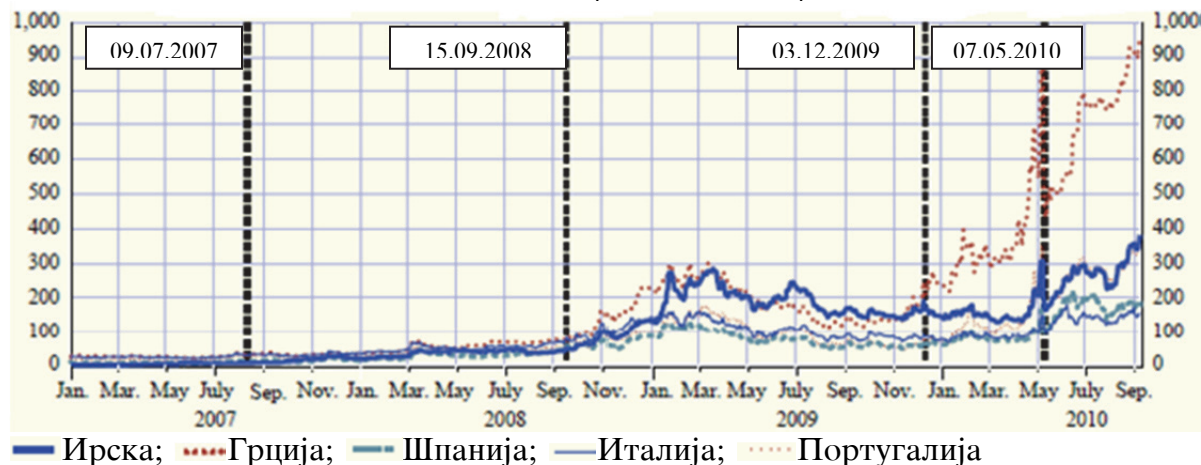
4.2.1.4. Период на должничка криза (од мај 2010 година)

На почетокот на 2010 година, повторно се појавија притисоци во одредени сегменти на финансиските пазари, посебно во пазарите на државните обврзници во еврозоната. Каматните распони помеѓу 10-годишните државни обврзници на некои од земјите членки на еврозоната и германските државни обврзници започнаа да се зголемуваат, главно како резултат на зголемената пазарна загриженост за

одржливоста на јавните финансии во поглед на зголемениот буџетски дефицит и јавниот долг.

Графикон бр.86: Каматен распон помеѓу 10-годишни државни обврзници на Ирска, Грција, Шпанија, Италија и Португалија (ПИИГС) и германската државна обврзница (јануари 2007- септември 2010)

финансиски интензивирање привремено подобрување
турбуленции на финансиската криза во условите на должничка криза
финансиските пазари



(Извор: Блоомберг)

Како што може да се види од графиконот, овие каматни распони значително се зголемија во текот април и почетокот на мај 2010 година. Притоа на 6 и 7 мај, каматните диференцијали на државните обврзници во еврозоната достигнаа рекордно високи нивоа, како резултат на што земјите членки на ЕУ на 10 мај 2010 година воспоставија Европски Механизам за Стабилизација - ЕМС (*Еуропеан Сџтабилизацион Мекханисм*) и воведоа мерки коишто овозможуваат непречено функционирање на пазарите на државни хартии од вредност.

4.2.1.4.1. Европски Механизам за стабилизација (*European Stabilization Mechanism*)

Европски Механизам за Стабилизација - ЕМС (*Еуропеан Сџтабилизацион Мекханисм*) претставува договор на земјите од ЕУ и еврозоната за надминување на финансиските проблеми при задолжувањето и отплата на јавниот долг со коишто може да се соочи одредена земја членка. ЕМС се состои од два дела:

- Европски механизам за финансиска стабилност – ЕМФС (*European Financial Stabilization Mechanism - EFSM*) кој претставува директен кредитен фонд од страна на сите земји членки на ЕУ во износ од 60 милијарди евра. Овој фонд е достапен на сите земји членки на ЕУ кои имаат потреба од финансиска помош за отплата на јавниот долг или нивно понатамошно задолжување. Овој фонд го користат Ирска и Португалија во износ од 22,5 милијарди евра и 26 милијарди евра соодветно).

- Европски фонд за финансиска стабилност - ЕФФС (*European Financial Stability Facility, EFSF*) којшто претставува финансиски договор помеѓу владите на земјите- членки на еврозоната во износ од 440 милијарди евра и можат да го користат само земјите членки од еврозоната. Целта на EFSF беше да ја зачува финансиската стабилност на европската монетарна унија преку обезбедување привремена финансиска помош на одредена земја членка на еврозоната којашто се справува со потешкотии. Притоа беше формирано специјално наменско правно лице (Special Purpose Vehicle) кое може да издава обврзници или други должнички хартии од вредност на пазарот со цел да ги обезбеди потребните средства за обезбедување на заем на земјите со финансиски проблеми. Емисиите на хартии од вредност е предвидено да бидат обезбедени со гаранции од страна на земјите членки на еврозоната пропорционално на нивното учество во капиталот на ЕЦБ.

Во овие финансиски аранжмани учествува и ММФ, со учество од дополнителни 250 милијарди евра. Интервенциите од страна на ММФ ќе се засноваат за секој случај посебно и ќе бидат во форма на вообичаената помош од ММФ за земјите членки¹⁴⁶.

Табела бр.13: Обезбедени гаранции од земјите членки на евро-зоната

Земја	Износ на гаранции (во милиони евра)	Учество (во %)	Нов износ на гаранции* (во милиони евра)	Учество (во %)
Белгија	15.292,18	3,48%	27.031,99	3,47%
Германија	119.390,07	27,13%	211.045,90	27,06%
Ирска	7.002,40	1,59%	12.378,15	1,59%
Шпанија	52.352,51	11,90%	92.543,56	11,87%
Франција	89.657,45	20,38%	158.487,53	20,32%
Италија	78.784,72	17,91%	139.267,81	17,86%

¹⁴⁶Годишен извештај за работењето на НБРМ во 2010 година, Месечни извештаи на ЕЦБ – мај и јуни 2010 година и ММФ Светски економски преглед – октомври 2010 година

Кипар	863,09	0,20%	1.525,68	0,20%
Луксембург	1.101,39	0,25%	1.946,94	0,25%
Малта	398,44	0,09%	704,33	0,09%
Холандија	25.143,58	5,71%	44.446,32	5,70%
Австрија	12.241,43	2,78%	21.639,19	2,78%
Португалија	11.035,38	2,51%	19.507,26	2,50%
Словенија	2.072,92	0,47%	3.664,30	0,47%
Словачка	4.371,54	0,99%	7.727,57	0,99%
Финска	7.905,20	1,80%	13.974,03	1,79%
Грција	12.387,70	2,82%	21.897,74	2,81%
Естонија**		0,00%	1.994,86	0,26%
Вкупно	440.000,00	100,00%	779.783,16	100,00%

*Во октомври 2011 година беше извршено зголемување на гарантните износи на земјите членки на еврозоната

** Естонија стана земја членка на еврозоната на 1 јануари 2011 година т.е. по креирањето на Европскиот фонд за финансиска стабилност во мај 2010 година
(Извор: European Financial Stabilization Facility)

Како што може да се види од табелата бр.13, до октомври 2011 година, по барање на ЕУ се изврши зголемување на гарантните износи на земјите членки на еврозоната при што вкупниот износ на гаранции достигна 780 милијарди евра.

Во продолжение е даден преглед на земјите на коишто им беше потребна и доделена финансиска помош¹⁴⁷:

Грција. Во мај 2010 година, Грција постигна договор со ММФ, ЕУ и ЕЦБ, за програма односно финансиска помош, со цел да се стабилизира економијата, зголемување на конкурентноста и враќање на довербата на пазарот со финансиска поддршка во вредност од вкупно 110 милијарди евра. Од вкупните 110 милијарди евра, 30 милијарди евра се обезбедени како станд бај (станд bs) аранжман со ММФ, останатите 80 милијарди евра се обезбедуваат од Европскиот фонд за финансиска стабилност.

Ирска. Во текот на декември 2010 година, одобрен е тригодишен кредитен аранжман за Ирска во износ од 85 милијарди евра. Овој заем е дел од меѓународен финансиски пакет во вредност од 85 милијарди \$, кој ги вклучува ЕУ, ММФ и финансирањето од сопствени готовински резерви од Ирска. При тоа од Европскиот Механизам за финансиска стабилност се користат средства во вредност од 22,5 милијарди евра. Главната цел на овој пакет е да ја поврати довербата и финансиската стабилност. Овој пакет содржи план за фундаментално реструктурирање на ирскиот банкарски систем и мерки за заштита на јавните финансии.

Португалија. Во текот на мај 2011 година, ЕУ и ММФ одлучуваат да доделат помош на Португалија. Вкупната финансиска помош изнесува 78 милијарди евра, од кои ЕУ обезбеди кредити до износ од 52 милијарди евра (од кои 26 милијарди евра

¹⁴⁷Заклучно со 31 декември 2011 година

се обезбедени од Европскиот Механизам за финансиска стабилност). ММФ ќе го обезбеди преостанатиот износ од 26 милијарди евра. Помошта ќе биде обезбедена врз основа на тригодишна програма, за период до средината на 2014 година. Со оваа програма се обезбедуваат 12 милијарди евра како поддршка за банкарскиот сектор со цел да се обезбеди потребниот капитал доколку има потреба. Овие средства ќе бидат искористени за: 1.) структурни реформи за зајакнување на потенцијалниот раст, создавање на нови работни места, подобрување на конкурентноста на економијата; 2.) стратегија за фискална консолидација поддржана од структурни фискални мерки и подобра фискална контрола врз државните претпријатија, со цел намалување на долгот во однос на БДП и намалување на дефицитот под 3% од БДП до 2013 година; 3.) стратегија за финансискиот сектор што во основа ќе содржи докапитализација на финансиските субјекти.

4.2.1.4.2. Монетарни мерки – конвенционални и неконвенционални мерки

Во продолжение ќе биде даден осврт на конвенционалните и неконвенционалните мерки преземени од страна на ЕЦБ во периодот на должничката криза.

На 10 мај, ЕЦБ ги објави следните мерки насочени кон непречено функционирање на пазарите на државни хартии од вредност:

- Откуп на хартии од вредност (од приватниот и јавниот сектор), преку програмата за пазарот на хартии од вредност (Securities Markets Programme)
- Повторно воведување на три и шест месечните операции за рефинансирање (со фиксна каматна стапка) со неограничени износи
- Повторно воведување на привремените ликвидносни своп линии со ФЕД.

Програмата за пазарот на хартии од вредност (Сецуритиес Маркетс Программе) е третиот елемент во одговорот на ЕЦБ на кризата (другите два беа: серија намалувања на каматните стапки и засилена кредитна поддршка - Енхансед кредит супорт).

Во рамките на оваа програма, интервенциите на евросистемот се однесуваа на пазарот на должнички хартии од вредност, со цел да се осигура длабочината и ликвидноста на овој нефункционален пазарен сегмент. Во согласност со одредбите од договорот за функционирање на Европската унија, откупот на државни хартии од вредност од страна на Евро-системот е стриктно ограничен на секундарните пазари. Со цел да се осигура дека ликвидноста нема да биде загрознена, овие откупи на хартии од вредност беа целосно стерилизирани преку извршување на операции за апсорбирање на ликвидноста. Имено, инјектираната ликвидност преку програмата за пазарот на хартии од вредност, беше апсорбирана преку прибирање на термински депозити на неделно ниво.

Како дополнување, ЕЦБ повторно воведо некои од неконвенционалните мерки коишто беа повлечени во претходниот период. Од мај 2010 година беа повторно воведени три и шест месечните операции за рефинансирање, како и привремените ликвидносни своп линии со ФЕД. Ликвидносните своп линии со ФЕД е одлучено да се спроведуваат до 1 август 2011 година.

Како резултат на овие мерки, тензиите на финансиските пазари првично се намалија, за кон крајот на 2010 година, каматните распони на државните обврзници, да се зголемат за одредени земји членки од еврозоната (посебно за земјите членки од периферијата), што претставуваше показател за интензивирањето на европската должничка криза.

Во јуни 2011 година, ЕЦБ во соработка со другите централни банки (Централните банки на Канада, Англија и Швајцарија) одлучи да ја продолжи ликвидносната своп линија со ФЕД до 1 август 2012 година. Во август 2011 година, ЕЦБ одлучи да ја продолжи и ликвидносната своп линија со Централната банка на Англија до 28 септември 2012 година. Со цел да обезбеди дополнителна доларска ликвидност до крајот на годината, во септември 2011 година, ЕЦБ во соработка со Централните Банки на Јапонија, Англија, Швајцарија и ФЕД, одлучи да воведат три операции за обезбедување на доларска ликвидност со рочност од три месеци. Овие операции ќе имаат форма на репо договор со обезбедување соодветен колатерал, со примена на тендерска процедура фиксна стапка, целосна распределба.

Во текот на октомври 2011 година, ЕЦБ ја објави втората програма за откуп на обврзници покриени со колатерал (цверед бонд пурихасе programme – ЦБПП2) во износ од 40 милијарди евра. Откупот на обврзници ќе се спроведува на примарниот и на секундарниот пазар почнувајќи од ноември 2011 година до октомври 2012 година.

Во текот на 2011 година, се појави потреба од повторно користење на конвенционалната монетарна мерка – промена на референтната стапка. Притоа, зголемување на референтната каматна стапка од историско најниското ниво од 1% беше извршено во април 2011 година, за 25 базични поени и во јули 2011 година за дополнителни 25 базични поени, со што таа достигна 1,50%. Ова монетарно затегнување се должеше на зголемените ризици за ценовна стабилност односно растечката инфлација во еврозоната којашто ја надминуваше таргетираната стапка на инфлација од 2%. Од друга страна, ФЕД, Централната банката на Англија и Централната банка на Јапонија и понатаму ги задржаа каматните стапки на историски најниско ниво. Ова придонесе за зголемен интерес кај инвеститорите за вложување во инструменти на финансискиот пазар во Европа како резултат на позитивниот каматен распон во споредба со инструментите на финансиските пазари во САД. Иако инфлацијата во текот на цела 2011 година остана над таргетираната стапка на инфлација, продлабочувањето на европската должничка криза и можноста за распаѓање на еврозоната изврши притисок на ЕЦБ за намалување на референтната стапка. Во текот на ноември и декември 2011 година, ЕЦБ ја намали референтната стапка за по 25 базични поени, со што на крајот на 2011 година, таа повторно изнесуваше 1%.

Заради интензивирањето на должничката криза, ЕЦБ во текот на 2011 година, воведо нови или го продолжи спроведувањето на некои од веќе воведените неконвенционални мерки. Така на пример, ЕЦБ продолжи да ги спроведува главните операции на рефинансирање, при што применуваше тендерска процедура (фиксна стапка, целосна распределба - фицед рате фулл аллотмент). Овие мерки ЕЦБ ги применуваше со цел да осигура ликвидност на финансиските институции во еврозоната односно поддршка на краткорочните финансиски потреби на банките. ЕЦБ продолжи да ги спроведува долгорочните операции за рефинансирање со рок

на достасување од три месеци, со примена на тендерска процедура (фиксна стапка, целосна распределба). Како резултат на обновените тензии на финансиските пазари, ЕЦБ во август 2011 година, освен долгорочни операции за рефинансирање со рок на достасување од три месеци, започна да спроведува и долгорочни операции за рефинансирање со рок на достасување од шест месеци, а во октомври објави спроведување на вакви операции со рок на достасување од дванаесет и тринаесет месеци.

Во текот на декември 2011 година, со цел да се намалат тензиите на пазарите на пари и да се овозможи нивно постепено стабилизирање, од страна на ЕЦБ се донесени нови неконвенционални мерки. Мерките ги имаа следните цели: 1.) зголемување на изворите на долгорочно финансирање на банките во услови на нарушена доверба на финансиските пазари со цел да се поттикне кредитната активност на банцит и 2.) поттикнување на активността на банките на пазарот на пари. За остварување на првата цел извршено е: зголемување на понудата на операции за рефинансирање преку понуда на две операции за рефинансирање со рочност од 36 месеци; привремено проширување на обезбедувањето на комерцијалните банки кои можат да го понудат со цел да добијат финансирање од страна на ЕЦБ. Со цел да се поттикнат банките поактивно да се вклучат во трансакции на пазарот на пари намалена е стапката на задолжителна резерва од 2% на 1%.

Декемврискиот самит на европскиот совет беше од суштинско значење во поглед на донесувањето одлуки во врска со разрешување на должничката криза во ЕУ и за спречување нови кризи од ист тип. За првпат по формирањето на ЕУ беше предложено, а воедно и беше постигната согласност помеѓу земјите членки на еврозоната за склучување на фискална унија којашто ја поддржаа и повеќето земји надвор од еврозоната (со исклучок на Велика Британија и Чешка). Со тоа овие земји се обврзаа во своето национално законодавство да спроведат ново европско фискално правило коешто ќе опфаќа поголема фискална дисциплина поголеми автоматски санкции и построг надзор. Така, согласно новите правила: буџетите на општата влада треба да бидат врамнотежени или во суфицит (годишниот структурен дефицит да не надминува 0,5% од номиналниот БДП); се воспоставува „ex ante“ известување за плановите на емисија на државен долг од страна на земјите членки; согласност беше постигната и во однос на заострување на правилата коишто се однесуваат на постапката за прекумерен дефицит, преку воведување автоматски санкции за секоја земја членка за која ќе биде утврдено дека го пречекорила утврдениот таргет на буџетски дефицит; се наметнува критериум за намалување на долгот за земјите членки чијшто државен долг надминува 60% од БДП. Дополнително беше одлучено и да се обезбедат дополнителни средства од 200 милијарди евра за ММФ наменети за справување со кризата.

Во следниот период ЕУ ја очекуваат големи предизвици, по направениот прв чекор односно потпишувањето на Договорот за стабилност, координација и управување во економската и монетарна унија, со што практично се забранува буџетскиот дефицит. Договорот ќе стапи на сила откако ќе го ратификуваат најмалку 12 држави членки на еврозоната, а целта е да стапи на сила на 1 јануари 2013 година. Покрај Велика Британија и Чешка кои не го потпишаа овој договор, Ирска најави дека договорот ќе го ратификува на референдум, но во случај истиот

да биде одбиен, Ирците нема да имаат право да користат помош од Европскиот стабилизациски фонд.

4.2.2. Владини мерки

4.2.2.1. Преземени мерки од владите на земјите членки на еврозоната како поддршка на финансискиот сектор

Во моментот кога ликвидносната криза се претвори во „криза на солвентност“ заканувајќи се на стабилноста на финансискиот систем како целина, владите се одлучија за примена на традиционални мерки за спасување насочени кон одделни финансиски институции.

Овие почетни мерки за поддршка на одделни финансиски институции имаа форма на кредитни линии кон институциите или спојувања (ресце мергерс). На 15 септември колапсот на *Лехман Бројџерс* испрати серија на шокови преку глобалниот финансиски систем. Додека, аверзијата кон ризикот и недовербата помеѓу пазарните учесници водеше кон ‘пресушување’ на пазарите за финансирање, загриженоста околу солвентноста на финансиските институции, сериозно ја погоди довербата на штедачите. Владите мораа да реагираат брзо за да го спречат пропаѓањето на нивните финансиски системи.

Заедничките начела на ЕУ договорени на советот на ЕЦОФИН на 7 октомври 2008 година и усогласениот Европски Акционен план (Еуропеан Ацтион План) (чија крајна цел беше повторно враќање на довербата и правилното функционирање на финансискиот систем) од земјите членки на еврозоната усвоен на 12 октомври 2008 година, го отвори патот за национални мерки како дел од координираната акција на ниво на ЕУ да се справи со последиците од глобалната финансиска криза.

Земајќи ја предвид доминантната позиција на банкарскиот систем во обезбедување на средства за финансирање на населението и фирмите во еврозоната, овие мерки примарно беа таргетирани на финансискиот сектор. Само како илустрација, во периодот од 2004-2008 година, банакарското финансирање во еврозоната сочинуваше две третини од вкупното финансирање во еврозоната (ова учество е 40% за САД).

Иницијално, во текот на 2008 година, владината поддршка, беше насочена кон страната на обврските (пасивата) од билансите на банките и се состоеше од¹⁴⁸:

- Владини гаранции за меѓубанкарско кредитирање и нови должнички хартии од вредност издадени од страна на банките
- Рекапитализација на финансиските институции со проблеми, вклучувајќи капитални инјекции и национализации како крајна мерка
- Зголемување на осигурувањето на депозити

Во периодот септември/октомври 2008 година, владите на неколку земји членки од еврозоната објавија шеми за спасување на банките, коишто беа надополнети со ликвидносна поддршка обезбедена од ЕЦБ. При спроведување на

¹⁴⁸ ЕЦБ, (2010) “Measures taken by euro area governments in support of the financial sector”, Монтхлс Буллетин, Април 2010

горенаведените мерки требаше да се почитуваат одредени правила и насоки во однос на начинот на кој ќе бидат спроведувани овие мерки. Имено, во врска со првите две наведени мерки (владини гаранции и рекапитализација на финансиските институции) требаше да се избегнува дискриминација помеѓу финансиските институции на другите земји членки на еврозоната и да се осигура дека банките дадената помош ја користат за соодветната намена, а не за некои други цели (пример, развивање на нова дополнителна дејност). Поддршката исто така требаше да биде насочена и дизајнирана на таков начин, да се минимизираат негативните ефекти на прелевање на конкуренцијата и/или другите земји членки.

Иако сите земји дејствуваа согласно одредбите на Европскиот акционен план (Еуропеан АцтионПлан) и насоките дадени од страна на ЕЦБ, сепак специфичните мерки се разликуваа од земја до земја. Додека некои земји од почетокот на финансиската криза усвоија најразлични мерки составени од владини гаранции, рекапитализација на финансиските институции (Германија, Австрија, Грција, Шпанија, Франција и Холандија), некои други пак, немаа генерално објавени мерки туку носеа ад хоц интервенции за поддршка или национализација на одредена финансиска институција, како начин за справување со проблемите во однос на солвентноста на банкарските институции (Белгија, Холандија, Луксембург и Ирска). Освен овие мерки на владини гаранции и мерки за рекапитализација на финансиските институции, некои влади спроведуваа уникатни (суи генерис) мерки, како на пример привремени своп аранжмани, откуп на средства, преземање на долг (Шпанија, Холандија и Италија) и гаранции на сите депозити и долгови на сите домашни банки и странски подружници (Ирска). Во некои случаи владите на земјите членки на еврозоната, вклучија финансиски стимулации за предвремено враќање на пакетите за поддршка на институциите или пак вметнуваа специфични услови во мерките, како на пример обврска за да обезбедат кредитирање на економските субјекти. Со цел да осигура дека владината поддршка е ограничена на минимум од потребната, Европската комисија бараше на секои шест месеци секоја земја членка да доставува преглед на владините мерки (гаранции и рекапитализација).

Во почетокот на 2009 година, владината поддршка на банкарскиот сектор, беше насочена на страната на средствата (активата) од билансите на банките¹⁴⁹, со цел да помогне во однос на оштетените средства на банките. Оваа поддршка беше главно мотивирана од постојаната несигурност во однос на вреднувањето на средствата и влијанието на отпишување на тие средства врз билансите на банките, па на тој начин поткопување на довербата на банкарскиот систем. Притоа помошта се состоеше од :

- Шеми за отстранување на средствата, коишто имаа за цел да ги отстранат оштетените средства од билансите на банките или преку директен откуп од страна на државата или преку трансфер на истите кон независна компанија за управување со средства
- Шеми за осигурување на средствата, при што средствата се чуваа во билансите на банките но се осигуруваа против ризик

¹⁴⁹ЕЦБ, (2010) “Меасурес taken by euro area governments in support of the financial sector”, Монтхлс Буллетин, Април 2010

Овие мерки беа насочени кон зачувување на финансиската стабилност, зголемување на кредитирањето на приватниот сектор и намалување на влијанието на мерките за поддршка на средствата на јавните финансии.

Во Ирска беше создадена Национална агенција за управување со средствата (*Национал Асет Манаџмент Агенц (НАМА)*), како специјално правно лице коешто од март 2010 година ги купуваше ризичните заеми од билансите на банките со цел да го подобри квалитетот на билансите на банките. Во замена за кредитите, банките добиваат државни хартии од вредност и/или гарантирани хартии од вредност. Во Германија, пак од јули 2009 година, како поддршка за банкарскиот сектор се вршеше размена на финансиски инструменти вклучувајќи хартии од вредност издадени врз основа на средства (*асејбацкед сеџуријџес*) и колатерализирани обврски за долг (*цоллајџералисед дејџоблиџајџионс*) за обврзници коишто се гарантирани од страна на државата, при што банките плаќаат одредена провизија за дадената гаранција.

Во текот на декември 2010 година, е формиран Европски Одбор за системски ризик (*Еуроџеан Ссџемиџ Риск Боард*). Неговата цел е спречување или ублажување на системските ризици за финансиската стабилност во Европа, кои произлегуваат од развојот на настаните во рамките на финансискиот систем. Негова задача е да овозможи непречено функционирање на финансискиот пазар, што ќе обезбеди придонес од финансискиот сектор за економскиот раст. Одборот за системски ризик ќе го следи целиот финансиски сектор и на тој начин ќе врши идентификација на потенцијалните проблеми коишто би можеле да доведат до криза во иднина.

Само по неколку недели, во текот на јануари 2011 година, како резултат на продлабочувањето на европската должничка криза, продолжија мерките за поддршка на финансискиот сектор. Така, на почетокот на 2011 година, како одговор на финансиската криза, се формирани три нови супервизорски тела: банкарско супервизорско тело во Лондон (*Еуроџеан Банкинџ Ауџхоријџс*), супервизорско тело на пазарот на хартии од вредност во Париз (*Еуроџеан Сеџуријџес анд Маркејџс Ауџхоријџс*) и европското супервизорско тело на осигурителни компании и пензиски фондови во Франкфурт (*Еуроџеан Инсуранџе анд Оџџуџајџионал Пенсионс Ауџхоријџс*). Нивната задача е да вршат супервизија на финансиските активности на банките, финансиските пазари, осигурителните компании и пензиските фондови. Нивното функционирање ќе овозможи да се детектираат проблемите во почетокот на нивното создавање и да се дејствува на време – на координиран и ефикасен начин.

4.2.2.1.1. Осигурување на депозити

Шемите за осигурување на депозити беа помеѓу првите коишто се користеа за да се ублажи негативното влијание од финансиската криза што се интензивираше по банкротот на *Лехман Бројџхерс*. Во Европа, пред почетокот на кризата, законодавството на ЕУ имаше утврдено минимално ниво за осигурување на депозитите од 20.000 евра.

Со оглед на тоа дека овој износ за осигурување на депозити се покажа како недоволен за да ја смири паниката кај депозиторите, во октомври 2008 година, границата беше подигната на минимум од 50.000 евра, со можност за понатамошно зголемување.

Како дополнување, земјите членки на ЕУ се договорија да го забрзаат и времетраењето на процесот на враќање на гарантираните депозити, во обид да се подобри ефективността при осигурување на депозитите.

Еден од главните настани којшто водеше до зголемување на минималното ниво на осигурување на депозитите беше одлуката од страна на Ирска во септември 2008 година, да обезбеди гаранција за сите банкарски обврски (вклучувајќи ги сите депозити на населението, домаќинствата и меѓубанкарските депозити) којашто претставуваше значаен процент од БДП. Примерот за обезбедената гаранција на Ирска, во комбинација со искуството од *Норџхерн Роџк*, ги натера и другите земји да ги реформираат своите шеми за осигурување на депозити. Оттогаш, осигурувањето на депозитите е зголемено на минимално од 50.000 евра во поголем број на земји од ЕУ, а во некои од земјите беа издавани гаранции за депозитите на населението (како на пример Германија), по примерот на Ирска.

4.2.2.1.2. Гаранции за обврзниците издадени од банките

Освен повисоки нивоа за осигурување на депозитите, помеѓу првите мерки за поддршка на банките беа и одредбите за државни гаранции за обврзниците издадени од банките. Оваа програма им овозможуваше на банките да издаваат обврзници коишто беа осигурени од државата во случај на неисплаќање на обврските по главница и камата од страна на банката. Во некои земји, на пример во Италија, оваа шема беше имплементирана, но ниедна банка ја немаше искористено. Во други земји, неколку банки имаат аплицирано за добивање на гаранции, но вредноста на издадените хартии од вредност беше ниска.

Слабото имплементирање на оваа шема, може да се објасни со неколку фактори: цената (прицинг); перципираното високо ниво на конкурентност помеѓу финансиските и нефинансиските издавачи на пазарите на корпоративни обврзници; условите за гаранција (на пример, ограничувања, трошок); процесот на делеверицирање кај банките и генералното намалување во побарувачката за кредит.

Главниот фактор којшто го лимитира издавањето на гарантирани обврзници е поврзан со трошокот. Имено, трошокот за издавање на долгорочни хартии од вредност (без разлика дали се гарантирани или не) стануваше сè поскап наспроти изворите на средства за краткорочно финансирање. Во таа насока, банките обично плаќаат пазарно детерминиран трошок (фее), поврзан со кредитниот ризик на банката, плус маргина. Во согласност со препораките од ЕЦБ, земјите од ЕУ како база ги користат *ЦДС* каматните распони на банките. Со оглед на тоа дека *ЦДС* распоните се наоѓаат на историско високи нивоа од почетокот на кризата, државно гарантираните обврзници беа скап извор за финансирање. Дополнително, пазарот бараше релативно висока премија за ликвидност на гарантираниот банкарски долг над државниот долг што е уште една причина за незаинтересираноста да се користи овој начин на финансирање.

Намалувањето на зависноста од владините гаранции коешто е забележано во начинот на финансирање на банките од еврозоната, делумно го рефлектира фактот што од средината на 2009 година, банките имаа можност да го заменат гарантираниот краткорочен долг со ликвидноста обезбедна од Евросистемот. Понатаму тоа може да се објасни со факторите како на пример: постепено, но значајно подобрување на условите на финансискиот пазар во текот на 2009 година и влијанието на откупот на обврзници покриени со колатерал од страна на Евросистемот коишто помогнаа да се зголеми активноста во овој пазарен сегмент.

4.2.2.1.3. Капитални инјекции

Со продолжувањето на кризата, отписите како резултат на намалувањето на кредитните рејтинзи имааа сериозно влијание врз капиталот на банките. Како дополнување на тоа, со влошувањето на економската состојба, банките се соочуваа со загуби на нивните кредитни портфолија и пондерот на ризичност на нивните средства се зголемуваа ставајќи дополнителен притисок на капиталните позиции на банките.

Како што стануваше јасно дека банките не се соочуваат само со ликвидносни притисоци, туку и со потенцијални ризици за нивната солвентност, некои од владите започнаа дополнителни шеми за гарантирање на обврските преку директни капитални инјекции во банките. Овие капитални инјекции најмногу беа правени преку аквизиции на приоритетните акции или други хибридни инструменти. Фокусот на приоритетните акции, како главна алатка да се внесе капитал, беше првенствено резултат од целите за зајакнување на капиталните позиции на банките, истовремено оставајќи ја сопственоста на банките во приватниот сектор и обезбедување на приоритет на побарувањата на државниот сектор. Овие цели беа постигнати.

Во рамките на Европската Унија, владата на Велика Британија инјектираше најголем износ на капитал, којшто достигна 5,1% од БДП.

Важен аспект е различното ниво на државно инволвирање во банките коишто добиле капитални инјекции. Во многу случаи, банките стануваат, *‘де факто’* национализирани, во случај кога владата се здобива со мнозинскиот пакет на акции или се национализирани целосно.

Германската влада организира истиснување на акционерите (схархолдерс џејне-аут) со цел да преземе целосна контрола врз *XsüoPeal Ectiañe*, по доделувањето на повеќе од 100 милијарди евра во гаранции на банката.

4.2.2.1.4. Поддршка на средствата (активата)

Несигурноста за вредноста на некои класи на средства на банките, резултираа во воздржаност од кредитирање на меѓубанкарскиот пазар. Отписите на средства, значително го намалија банкарскиот капитал и ја намалија подготвеноста на банките да даваат кредитна поддршка на приватниот сектор.

Од тие причини, „чистењето” на билансите на банките стана основен елемент на напорите за спасување на банкарскиот сектор. Како и да е, проблемот на правилно вреднување на токсичните средства, ја направи целта за отстранување на овие средства од билансите на банките комплексна и тешка.

Така, со оглед на лекциите од претходните банкарски кризи, дека расчистувањето на билансите на банките беше основно за да се забрза процесот на обновување (на пример Азиската криза)¹⁵⁰, системските мерки за поддршка на средствата полаку стануваа дел од владините инструменти по банкротот на *Лехман Бројџерс*.

Спротивно на тоа, *Бад хоу*’ мерките за поддршка на средствата беа дел од првите мерки за спасување. Генерално, шемите за поддршка на средствата имаат форма на шеми за отстранување на средствата (преку коишто се врши трансфер на средствата на одделна институција, т.н. „лоша банка” (*бад банк*) или шеми за осигурување на средствата (со коишто средствата остануваа во билансите на банките). Евросистемот врз основа на претходното искуство и специфичните околности одредуваше која од овие две опции ќе се употреби.

Моделот на отстранувањето на средствата од билансите на банките се употребуваше при: висок степен на несигурност во поглед на идниот квалитет на средствата на банките; концентрација на општествените средства во неколку институции во рамките на финансискиот систем; и за банки за коишто овој начин изгледа најсоодветен и покрај повисоките трошоци.

Моделот на осигурување на средствата се употребуваше при: висока стапка на средства коишто тешко може да се вреднуваат, како на пример хартии од вредност врз основа на средства (асетбацкедсекуритиес) помеѓу општествените средства; и оние кои што би направиле помал притисок на фискалната позиција на краток рок.

Како и да е, изборот помеѓу моделот на отстранување на средства од билансите на банките и моделот на осигурување на средствата беше екстремно предизвикувачка задача, посебно кога постоеше можност квалитетот на средствата на банките да се влошува понатаму. Оваа неизвесност беше една од причините зошто многу од шемите комбинираат елементи од двата типа и можат да се категоризираат како хибридни шеми. Таквите шеми често вклучуваат трансфер на средства, финансирање преку гарантирани заеми од страна на државата и софистицирани аранжмани за поделба на ризикот помеѓу владата и банките учеснички.

Некои земји, ги имплементираа мерките за поддршка на средства уште пред интензивирањето на кризата во октомври 2008 година. Првите примери за овој тип поддршка беа *Бад хоу*’ мерки како дел од реструктурирањето, како на пример отстранувањето на средства и државни мерки со цел да се поддржи германската *Ландесбанкен*, поддршката за *ИНГ* и слично.

Како резултат на потребата да се понудат системски шеми за поддршка на средствата, неколку земји воведоа програми за поддршка на средствата. Примери за тоа се Програма за јавни-приватни инвестиции (*Публиц-Приватне ИнвестицииПрограм* (*ППИП*)) во САД, Националната агенција за управување со

¹⁵⁰ Линдгрен, Ц., Балиџо, Ј.Т., Еноцх, Ц., Гулде, А.М., Љуинтсн, М. анд Тео, Т. (1999) “Финанциал Сектор Црисисанд РеструктурингЛесонс фром Асиа”, ИМФ Опцационал Папер но. 188

средства во Ирска (*Национална Агенција за Менаџмент на АМА*) и германската шема на консолидација во *Ландесбанкен*. Во Велика Британија, владата понуди осигурување на средствата на трите најголеми банки, со партиципација зависно од резултатите од стрес-тестирањето од страна на *Финанцијал Сервицес Ауџхоријис*.

Карактеристиките на овие шеми значајно се разликуваа од земја до земја. На пример, класите на средства се разликуваа од една шема до друга, како што се разликуваше и природата на партиципацијата којашто беше на доброволна основа во Германија и САД, но задолжителна во Ирска. Понатаму, механизмот на вреднување на средствата се разликуваше: во САД, на пример, вреднувањето беше врз основа на аукција, додека во Германија и Ирска вредноста на средствата се утврдуваше од страна на ревизорите коишто беа назначувани за таа намена.

4.2.2.2. Фискални мерки насочени кон реалната економија

Како резултат на очекуваното забавување на економската активност, а од аспект на мерките за ублажување на негативните последици од кризата, на 26 ноември 2008 година, Европската комисија го донесе Планот за европско економско закрепнување (*Европеан Економиц Рецверс План (ЕЕРП)*). Овој план вклучуваше пакет мерки на ниво на Европска Унија и на национално ниво на одделните земјите членки.

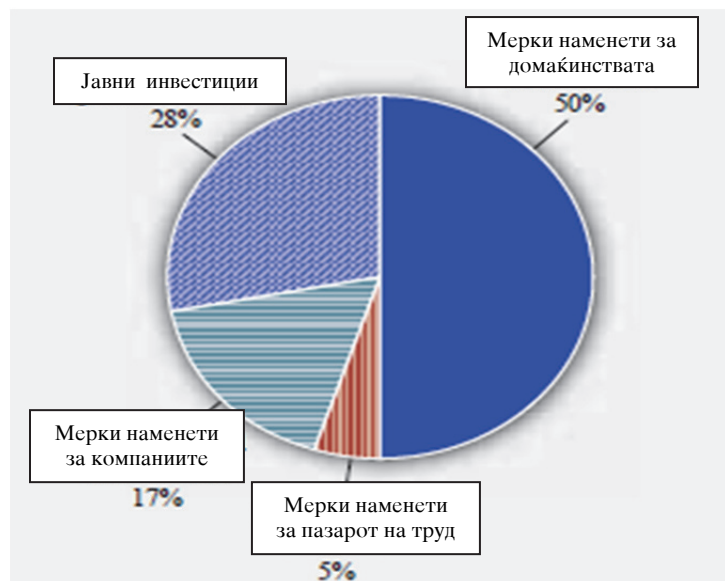
Целта на овој план беше да се обезбеди координиран краткорочен буџетски импулс за стимулирање на побарувачката, а во исто време да се зголеми конкурентноста и потенцијалниот раст¹⁵¹. Според првичните проценки, целиот пакет мерки изнесуваше 200 милијарди евра (1,5% од БДП на ЕУ), но според последните проценки на Европскиот совет (во моментот на пишување на овој труд), вкупниот износ на фискални мерки коишто ги презедоа земјите-членки ги надмина очекувањата и се во висина од над 400 милијарди евра (3,3% од БДП на ЕУ). Од нив, 79 милијарди евра како директна помош беа обезбедени од Европската инвестициска банка за поддршка на малите и средните претпријатија (*Европеан Инвестимент Банк- ЕИБ*) и 5 милијарди евра од буџетот на ЕУ.

Овој пакет мерки предвидува зголемени трансфери за невработените лица и нискодоходовните домаќинства, зголемување на должината на траење на социјалните бенефиции за невработените, како и инфраструктурни инвестиции и проекти.

Гледајќи подетално во составот на фискалните пакети наменети за еврозоната, од вкупно 1,8% од БДП за периодот 2009-2010 година, 1,0% од БДП се однесува на мерки на приходната страна и 0,8% од БДП на мерки на расходната страна од буџетот. Притоа, од страна на земјите членки на еврозоната беа усвоени четири пошироки категории на мерки, како поддршка на економијата: јавни инвестиции, мерки наменети за домаќинствата, мерки наменети за компаниите и мерки наменети за пазарот на труд.

Графикон бр.87: Состав на стимулативни фискални мерки во евро-зоната (2009-2010)

¹⁵¹ ECB, (2010) "Euro area fiscal policies and the crisis", European Central Bank Occasional Paper Series No. 109, April 2010



(Извор: Еуропеан Комисион, 2009 б)

Поголемиот број влади презедоа мерки на поддршка на куповната моќ на населението, преку намалување на даноците, социјалното осигурување, директна помош, како на пример поддршка на приходите на домаќинствата или поддршка на пазарот на недвижности. Оваа категорија, во однос на влијанието врз буџетот, претставува половина од вкупните стимули на земјите членки на еврозоната во текот на 2009-2010 година (0,9% од БДП).

Повеќе од половина од земјите членки на еврозоната усвоија значајни стимулативни мерки во областа на јавните инвестиции, како инфраструктурни инвестиции и други јавни инвестиции како на пример, поддршка на енергетската ефикасност. Оваа категорија е втора по големина во однос на влијанието врз буџетот во текот на 2009-2010 година, со околу 28% од вкупните фискални стимули.

Слично на оваа мерка, во повеќе од половина од земјите исто така се имплементираа фискални мерки со цел да ги поддржат компаниите, како што се намалување на даноците и придонесите за социјално осигурување, директна помош во форма на предвремена исплата на повратот на ДДВ, обезбедување на субвенции и зголемена промоција на извозот. Овие фискални мерки претставуваа 17% од вкупните фискални стимули.

Мерките насочени кон пазарот на труд (субвенции за плати, активни политики на пазарот на труд) иницијално беа донесени од само неколку земји и претставуваа само 5% од вкупниот износ на фискалните стимули.

Многу од земјите, исто така ја поддржуваа побарувачката преку дополнителни буџетски акции, како на пример капитални инјекции заеми и гаранции на нефинансиските фирми и дополнителни инвестиции од страна на државниот сектор. Вкупната големина на овие дополнителни мерки е проценета на 0,5% од БДП за еврозоната во текот на 2009-2010 година.

4.3. Улогата на меѓународните институции во справувањето со кризата

Справувањето со глобалната финансиска криза односно со последиците од неа се карактеризираше со меѓународна политичка координација. Националните мерки за справување со кризата делумно се одвиваа преку меѓународни институции кои ги координираа напорите на земјите и мерките за справување со кризата¹⁵².

4.3.1. Г-20 – Групација на министри за финансии и гувернери од 20 економии

Групацијата Г-20 која вклучува министри на финансии и гувернери од 20 економии односно деветнаесет земји¹⁵³ плус Европската Унија¹⁵⁴ беше центар на голем дел од извршената координација за трговската политика, финансиската политика и одговор за справување со кризата.

Првиот Г-20 самит беше одржан во времето на разгорување на кризата во ноември 2008 година. Во тој момент земјите членки на Г-20 се обврзаа на отворени пазари, усвоија политики за поддршка на глобалната економија и стабилизација на финансискиот сектор. Лидерите на земјите членки на Г-20 исто така дискутираа за финансиските реформи кои би придонеле да се спречи повторувањето на кризата.

Вториот самит на групацијата Г-20 се одржа во април 2009 година, во време кога постоеше загриженост за остроото намалување на бруто домашниот производ на глобално ниво и трговијата. Лидерите на најголемите светски економии се заложиле да направат се што е потребно за да го осигураат закрепнувањето на економиите, заживувањето на довербата во финансискиот систем и да го одржат глобалниот тек на капитал. Исто така, тие се обврзаа да работат заедно на даночните и финансиските политики. Можеби најзначајниот акт на светската координација беше одлуката да се обезбеди значително финансирање на ММФ. Имено, Г-20 гласаше тројно да се зголеми кредитниот капацитет на ММФ од околу 250 милијарди \$ на 750 милијарди \$, преку зголемување на постоечките аранжамни на ММФ за позајмување.

Во септември 2009 година, лидерите на земјите членки од Г-20 се сретнаа во Питсбург. На тој самит беше истакнато дека меѓународната соработка и националните акции беа критични во справувањето со кризата и насочување на економиите на глобално ниво на патот кон закрепнувањето. Тие исто така забележаа дека продолжена акција е потребна и се заложиле за одржување на силен политички одговор се додека не се обезбеди трајно заздравување на економиите. Лидерите исто така се фокусираа на политиките, регулацијата и реформите коишто ќе бидат потребни да го осигураат закрепнувањето на економијата. Тие промовираа нова рамка за посилен, одржлив и рамномерен развој, при што се обврзаа да работат заедно со цел да оценат дали нивните политики се во согласност со тој развој. Понатаму, лидерите се обврзаа да дејствуваат заедно преку финансиски

¹⁵² ИМФ, (2009) “Лесонс оф тхе Финанциал Црисис фор Футуре Регулацион оф Финанциал Институтионс анд Маркетс анд фор Лиџуидитс Манаџемент”, Препаред бс тхе Монетарс анд Цапитал Маркетс Департмент оф ИМФ

¹⁵³ Австралија, Канада, Саудиска Арабија, САД, Русија, Турција, Јужна Африка, Индија, Мексико, Аргентина, Бразил, Кина, Јапонија, Јужна Кореја, Индонезија, Франција, Германија, Италија, Велика Британија

¹⁵⁴ Европската унија во рамките на Г20 е претставувана од претседателот на Европскиот Совет и ЕЦБ

регулаторни реформи и акции со цел да го зголемат капиталот во глобалниот систем.

Самитот во Торонто беше четвртиот самит на Г-20, којшто се одржа во Торонто, Канада во текот на јуни 2010 година. На овој самит преовладуваа четири теми: одржлив и рамномерен раст, реформа на финансискиот сектор, реформа на меѓународните финансиски институции – ММФ и Светска банка, и трговија и раст. Најважните одлуки од овој самит се однесуваа на неопходноста од комбинација на поттикнување на економското закрепнување и доведување до стабилна состојба на јавните финансии. Лидерите укажаа на потребата на поблиска координација на активностите помеѓу најголемите економии во светот, иако постојат разлики за методите, обемот и динамиката на одредени реформи.

Петтиот самит на земјите членки на Г-20 се одржа во Сеул, Јужна Кореа, во текот на месец ноември 2010 година. На овој самит значење им беше дадено на пет области: монетарна политика и девизен курс, трговија, фискална политика, финансиски и структурни реформи.

Во текот на 2011 година, во ноември во Франција се одржа шестиот самит на земјите членки на Г-20. Иако на овој самит беше предвидено централно место во разговорите да имаат потребните реформи за глобалниот монетарен систем, изненадувачката одлука од страна на Грција во поглед на одржување на референдум како начин на демократско изразување во поглед на предложените мерки, предизвика промена во тематиката на самитот. При тоа Европскиот механизам за финансиска стабилност и должничката криза во еврозоната го доби централното место во разговорите.

4.3.2. Меѓународен Монетарен Фонд– ММФ

ММФ од самиот почеток беше создаден да се одржи фиксниот режим на девизниот курс. Неговите активности беа дизајнирани, во суштина, да спречат малите кризи да станат големи и националните дебаланси да прераснат во глобална криза¹⁵⁵.

Согласно одредбите од Договорот на ММФ (Артицлес оф Агреемент оф тхе Интернационал Монетарс Фунд) главно улогата на ММФ е да обезбедува кредитни линии на земјите членки коишто имаа проблеми со билансот на плаќања, условени со обврска на земјата на која е доделена помошта да имплементира одредени економски политики со цел на постигнување на рамнотежа; периодични консултации со владите на земјите членки за политиката на девизен курс и надворешната рамнотежа и советодавна функција за реформи во макроекономската политика.

Со текот на времето, ММФ е познат како „менаџер за управување со кризи” со цел да спречи големи кризи да станат уште поголеми.

Глобалната финансиска криза ја потсети светската заедница за причината за постоење на ММФ и даде уште еден доказ за компаративната предност на ММФ. Секако, раното предвидување на оваа криза не претставуваше една од тие предности на ММФ; имено ММФ не беше побрз од која било друга институција во

¹⁵⁵Цонњас, П. (2010) “Тхе ИМФ анд тхе Интернационал Финанциал Црисис”, Препаред фор тхе Егон Сохмен Мемориал Конференцеат Университс оф ТѢбинген, 11 Јуне 2010

идентификувањето на глобалните ризици. Тој се разликуваше во две други области: прво, неговата улога како позајмувач во крајна инстанца “лендер оф ласт ресорт” беше круцијална во ублажувањето на ефектите од кризата во пазарните економии; второ, неговата улога во дизајнирање и супервизија на макроекономските реформи е потврдена во сегашните напори со цел да се создаде европска финансиска стабилност.

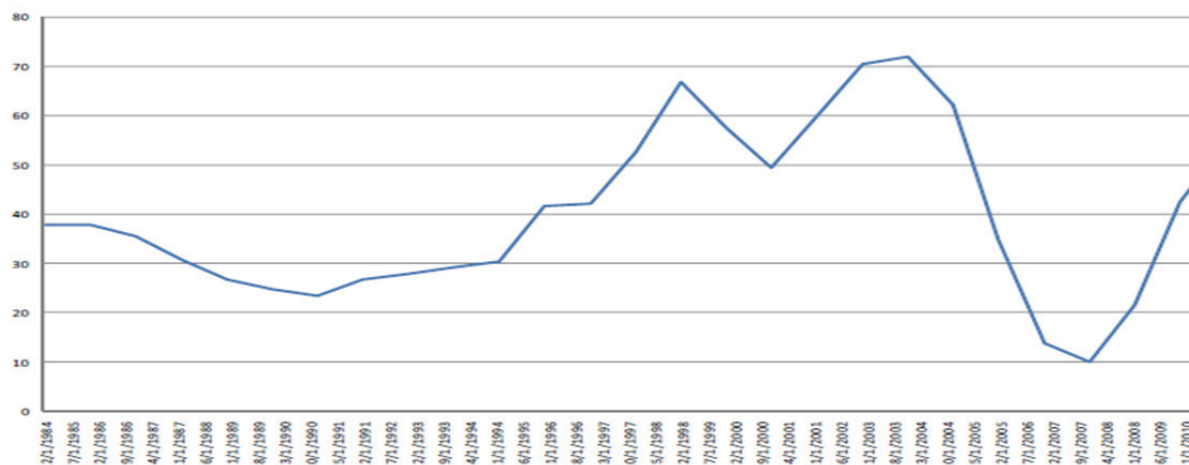
Во глобалната финансиска криза, ММФ има улога на „менаџер за управување со криза”¹⁵⁶. Со продлабочувањето на финансиската криза, беше јасно дека средствата на ММФ се недоволни да запрат голема системска криза, посебно во развиените земји. Зголемувањето на финансиските средства што произлезе од самитот на Г-20 земјите, односно зголемување на кредитниот капацитет на ММФ од околу 250 милијарди \$ на 750 милијарди \$, го направи подготвен за смирување на тензиите во поединечните земји.

Со зголемувањето на ресурсите на ММФ, оваа институција презема голем број на конкретни интервенции. На пример, постави итни кредитни линии (наречени флексибилни кредитни линии – флечибле кредит линес) со Колумбија, Мексико и Полска, во вкупна вредност од преку 80 милијарди \$. Овие кредитни линии беа наменети за обезбедување на ликвидност во случај на повлекување на средства од страна на инвеститорите, но исто така претставуваа и сигнал до пазарите дека средствата се достапни правејќи ја можноста од пропаѓање на финансиските институции помалку веројатна. Во секоја од овие земји, пазарите одговорија позитивно на објавувањето на кредитните линии, со намалување на премиите за ризик на обврзниците издадени од овие земји. ММФ исто така има стенд бај (станд бс) аранжмани со 15 земји, со вредност од 75 милијарди \$, со цел да помогне да се надмине економската криза преку намалувањето на ликвидносни притисоци.

Како што може да се види од графиконот, каде што е прикажана кредититната активност на ММФ, таа е значително зголемена од нејзиното најниско ниво на почетокот на 2008 година.

Графикон бр.88: Кредитирање на ММФ, во милијарди СДР (1985 –2010)

¹⁵⁶ Truman, E.M. (2009) “The IMF and the Global crisis: Role and Reform”, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. Visco, I



(Извор: Интернационал Монетарс Фунд)

Како резултат на должничката криза којашто ја зафати Грција, произлегоа голем број на иницијативи да се поддржи Грција, сврото како валута и финансиската стабилност на еврозоната. Така на пример, ММФ учествуваше во кредитните аранжмани на Грција, Ирска и Португалија.

ГЛАВА V

ВОВЕД

Во оваа глава ќе биде направен осврт на ефектите од глобалната финансиска криза во Република Македонија, со анализа на состојбата на македонската економија пред почетокот на кризата, прелевањето на кризата и ефектите од кризата во Република Македонија, преземените мерки за надминување на ефектите од кризата во нашата земја и потенцијалните ризици и препораки за македонската економија.

Во првиот дел од оваа глава – состојбата на македонската економија пред почетокот на кризата ќе биде направен приказ на макроекономското окружување и состојбата на финансискиот систем во нашата земја пред почетокот на кризата. Во делот за макроекономско окружување ќе биде ставен акцент на најважните економски индикатори, а во делот за состојбата на финансискиот систем во нашата земја ќе се анализираат финансиските пазари и банкарскиот систем.

Прелевањето на кризата во Република Македонија е наредниот дел којшто е предмет на анализа во оваа глава. Во овој дел ќе се запознаеме детално со каналите преку коишто кризата навлезе во нашата земја.

Во делот од оваа глава посветен на ефектите од кризата во Република Македонија подетално ќе бидат презентирани ефектите кои глобалната финансиска криза ги имаше врз реалниот сектор, социјалниот сектор, надворешниот сектор, фискалниот сектор, финансискиот пазар и банкарскиот сектор. Ефектите од кризата ќе бидат анализирани преку движењето на главните економски индикатори како што се бруто домашниот производ, стапката на инфлација, стапката на невработеност, билансот на плаќања и буџетскиот дефицит за време на глобалната финансиска криза. Понатаму, во делот за финансискиот пазар ќе бидат анализирани случувањата на пазарот на пари и краткорочни хартии од вредност, девизниот пазар и пазарот на капитал, а во делот за банкарскиот сектор акцент ќе биде ставен на активностите на банките од почетокот на финансиската криза, нивната профитабилност и ризиците со коишто се соочуваа македонските банки за време на финансиската криза.

Предмет на анализа во оваа глава се и мерките што беа преземени за надминување на ефектите од кризата во нашата земја со детален приказ на монетарната политика и владините мерки за надминување на кризата.

Во последниот дел од оваа глава – потенцијални ризици и препораки за македонската економија, се дадени потенцијалните ризици околу темпото на раст на домашната економија и можните мерки за намалување на тие ризици.

5. ЕФЕКТИ ОД ГЛОБАЛНАТА ФИНАНСИСКА КРИЗА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

5.1. Состојбата на Македонската економија пред почетокот на кризата

5.1.1. Макроекономско опкружување

Во годините пред почетокот на кризата Македонија имаше здрави макроекономски фундаменти. **Економскиот раст** се интензивираше во текот на 2007 година и достигна стапка од 6,1%, што претставуваше дотогаш највисоко остварување на македонската економија¹⁵⁷. Растот на БДП беше поддржан од скоро сите негови компоненти: интензивирање на личната потрошувачка којашто соодветствуваше со растот на расположливиот доход на домаќинствата, зголемен оптимизам на потрошувачите и поволните услови за кредитирање; зголемена јавна потрошувачка во услови на изразено зголемување на приливите во државниот буџет; зголемување на приватната инвестициска потрошувачка којашто беше поддржана од банкарскиот систем кој во 2007 година го зголеми износот на одобрени долгорочни кредити на претпријатијата и зголемена државна инвестициска потрошувачка.

Придонесот на фискалната политика во интензивирање на економскиот раст се одрази преку мерките за поттикнување на понудата, главно преку преземените даночни реформи за намалување на стапките кај данокот на доход и данокот на добивка, заради поттикнување на поефикасна алокација на ресурсите, односно зголемување на вработеноста и пораст на инвестициите. Интензивираната динамика на влез на странските директни инвестиции беше исто така еден од факторите коишто одеа во прилог на забрзувањето на економскиот раст.

Во услови на неможност за задоволување на засилената домашна потрошувачка од домашното производство и како резултат на увозната зависност на производството, увозот на стоки во текот на 2007 година оствари значителен раст, што го продлабочи трговскиот дефицит и негативно се одрази на БДП.

Во текот на 2007 година, надворешните фактори имаа дивергентни ефекти врз македонската економија: негативниот шок од порастот на цената на нафтата и електричната енергија се пренесе на домашната економија, додека порастот на цената на металите позитивно влијаеше на македонскиот извоз.

Од секторски аспект, најголем дел од растот на БДП во 2007 година беше предизвикан од услужниот сектор односно трговијата и телекомуникациите. Воедно, зголемената активност во трговскиот сектор предизвика побарувачка за работна сила, што се одрази со зголемување на бројот на вработени лица во трговијата (за 13,6% на годишна основа. Единствен исклучок од позитивните трендови претставуваше активноста во земјоделскиот сектор којашто при неповолни временски услови забележа пад.

Остварената **стапка на инфлација** од 2,3% во нашата земја во 2007 година беше втора по ред споредено со земјите од Југоисточна Европа (најниска остварена стапка на инфлација имаше Босна и Херцеговина од 1,5%). Сепак од втората

¹⁵⁷НБРМ, (2008) “Годишен извештај за 2007 година”

половина на 2007 година, како резултат на присуството на фактори од глобален карактер пред сè трендот на пораст на цените на храната и енергијата, стапката на инфлација значително се зголеми и во декември 2007 достигна 6,1% на годишно ниво.

Во 2007 година, на **тековната сметка од билансот на плаќања** е остварен **дефицит** во износ од 170,9 милиони евра, или 3,1% од БДП (зголемување од 2,2 процентни поени во споредба со 2006 година). Доминантни фактори за влошувањето на условите на размена во втората половина на 2007 година беа продлабочувањето на негативното трговско салдо и намалената динамика на раст на приватните трансфери (раст од 6,8% во 2007 година, во споредба со раст од 15,4% во 2006 година и 39,7% во 2005 година). За разлика од 2005 и 2006 година, кога над 90% од трговскиот дефицит се финансираше со приливите врз основа на приватни трансфери, во 2007 година, овој дел се сведе на 84,1%, што во одредена мера ја одразува неизвесноста од актуелните политички случувања во регионот. Трговскиот дефицит во голем дел го одразува и динамизирањето на увозот на стоките за широка потрошувачка коешто соодветствуваше со засилувањето на кредитната поддршка на населението како резултат на порастот на домашната потрошувачка.

Во текот на 2007 година, беше забележан пораст на извозот, но тој се должеше на растот на цената на металите, а не на одредени реструктурирања на македонскиот извоз во правец на зголемување на учеството на производи или услуги со повисока додадена вредност. Имено, главни карактеристики на македонскиот извоз се нискиот степен на географска диверзификација (што ја прави македонската економија чувствителна на негативните движења во економиите на земјите што се најголеми увозници) и ниско ниво на производствена диверзификација (најголемиот дел од извозот на РМ (над 50%) традиционално отпаѓа на две групи производи: железо, односно челик и текстилни производи).

Споредбената анализа на тековните сметки на билансите на плаќања во 2007 година одделни земји во транзиција покажува продлабочување на негативните салда кај сите земји на годишна основа, со исклучок на Чешка. Најнизок дефицит на тековната сметка за 2007 година од анализираниите земји оствари Македонија (3,1% од БДП), додека највисок дефицит беше забележан во Бугарија (21,6% од БДП).

На крајот на 2007 година, **брuto надворешниот долг** на РМ изнесуваше 2.711,5 милиони евра и забележа пораст од 8,7%, во однос на претходната година. Притоа, во услови на продолжување на стратегијата за намалување и реструктурирање на јавниот долг, беше забележано намалување на брuto надворешниот долг на државата и на монетарната власт. Сепак, нагорниот тренд на надворешниот долг на останатите сектори (банките, останатите финансиски институции, корпоративниот сектор и населението), во целост го анулираше позитивниот ефект од намалувањето на јавниот надворешен долг и придонесе за негово одржување на релативно стабилно ниво од околу 50% во однос на БДП.

Брuto девизните резерви на крајот од 2007 година, достигнаа 1.524,4 милиони евра што претставуваше зголемување од 107,7 мил евра споредено со 2006 година¹⁵⁸. Најголемиот дел од девизните приливи во 2007 година потекнуваа од

¹⁵⁸НБРМ, (2008) “Извештај за управувањето и ракувањето со девизните резерви во 2007 година”

приватните трансфери, коишто заедно со поголемите приливи од странските инвеститори во вид на портфолио и директни инвестиции, како и задолжувањето на приватниот сектор во странство, овозможија зголемување на девизните резерви.

Во однос на **девизниот курс**, девизниот курс на денарот во однос на еврото на девизниот пазар се задржа на стабилно ниво (просечен курс - 61,18 денари за едно евро). Врз соодносот денар/американски долар се одрази апрецијацијата на еврото во однос на американскиот долар во текот на 2007 година. Денарот постојано зајакнуваше во однос на американскиот долар, особено во втората половина на 2007 година, при што највисоката достигната вредност беше кон крајот на ноември. Просечниот девизен курс во 2007 година изнесуваше 44,72 денари за еден американски долар што претставуваше годишна номинална апрецијација од 8,3%.

Забрзаниот економски раст во 2007 година услови подобрување во социјалната сфера - зголемување на побарувачката за работна сила и пораст на бројот на вработени лица. Но и покрај тоа, **стапката на невработеност** и во 2007 година се задржа на релативно високо ниво од 34,9%. При тоа доминантна беше долгорочната невработеност (околу 85% во периодот од 2000 до 2006 година невработени подолго од една година). Краткорочната невработеност (лица кои се невработени до една година) учествуваше само со околу 15% во вкупниот број невработени лица.

Фискалната политика во текот на 2007 година беше насочена кон создавање услови за повисок економски раст преку поттикнување на агрегатната понуда и побарувачка.

Со цел да се поттикне агрегатната понуда во РМ преку зголемување на вработеноста и инвестициите на приватниот сектор беа преземени значајни фискални реформи коишто беа во насока на формирање на ефикасен и транспарентен даночен систем.

Законските измени се однесуваа на персоналниот данок на доход и данок на добивка при што се воведе рамен данок односно единствена стапка од 10%, со преодна стапка од 12% во 2007 година. Во однос на оданочувањето на потрошувачката, кај данокот на додадена вредност (ДДВ) беа извршени измени односно намалување на ДДВ за земјоделски производи од 18% на 5%, а во втората половина на годината и воведување на повластена даночна стапка од 5% за лековите и медицинските помагала, за компјутерите и софтверите за нив, за термалните сончеви системи и за јавниот превоз.

Измените кај персоналниот данок на доход со коишто се изврши замена на стапките од 15%, 18% и 24% и измените кај данокот на добивка, со коишто се изврши замена на даночната стапка од 15% и со коишто се воведе даночно ослободување во висина на износот на реинвестираната добивка, беа насочени кон поттикнување на домашната понуда (производство) преку намалување на трошоците на факторите на производство и поттикнување на вработувањето. Воедно овие мерки беа насочени кон намалување на сивата економија и зголемување на даночните приходи на државата.

Во согласност со растот на платите на јавната администрација (мерка од септември 2007 година) и зголеменото трошење на државата за стоки и услуги од втората половина на 2007 година, јавната потрошувачка забележа интензивирање. Воедно инвестициската потрошувачка во РМ во 2007 година беше значително

подржана од државата што значајно се одрази во градежништвото. На тој начин фискалната политика поттикнувачки делуваше и на агрегатната побарувачка.

Реформите во даночната политика и заострената даночна контрола во текот на првото полугодие на 2007 придонесоа за остварување на високи приходи коишто беа 3% над проектираното ниво и остварија 15% повеќе од приходите во 2006 година. И покрај интензивното тековно и капитално трошење на државата продолжените силни приходни остварувања и во втората половина на годината доведоа до појава на позитивно буџетско салдо за 2007 година. Така во државниот буџет беше забележан **буџетски суфицит** од 0,6% од остварениот БДП за 2007 година, со што продолжи и политиката на ниско буџетско салдо на државата присутна и во претходните четири години.

5.1.2. Финансиски систем

Основна карактеристика на финансискиот систем во Република Македонија е релативно едноставната структура, со изразена доминација на банките. Според карактеристиките, нашиот финансиски систем спаѓа во групата на т.н. „банкарско – ориентирани системи“, поради што стабилноста на банкарскиот систем има најважна улога за стабилноста на финансискиот систем во целина¹⁵⁹.

Банките како доминантен сегмент во финансискиот систем во текот на 2007 година опфаќаа 90,5% од вкупните средства. За споредба, во земјите од ЕУ банките учествуваат со околу 70% во просек, во вкупните средства на финансискиот систем. Втор сегмент по значење во финансискиот систем беа осигурителните компаниисо учество од 4,5%.

Во текот на 2007 година се зголеми интересот на широката јавност за берзанско тргување, во услови на поволни ценовни движења на берзата. Се основаа неколку нови брокерски куќи, првите друштва за управување со инвестициски фондови и отворени инвестициски фондови. Воедно, во текот на 2007 година, беа донесени измените и дополнувањата на Законот за инвестициони фондови, со коишто се овозможи основање на приватни фондови (до крајот на годината беа формирани 9).

Главните фактори што придонесоа финансискиот систем на Република Македонија да не почувствува позначајни негативни последици од изразените турбуленции на светските финансиски пазари во текот на 2007 година беа:

- Релативно малиот степен на интеграција на финансискиот систем на Република Македонија во глобалните финансиски текови
- Претежната ориентираност кон работењето со домашни субјекти
- Отсуството на сложени структурирани производи во активностите на домашните финансиски институции

¹⁵⁹НБРМ, (2008) “Годишен извештај за 2007 година”

5.1.2.1. Финансиски пазари

5.1.2.1.1. Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност

Домашниот пазар на пари се карактеризира со мала понуда на финансиски инструменти, низок обем на секундарно тргување, вишок ликвидност во банкарскиот систем, мал степен на интеграција во светските финансиски текови, а како резултат на тоа и ограничена чувствителност на шоките на меѓународните пазари на пари.

Најголеми издавачи на краткорочни хартии од вредност во Република Македонија се НБРМ (со спроведување аукции на благајнички записи наменети за банките, како инструмент на монетарната политика) и Министерството за финансии (со спроведување аукции на државни записи).

Пазарот преку шалтер на којшто се врши секундарното тргување со државните записи се карактеризира со релативно мала ликвидност. Пазарот на пари и во 2007 година остана неатрактивен за субјектите од корпоративниот сектор, кошто и своите потреби од краткорочни финансиски средства воопшто не ги задоволуваа со издавање краткорочни хартии од вредност.

Во текот на 2007 година, турбулентните движења на глобалниот финансиски пазар ги стави пред значајни предизвици големите централни банки. Хипотекарната криза во САД го наруши функционирањето на финансиските пазари, доведе до проширување на јазот помеѓу каматните стапки на обезбедените и необезбедените финансиски инструменти и до речиси целосно исцрпување на пазарот за терминско финансирање на подолг рок. Кривата на принос стана понестабилна правејќи го неизвесен ефектот од промената на референтната каматна стапка врз економијата. Во вакви услови, големите централни банки беа принудени да реагираат засмирување на финансиските пазари. Нивните реакции секако беа условени од макроекономските специфичности на нивните земји.

Така на пример, во услови на забавување на економскиот раст, ФЕД изврши намалување на референтната каматна стапка неколку пати со цел да ги ублажи ефектите од заострените услови на кредитирање од страна на банките. Од друга страна, ЕЦБ водеше порестриктивна монетарна политика, со зголемување на референтната каматна стапка во првата половина од годината заради задржување на ценовната стабилност, во услови на растечки тренд на цените на храната и суровата нафта. Во втората половина на годината, и покрај натамошното задржување на инфлациските притисоци, ЕЦБ не интервенираше со промена на каматните стапки, заради смирување на финансиските пазари и полесно надминување на ликвидносните проблеми на банките.

Во текот на 2007 година, намалувањето на каматните стапки во РМ беше условено од факторите на домашниот финансиски пазар, што укажува на малиот степен на интегрираност во меѓународните финансиски текови. Имено, како резултат на поволните движења на девизниот пазар, порастот на ликвидноста и прудентната фискална политика, референтната каматна стапка на НБРМ бележеше тренд на намалување што се одрази врз каматните стапки на пазарот на пари и на пазарот на државни записи.

Со споредбената анализа на движењето на референтните стапки во еврозоната како и други земји (Бугарија, Хрватска, Чешка, Полска, Унгарија, Словачка) забележан е нејзин пораст како резултат на нестабилноста на меѓународниот финансиски пазар и зголемувањето на стапката на инфлација. Исклучок, се референтните каматни стапки на Македонија и Србија, каде што е забележано годишно намалување, што е сигнал за делумната инертност на овие економии кон меѓународните случувања во овој период.

5.1.2.1.2. Пазар на капитал

Започнатото раздвижување на домашниот пазар на капитал од претходните години, продолжи и во 2007 година, но со поголем интензитет. Имено, беше забележано значително зголемување на прометот на берзата, зголемен интерес на широката јавност за случувањата на берзата, значителен пораст на пазарната капитализација, раст на активностите на брокерските куќи, основање нови брокерски куќи и формирање на првите инвестициски фондови како резидентни портфолио инвеститори.

Сепак, во 2007 година пазарот на капитал во Република Македонија се одликува со неразвиеност на примарниот пазар, ограничена ликвидност на секундарниот пазар, скромна понуда на инвестициски алтернативи, висока концентрација и висока чувствителност на одлуките на инвеститорите од економските и неекономските настани на регионален и меѓународен план.

Во текот на 2007 година, најактивен издавач на долгорочни хартии од вредност беше Министерството за финансии на Република Македонија коешто издаваше континуирани државни обврзници (2 и 3 годишни) и ја реализира шестата емисија на обврзница за денационализација. На крајот на 2007 година, Прокредит банка ја издаде првата корпоративна обврзница во вредност од 300 милиони денари по пат на приватна понуда.

5.1.2.1.2.1. Македонска берза

Како и сите други берзи во регионот и Македонија го преживуваше берзанскиот бум непосредно пред отпочнувањето на кризата (2005-2007 година). Во услови на голем оптимизам помеѓу инвеститорите и големата ликвидност на пазарите, Македонскиот берзански индекс рушеше рекорди. 2007 година беше одбележана со интензивен раст на пазарната капитализација и на вредностите на берзанските индекси.

Како резултат на зголемениот интерес на странските инвеститори (особено институционалните инвеститори) за вложување на македонската берза, како и на интересот на домашните физички лица за вклучување на домашните хартии од вредност во своето портфолио, во текот на 2007 година е остварен промет од 41,7 милијарди денари што претставува највисок остварен промет од основањето на македонската берза на долгорочни хартии од вредност (пораст од 34,4% во споредба со прометот во 2006 година)¹⁶⁰. Во текот на 2007 година, нерезидентите беа

¹⁶⁰Македонска берза АД Скопје

поприсутни на страната на купувањето на македонската берза со остварено учество од 51,3% наспроти 18,6% остварено учество на страната на продажбата. За разлика од нив пак, домашните инвеститори учествуваа со 81,4% на страната на продажбата и 48,7% на страната на купувањето.

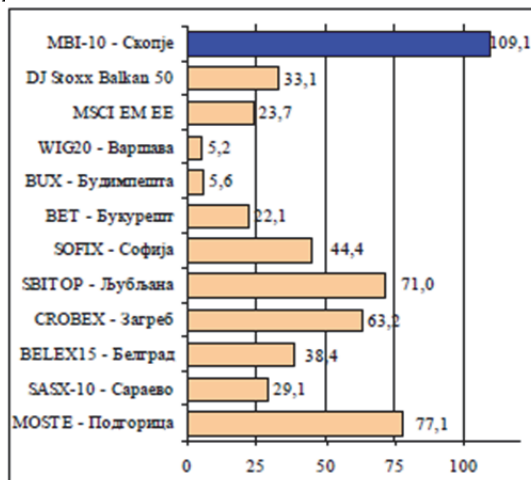
- Зголемениот интерес на нерезидентите за купување на сопственички хартии од вредност – акции коишто се поризични во споредба со должничките хартии од вредност – обврзници, но истовремено носат и поголем принос беше резултат на зголемената доверба во остварувањата на македонските компании. Како резултат на високата побарувачка на акции од страна на нерезидентите дојде до пораст на нивите цени, што придонесе за пораст на берзанските индекси во РМ од почетокот на годината па сè до крајот на август 2007 година.
- Зголемениот интерес на домашните физички лица за вложување на македонската берза беше како резултат на подготвеноста на домашното население за преземање на повисок ризик во напорот да се остварат повисоки приноси. Исто така, тргувањето на физичките лица делумно го одразуваше и шпекулативно однесување односно беше мотивирано од можноста за остварување на високи капитални добивки во услови на брзорастечки цени на берзата.

Во текот на 2007 година МБИ-10 се одликуваше со рапиден пораст од почетокот на годината до почетокот на мај. По двомесечниот пад, на почетокот на јули започнува повторниот пораст на МБИ-10 се до август. На последниот ден на август МБИ-10 забележа историски највисоко ниво од 10.057,8 индексни поени по што имаше опаѓачки тренд. МБИ-10 годината ја заврши со двоен пораст во споредба со крајот на 2006 година кога изнесуваше 3.702,5 индексни поени, но на ниво пониско за 23% од крајот на август.

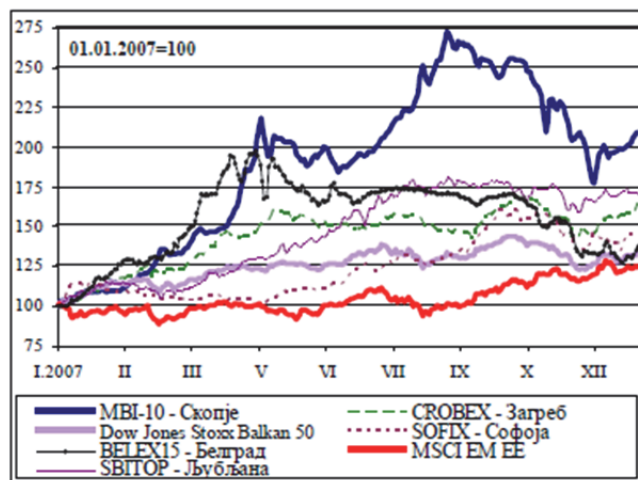
Како што може да се види од графиконот, во 2007 година, МБИ-10 е најбрзо растечки берзански индекс во регионот, во услови на годишен пораст на индексите на сите други национални берзи и композитните берзански индекси¹⁶¹.

¹⁶¹НБРМ и Македонска берза АД Скопје

Графикон бр.89:
Годишни стапки на раст
на националните и композитните
регионални берзански индекси, 2007



Графикон бр.90:
Споредба на движењето на
берзанските индекси, 2007



(Извор: Блумберг, Доњ Јонес, Македонска Берза АД Скопје, Национални берзи)

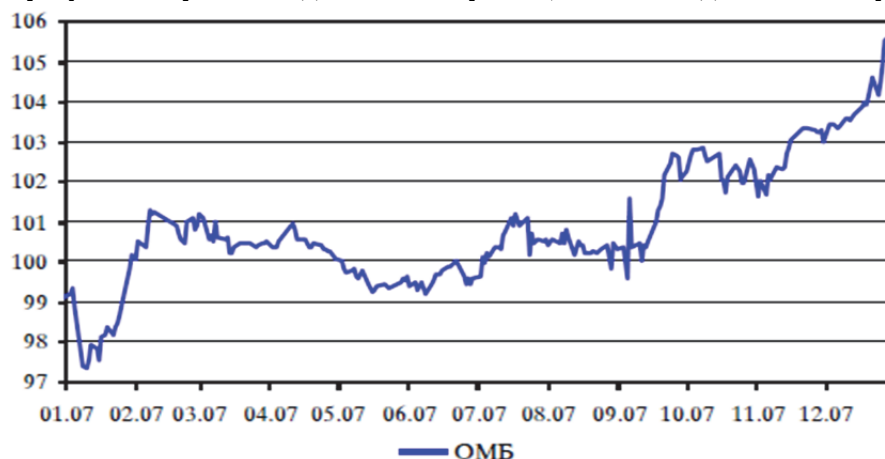
Како што може да се забележи од графиконите, во првата половина од 2007 година МБИ-10 се движеше во слична насока со другите индекси. Од јуни движењето на МБИ-10 се одвојува од другите национални берзански индекси и најпрво расте, а потоа опаѓаше многу порапидно од нив. Ова се должеше на:

- недоволна интегрираност на македонскиот пазар на капитал во регионалните балкански и европски текови на капитал
- присуство на шпекулативно однесување на македонскиот пазар на капитал

Сепак, и покрај остварениот пад во последните месеци, на крајот од 2007 година, нивото на МБИ-10 како што може и да се види од графиконите е највисоко во споредба со другите национални и композитни берзански индекси.

Опаѓањето на берзанските индекси кон крајот на 2007 година беше како резултат на: политичката неизвесност во регионот, тешкотиите на глобалните финансиски пазари, приватизацијата на големи компании во другите земји од регионот (Хрватски телеком) влечејќи го интересот на регионалните институционални инвеститори.

Графикон бр.91: Индекс на обврзници на Македонската берза (ОМБ) во 2007 година



(Извор: Македонска Берза АД Скопје)

Ако го анализираме индексот на обврзници на Македонската берза (ОМБ), како што може да се види и од графиконот, тој на почетокот на 2007 година, бележеше значителен пад, а потоа почнувајќи од јануари па септември беше релативно стабилен. Како резултат на пренасочувањето на побарувачката од акции кон обврзници како посигурен финансиски инструмент од септември 2007 година, започна рапидниот пораст на индексот. ОМБ годината ја заврши со рекордни 105,6 индексни поени што претставуваше пораст од 6,6% во споредба со 2006 година.

Во текот на 2007 година берзата воведо нов индекс - МБИД којшто ги претставува движењата на најликвидните компании на сегментот на редовниот пазар за јавно поседувани друштва. Индексот беше воведен на 18.06.2007 година, со основа од 10.000 поени и до крајот од 2007 година забележа пад од 15,9%, што произлегува од надолните движења коишто преовладуваа и на овој пазарен сегмент во втората половина од 2007 година.

5.1.2.2. Банкарски систем

Во 2007 година, банкарскиот систем на Република Македонија (18 банки и 12 штедилници) успеа да ја задржи стабилноста и отпорноста на надворешните фактори¹⁶².

Македонскиот банкарски систем во текот на 2007 година, не трпеше директни последици од финансиската криза во САД имајќи ја предвид релативно ниската изложеност кон оваа земја (5,7% од вкупната изложеност на ризик на земја), како и самата структура на изложеност на банките на ризик на земја (отсутвуваа инвестиции на американскиот хипотекарен пазар, како и инвестиции во структурирани производи).

Како резултат на ниското ниво наразвиеност на домашниот финансиски пазар и малата склоност на банките во Република Македонија да преземаат пазарни ризици или пак да инвестираат во хартии од вредност во странство, портфолиото на банките во текот на 2007 година се карактеризираше со недиверзифицираност и

¹⁶²НБРМ, (2008) “Годишен извештај за 2007 година”

доминантна позиција на благајнички записи на НБРМ и должнички хартии од вредност издадени од државата. Карактеристиките на хартиите од вредност коишто доминираа во портфолиото на банките (без кредитен ризик, мала рочност и главно чувани до достасување) укажуваат на тоа дека отсутствуваат елементи на т.н. инвестициско портфолио. Тоа значи дека портфолиото има пред сè ликвидносен карактер и создава ограничени ризици за банкарскиот систем.

Компаративната анализа на структурата на изворите на финансирање на банкарските активности меѓу банките во Република Македонија и земјите од Европската Унија укажува на постоење на значителни разлики. Додека банкарскиот систем на Република Македонија во најголем дел се потпира на т.н. „традиционални“ извори на средства, банките во ЕУ повеќе прибегнуваат кон издавање на должнички хартии од вредност.

Во текот на 2007 година депозитниот потенцијал беше најзначајниот извор на финансирање на банкарските активности. Како резултат на стабилните инфлациски очекувања на економските субјекти, периодот од третиот квартал на 2006 година и цела 2007 година, се карактеризираше со тренд на интензивна „денаризација“ на домашната економија. Тоа значи изразена преориентација на економските субјекти кон штедење во домашна валута. Како дополнителен фактор којшто го поттикнуваше денарското штедење беа и повисоките каматни стапки на орочените денарски депозити.

Како резултат на зголемената доверба на економските субјекти во банкарскиот систем, поголемиот рационален мотив на населението за долгорочно штедење и попривлечните камати кои ги нудеа банките за долгорочно штедење, во 2007 година продолжи трендот на постепено зголемување на рочноста на депозитите.

Зголемената депозитна база на банките во најголема мера беше искористена за засилување на кредитната поддршка на приватниот сектор и, во крајна линија, поддршка на економскиот раст во РМ¹⁶³.

Зголеменото кредитирање на населението во текот на 2007 година се должеше на зајакнатата кредитна способност на населението од една и зголемениот капацитет на банките за одобрување на кредити и мотивот за диверзификација на нивните портфолија, од друга страна. Побарувачката на кредити од страна на населението беше во корелација со делумното релаксирање на кредитните услови, поголемиот степен на доверба на комитентите и поголемо трошење на трајни потрошни добра.

Учеството на вкупната задолженост на населението во БДП во Република Македонија во 2007 година, изнесуваше 15,1%. И покрај порастот од 3,7 процентни поени во однос на 2006 година, овој показател упатува на релативно ниско ниво на задолженост, во споредба со еврозоната (58,5% за 2006 година), САД (104% за 2006 година) и Јапонија (75,6% за 2006 година).

Во Европската Унија, повеќе од 70% од вкупните кредити на секторот „население“ отпаѓаат на станбените кредити. Наспроти тоа, во Република Македонија, учеството на станбените во вкупните кредити е далеку пониско и на крајот на 2007 година изнесуваше 21,2% како резултат на релативно ниската

¹⁶³НБРМ, (2008) “Извештај за финансиска стабилност во Република Македонија во 2007 година”

куповна моќ на населението во Република Македонија, отсуство на активен пазар за недвижности, растечки цени на станбен простор, високи трошоци за банките при евентуална продажба на имотот којшто е земен како обезбедување итн.

Порастот на кредитирањето на корпорациите во 2007 година се должеше на интензивирани економска активност на претпријатијата и проширување на нивниот капацитет, што придонесе за пораст на побарувачката на кредити, како доминантен надворешен фактор за финансирање на претпријатијата. Зголемената побарувачка за кредити беше поддржана и од поповолните услови за кредитирање, пред сè каматните стапки, како резултат од зајакнатата конкуренција во банкарскиот систем.

Кредитната поддршка на корпоративниот сектор од страна на банките беше на релативно пониско ниво во споредба со другите европски земји. Финансиското посредување во Република Македонија, изразено како учество на вкупните кредити на претпријатијата во БДП, изнесуваше 22,4%. За споредба, просечното ниво на финансиско посредување, мерено според овој показател, заземјите од Европската Унија (ЕУ-25) изнесуваше 42,8% на крајот на 2006 година.

Во 2007 година, задолженоста на корпоративниот сектор кон домашните банки продолжи да расте. Основните фактори коишто придонесоа за порастот на кредитирањето на претпријатијата беа: релаксирањето на условите за одобрување кредити, зголемената побарувачка за кредити, потребата на корпоративниот сектор за зголемени инвестиции во основни средства, залихи и обртен капитал, како и зголемената конкуренција помеѓу банките за придобивање поголем дел од овој сегмент на пазарот.

Во текот на 2007 година, постоеше зголемен интерес за вложување во банкарскиот систем од страна на странските инвеститори при што учеството на странските акционери во вкупниот капитал на банките достигна 69,1% односно 13 процентни поени повеќе во споредба со 2006 година. Зголемениот интерес беше резултат на:

- преземањето на сопственичката контрола во неколку банки од страна на странски стратешки инвеститори
- докапитализацијата на некои банки од страна на нивните доминантни сопственици од странство
- зголемениот интерес и пораст на берзанското тргување со акциите на банките од страна на странски портфолио инвеститори како резултат на порастот на цените на акциите на Македонската берза, перципирањето на подобрената профитабилност на банките и повисокиот економски раст во земјата

Што се однесува до банкарските ризици, во текот на 2007 година, дојде до израз кредитниот ризик којшто произлегуваше од значителниот кредитен раст кај населението, особено во доменот на одобрување кредитни картички и дозволени пречекорувања по тековни сметки. Кредитниот ризик е доминантниот ризик на којшто се изложени банките во своето работење. Преку користење заштитни клаузули, како што се девизната клаузула и прилагодливите каматни стапки, банките всушност ги пренесуваат валутниот ризик и каматниот ризик на реалниот сектор.

Трендот на подобрување на профитабилноста и ефикасноста во работењето на банките продолжи и во текот на 2007 година. Солвентната позиција на банките остана на релативно високо ниво. Значителниот пораст на добивката на банките за 2007 година обезбеди зголемување на повратот за своите акционери преку исплата на дивиденди, но и зголемување на капиталот, што пак од своја страна, обезбедуваше основа за понатамошен динамичен раст и повисок степен на сигурност и стабилност во работењето на банките.

Во текот на 2007 година, ликвидноста на банките во Република Македонија беше на задоволително ниво. Стабилната ликвидносна позицијана банкарскиот систем беше резултат на високото ниво на ликвидна актива и на стабилните депозити на банките. Ликвидната актива продолжи да расте и во текот на 2007 година, при што за тоа најмногу придонесоа благајничките записи. Показател на поефикасното управување со ликвидноста од страна на банките беше намалувањето на издвоениот вишок на ликвидност над обврската за задолжителната резерва во 2007 година земајќи предвид дека пониското ниво на вишок над обврската за задолжителна резерва како некаматонерна актива значи и понизок опортунитетен трошок. Имено, банките издвојуваа во просек 8,3% над обврската за задолжителна резерва во денари односно 2,1% пониско во просекот од претходната година.

Стапката на адекватност на капиталот на ниво на сите банки изнесуваше 17%. Резултатите од стрес-тест анализата за стабилноста на банкарскиот систем (со состојба 31.12.2007 година) укажуваа на задоволително ниво на отпорност на банкарскиот систем на изолиран кредитен шок, како и различни комбинации на хипотетички шокови на кредитен, каматен и девизен ризик. При најекстремното сценарио¹⁶⁴, коефициентот на адекватност на капиталот на банкарскиот систем би изнесувал 15,1%. На ниво на одделните групи банки ниту едно од овие сценарија не предизвикуваше намалување на стапката на адекватност на капиталот под 8%. Истовремено, не беше доведена во прашање солвентната позиција на ниту една банка.

5.2. Прелевање на кризата во Република Македонија

Светската криза со епицентар во САД, најпрво започна во финансискиот сектор, а подоцна премина и во реалниот сектор на економијата. Финансискиот систем беше видно потресен од намалената ликвидност и сериозните проблеми, загуби, па дури и банкрот на инвестициони банки, инвестициони фондови и осигурителни компании. Ефектите од кризата ги почувствуваа економиите на глобално ниво, преку забавување на економскиот раст, зголемена стапка на невработеност, пад на цените на берзанските индекси итн.

Македонската економија не беше директно погодена од турбуленциите на меѓународните финансиски пазари, но почнувајќи од август 2007 година, се појави

¹⁶⁴Најекстремното сценарио претставува комбинација на хипотетички шокови на страната на кредитниот, девизниот ризик и ризикот на каматна стапка (зголемување на кредитната изложеност во категориите на ризик „В“, „Г“ и „Д“ за 50%, депрецијација на девизниот курс на денарот во однос на еврото и американскиот долар за 20% и зголемување на домашните каматни стапки за 5 процентни поени

зголемено ниво на макроекономски ризици. Имено, како и поголемиот дел на економиите во светот, во РМ започнаа да се чувствуваат зголемени инфлациски притисоци како одраз на засилените глобални инфлациски притисоци, предизвикани од порастот на цените на енергентите и храната.

Во последните два месеца од 2007 година и во почетокот на 2008 година, беше забележано опаѓање на прометот, зголемување на притисокот на девизниот пазар и потреба од интервенции на НБРМ во насока на нето-продажба на девизи. Главните причини за овие движења беа: зголемена побарувачка за девизи, предизвикана од нагорните движења на ценитена одредени производи за коишто во домашната економија постои висок степен на увозна зависност и намалување на девизните приливи врз основа на приватни трансфери и портфолио инвестиции.

Исто така, како резултат на продлабочувањето на трговскиот дефицит и забавувањето на растот на приливите од приватните трансфери дополнителен фактор на ризик претставуваше и влошувањето на надворешната позиција на РМ. Имено, кризата се пренесе врз македонската економија во голема мерка преку надворешниот сектор. Така, индустријата како сектор којшто најмногу е ориентиран кон извоз, почувствува и најголеми последици од глобалната економска криза. Контракцијата на светската трговска размена придонесе за намалување на странската побарувачка за македонските извозни производи. Имено, први и најмногу погодени од кризата беа извозно ориентираните претпријатија. Металуршката индустрија имаше најголем пад како резултат на намалувањето на побарувачката и цените на металите на светските берзи. Намалувањето на производството во металуршката индустрија влијаеше во голема мерка на намалувањето на обемот на индустриското производство. Како извозно ориентирани гранки текстилната и прехранбената индустрија исто така ги почувствуваа ефектите од кризата. Рестрикициите на работни места во вид на принудни одмори и отпуштања, во металуршката и текстилната индустрија влијаеше во голема мерка на зголемување на стапката на невработеност.

Со оглед на тоа што финансискиот сектор не беше добро интегриран во глобалниот финансиски систем, влијанието на кризата врз него од почетокот беше помало. Од почетокот на кризата, директните ефекти врз македонскиот банкарски сектор изостанаа, како резултат на тоа што македонските банки се комерцијални, а не инвестициони банки и немаа загуби како резултат на изложеноста на меѓународните пазари на капитал. Имено, финансиските иновации карактеристични за развиените пазари (секјуритизација, продажба на кредити и сл.) сè уште не беа застапени на македонскиот пазар, додека структурата на финансискиот систем беше во почетна фаза на диверзификација. Но, од друга страна, кризата во реалниот сектор придонесе за значително намалување на вработеноста, што од своја страна имаше влијание врз можноста за сервисирање на долговите од страна на компаниите и граѓаните кон банките. Тоа доведе до намалување на квалитетот на кредитното портфолио на банките.

Кризата не ја заобиколи и македонската берза. Пазарната корекција започна кон крајот на 2007 година, кога и покрај објавените одлични резултати од страна на компаниите, нивните цени бележеа значителни падови. Случувањата на македонската берза беа последица на истовремено дејство на неколку фактори, а пред сè, на ефектите од глобалната корекција на меѓународните финансиски пазари,

индиректните ефекти од случувањата на берзите во регионот, зголемениот политички ризик во регионот, но и последица на ограничената транспарентност на некои од котираните компании.

Со намалувањето на извозот кај извозно ориентираните претпријатија, профитите значително се намалија, а објавувањето на лошите финансиски резултати влијаеше на цената на нивните акции.

И покрај подобрувањето на профитабилноста на банкарскиот систем, овој процес на ценовна корекција индиректно се одрази и на надолната корекција на цените на акциите на македонските банки, со што следеше и одредено намалување на нивната пазарна капитализација.

Дополнителен фактор којшто ја стимулираше ценовната корекција на акциите, беа и одредени интерни фактори, карактеристични за македонскиот пазар на капитал, пред сè, малата ликвидност на пазарот, концентрацијата на портфолио инвеститори со исто географско потекло и со слични инвестициски преференции, како и политичко-безбедносните услови во регионот.

Кризата ги истакна структурните слабости на домашната економија и високата изложеност на глобалните ценовни промени. Во текот на кризата, дојде до израз значењето на високата концентрација на извозот во само неколку преработувачки дејности¹⁶⁵ зависни од странската побарувачка, високата енергетска зависност на земјата од увоз и условеноста на размената од движењата на цените на енергенсите и на металите на светските берзи.

5.3. Ефекти од кризата во Република Македонија

5.3.1. Реален сектор

Реалниот сектор започна поизразено да ги чувствува ефектите од светската економска криза во последниот квартал од 2008 година.

Првичните ефекти од кризата се манифестираа уште во третиот квартал на 2008 година, преку забавена инвестициска активност и пад на инвестициите во последниот квартал на годината¹⁶⁶. Забавувањето на инвестициската побарувачка во третиот квартал, во комбинација со намалувањето на цените на енергентите, придонесоа за забавување на годишниот раст на трговскиот дефицит, во споредба со претходните два квартала.

Влијанието на кризата најмногу се одрази на металната индустрија која што од почетокот на 2008 година до средината на годината бележеше годишен раст од 12,8%, додека во втората половина од годината значително се намали за 24,3% на годишна основа. Падот на светските цени на металите и намалената странска побарувачка, значително ги погодија домашните индустриски гранки ориентирани кон извоз. Состојбата на претпријатијата од крајот на третиот квартал на годината постојано се влошуваше и се продлабочуваше, како резултат на намалената странска побарувачка, неизвесноста во окружувањето и недостигот на финансии.

¹⁶⁵металопрепработувачка индустрија и текстил

¹⁶⁶НБРМ, (2008) “Годишен извештај за 2007 година”

На почетокот на 2009 година, надворешните економски услови станаа уште потурбулентни. Поради експанзијата и продлабочувањето на глобалната финансиска криза, рецесијата во ЕУ и САД, како и влошувањето на економската активност на земјите од регионот, потенцијалот за раст на македонската економија беше значително ограничен. Негативните ризици коишто првично се сметаше дека ќе ја погодат македонската економија со умерен интензитет започнаа да се реализираат со подзасилена динамика придонесувајќи за опаѓање на вкупната економска активност во РМ.

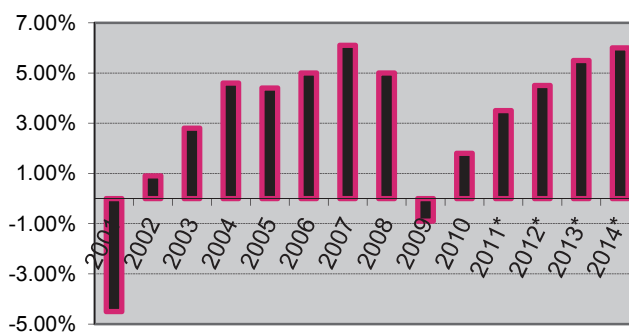
5.3.1.1. Бруто домашен производ

Во последниот квартал од 2008 година, глобалната економска криза се пренесе и во Република Македонија. Растот на БДП во првите три квартали на 2008 година изнесуваше 6% и беше продолжение на високиот раст од 2007 година. Сепак на крајот на 2008 година, влошеното надворешно окружување, предизвика економскиот раст во последниот квартал од 2008 година да изнесува само 1,7% и со тоа негативно да влијае врз годишната стапка на раст којашто за цела 2008 година изнесуваше 5%¹⁶⁷.

Графикон бр.92:
Реален раст на БДП по квартали (%)
(2008 кв. 1 – 2011 кв.3)



Графикон бр.93:
Годишна стапка на раст на БДП¹⁶⁸
(2001-2014)



*вредностите за 2011, 2012, 2013 и 2014 година се проекции од страна на Министерството за финансии

(Извор: Квартални и годишни извештаи на НБРМ, www.imf.org, www.finance.gov.mk)

Анализирано според расходната страна на БДП, во првите три квартали од 2008 година продолжи силниот тренд на раст на домашната побарувачка, како резултат на растот во личната и јавната потрошувачка и засилената инвестициска активност. Започнатиот инвестициски циклус од средината на 2007 година се засили

¹⁶⁷НБРМ, (2012) “Квартален извештај, јануари 2012”

¹⁶⁸Проекциите за реалниот раст на БДП од страна на ММФ за 2011 и 2012 година се 3% и 3,7% соодветно

во првата половина на 2008 година, во услови на зголемени државни инвестиции во инфраструктурата и зголемени странски директни инвестиции. На растот на личната потрошувачка влијаеја позитивните очекувања за движењето на доходот и експанзивната кредитна политика на банките, додека растот на јавната потрошувачка во најголем дел го отсликуваше растот на платите во јавната администрација.

Во последниот квартал од 2008 година, намалената надворешна побарувачка услови намалување на извозот. Заради високата увозна зависност на извозот и забавената домашна побарувачка, беше забележано намалување и кај увозот. Ако го анализираме само последниот квартал од 2008 година, е остварен позитивен придонес на нето-извозот кон БДП. Но, во текот на целата 2008 година, нето-извозот оствари негативен придонес кон растот.

Анализирано според производната страна на БДП, за 2008 година најголем придонес во растот имаше домашната трговија, а динамиката на растот беше условена од движењата во индустријата¹⁶⁹.

Обемот на индустриското производство бележеше раст во првите три квартали на 2008 година како резултат на високите цени на металите и побарувачката за нив. Прехранбената индустрија не ги почувствува ефектите од кризата како резултат на слабата доходна еластичност, а непогодени од кризата беа и хемиската индустрија и производството на мебел, како резултат на извозот кој што не забави во текот на 2008 година.

Заживувањето на градежништвото под влијание на државните капитални инвестиции и странските директни инвестиции и стимулирањето на земјоделското производство како резултат на поволните временски услови и зголемените државни субвенции исто така придонесоа за растот на БДП во 2008 година.

Ефектите од глобалната рецесија кои што македонската економија започна да ги чувствува од крајот на 2008 година, продолжија подзасилено во текот на 2009 година. Притоа во текот на 2009 година, бруто домашниот производ забележа реален годишен пад од 0,9%, за првпат по 2001 година, кога е забележан пад на економската активност (4,50%).

Најдлабок пад на економската активност од почетокот на глобалната финансиска и економска криза од 2,4% беше забележан во вториот квартал од 2009 година, по реализираното негативно остварување од почетокот на годината (прв квартал 1,4%). По реалниот годишен пад на БДП од 2,1% во третиот квартал од 2009 година, првите знаци на закрепнување на домашната економија беа забележани во последниот квартал на 2009 година кога реалниот годишен раст на БДП достигна 2,0%.

Падот на економската активност во 2009 година беше последица на намалената домашна и извозна побарувачка којашто имаше преносни ефекти врз активноста во повеќе дејности намалувајќи ја новата понуда во економијата.

Во услови на висок степен на трговска интегрираност, првите ефекти од кризата беа почувствувани преку каналот на извозот којшто во првиот квартал на 2009 година имаше релативно висока стапка на пад. По значителното намалување на извозот на почетокот на годината, предизвикано од падот на странската

¹⁶⁹НБРМ, (2009) “Годишен извештај за 2008 година”

побарувачка, во останатиот дел од годината дојде и до значително намалување на домашната побарувачка. Притоа домаќинствата се воздржуваа од потрошувачка во услови на негативни очекувања за идното движење на доходот и вработеноста, како и влошените услови за дополнително финансирање. Новите инвестиции на корпоративниот сектор исто така забележаа пад одразувајќи го постојаниот пад на домашната и странската побарувачката, влошените услови за финансирање, како и неизвесноста за брзината на закрепнувањето на светската економија. Од друга страна, стагнацијата на личната потрошувачка и падот на инвестициите, комбинирани со падот на странската побарувачка предизвикаа значително намалување на увозот, со што придонесот на нето-извозот врз економската активност беше позитивен. Намалувањето на јавната потрошувачка во 2009 година со реален годишен пад од 6,4%, се објаснува со пониското остварување на приходите коешто доведе до ревизија (надолна) на вкупните расходи двапати во текот на годината.

Анализирано по дејности, падот на индустријата од 8,5% во текот на 2009 година има најголем придонес за вкупниот пад на економијата. Најголемо влијание врз падот на индустриското производство имаше падот на производството на основни метали како резултат на пониските цени на металите и намалувањето на странската побарувачка, но намалувањето на вкупниот индустриски индекс беше поддржано и од пониското производство на текстилна индустрија, на производи од други неметални минерали, на електрични машини и апарати, како и од намаленото производство на хемикалии и хемиски производи.

Годишниот раст на БДП во последниот квартал од 2009 година од 2%, се објаснува со закрепнувањето на личната и инвестициската потрошувачка и натамошното намалување на увозните притисоци. Причина за ова се подобрите очекувања на населението и корпоративниот сектор како резултат на закрепнување на глобалната економија и коишто придонесоа за намалување на воздржаноста карактеристична за претходниот период.

Постепеното закрепнување на домашната економија коешто започна кон крајот на 2009 година, продолжи и во текот на 2010 година, со исклучок на првиот квартал од годината, кога сè уште ранливото макроекономско окружување и ниското ниво на инвестициска доверба придонесе во првиот квартал од 2010 година, да биде забележан пад на домашното производство од 0,4%. Најголем придонес за падот на БДП во првиот квартал на 2010 година имаше индустријата. Позитивните движења на почетокот на годината коишто беа забележани кај извозната побарувачка за домашни извозни производи (особено за производите од железо и челик), не беа доволно силни да ги неутрализираат ефектите од сè уште слабата домашна побарувачка. Намалената домашна побарувачка беше резултат на порастот на невработеноста и бавното заживување на кредитната активност. Растот на економската активност започна во вториот квартал кога континуираното позитивно движење кај извозот, како резултат на постепеното зголемување на странската побарувачка беше придружено со постепено закрепнување и на домашната побарувачка. Главен двигател на растот во вториот квартал на 2010 година беше извозниот сектор, како резултат на зголемената искористеност на капацитетите во металната индустрија при поволна состојба на пазарите на метали. Пресвртот во трендот на економската активност во целост е одраз на позитивното

придвигување на индустријата. Ова само уште еднаш го потврдува фактот дека динамиката на домашното индустриско производство значително зависи од интензитетот на закрепнување на глобалната економија и движењето на цените на металите како главен извозен производ. Домашната побарувачка беше поддржана од зголемената финансиска поддршка од банките и од позитивните очекувања на економските субјекти. Ова придонесе за зголемување на производството и поголемо искористување на постојните капацитети на домашните производители. Во вакви услови дојде и до зголемување на склоноста кон потрошувачка и нови инвестиции што беа поддржани од постепеното раздвигување на активноста на кредитниот пазар и релативно брзото подобрување на условите на пазарот на труд. Дополнителен импулс за домашните инвестиции во текот на 2010 година беше озвозможен преку влезот на нови странски инвестиции и раст на капиталните инвестиции. Така во вториот, третиот и четвртиот квартал, БДП забележа годишен реален пораст од 1,7%, 1,8% и 3,5% соодветно. На годишна основа во текот на 2010 година беше забележан раст на БДП од 1,8%. Ова беше во согласност со сигналите коишто доаѓаат од еврозоната како главен двигател на заживувањето во регионот по кризата.

Во текот на првиот и вториот квартал од 2011 година, продолжи економското закрепнување, започнато од вториот квартал на 2010 година. Со тоа економската активност оствари позитивна стапка на раст, пет квартали по ред. Реалниот годишен раст од 5,3% во првиот квартал на 2011 година, се должеше на позитивниот придонес од домашната побарувачка. Главни двигатели на економскиот раст беа извозот и инвестициите. Зајакнатата странска побарувачка и задржувањето на поволните трендови кај цените на главните извозни производи на светските берзи имаа стимулативен ефект за поголемо искористување на индустриските капацитети, а со тоа придонесуваа и за поголем раст на извозот. Од друга страна, поволното меѓународно опкружување и поволните перцепции и очекувања за идниот економски раст, условија намалена одбивност за ризик кај странските и домашните инвеститори што се одрази поволно врз инвестициите. Од аспект на одделните дејности коишто учествуваат во создавањето на БДП, годишен раст имаа скоро сите дејности (со исклучок на дејноста финансиско посредување, активности со недвижен имот), но најголем индивидуален придонес имаше индустријата. Индустриската активност бележеше годишен раст за првпат по третиот квартал на 2008 година¹⁷⁰, како резултат на постепеното закрепнување на странската побарувачка, поволните движења кај светските цени на металите, како и зголеменото производство на индустриските капацитети. Во вториот квартал од 2011 година, беше остварена годишна реална стапка на раст од 5,0%. Растот во најголем дел произлегуваше од позитивниот придонес кај домашната побарувачка и нето-извозот. Притоа, личната потрошувачка оствари најголем придонес за растот, а растот на извозот бележеше забавена динамика на раст, во услови на забавен годишен раст на цените на главните извозни производи на светските берзи и стагнација на растот на странската побарувачка. Од друга страна пак, инвестициите и јавната потрошувачка остваруваа негативен придонес кон растот. Од аспект на дејности, најголем индивидуален придонес кон создавањето на БДП има трговијата, а индустријата

¹⁷⁰НБРМ, (2011) “Квартален извештај, јули 2011 година”

како најзначајна економска дејност во овој квартал бележеше забавување како резултат на забавениот домашен раст на странската побарувачка и на цените на нашите главни извозни производи. Исто така, во услови на силен инвестициски стимул од страна на државата, во овој квартал имаше и позначително јакнење на позитивниот придонес од градежништвото.

Во текот на третиот квартал од 2011 година, беше прекинат трендот на постојан квартален раст на домашната економска активност започната во вториот квартал од 2010 година. При тоа бруто домашниот производ оствари раст од само 2.3% што е двојно помал раст од оној остварен во вториот квартал од 2011 година. Забавувањето на економскиот раст во третиот квартал од 2011 година, ги одразува нерамнотежите во надворешната економија. Неповолните трендови во еврозоната со оглед на нашата висока трговска интеграција со овој регион доведоа до понатамошно забавување на извозот. Ваквиот тренд не беше следен од страна на увозот којшто оствари висок раст во третиот квартал условен од повисокиот увоз на енергенти и сировини за извоз (нерамномерна динамика на увоз на големите извозни компании)¹⁷¹. Придонесот на домашната побарувачка кон БДП во третиот квартал од 2011 година беше позитивен, но за разлика од претходниот период беше поддржан од растот на домашните инвестиции, додека личната потрошувачка значително забави. Од аспект на дејности, најзначаен причинител на забавувањето на економската активност е влошувањето кај индустријата, во услови на стагнантна странска побарувачка и надолни придвижувања на цените на нашите главни извозни производи. Како дополнување на тоа, трговијата која што беше главен носител на растот во претходниот квартал, во третиот квартал од 2011 година забележа значително послаб раст како резултат на послабата потрошувачка на домаќинствата во овој период. И растот во градежништвото во овој квартал беше со забавена динамика.

Европската должничка криза ги прави неповолни трендовите во земјите членки на еврозоната, како наш најзначаен трговски партнер, што укажува на забавување односно надолно движење на растот на економската активност на нашата земја во следниот период. Неповолната економска состојба на нашите најзначајни трговски партнери можеме да очекуваме да се одрази неповолно врз инвестициите, што заедно со падот во производството и забавувањето на извозот ќе доведе до забавување и кај увозот.

Главните ризици околу темпото за економско закрепнување на нашата земја произлегуваат од: нееднаквото економско закрепнување во глобални рамки (бавното закрепнување во ЕУ како наш најзначаен трговски партнер), движењата на пазарот на труд, очекувањата на економските субјекти (а со тоа ефекти врз нивната склоност кон потрошувачка и инвестиции), надворешната позиција на економијата, движењето на цените на металите како главен извозен производ, движењето на цените на храната и нафтата, влезот на странските директни инвестиции и сл.

¹⁷¹НБРМ, (2012) “Квартален извештај, јануари 2012 година”

5.3.1.2. Инфлација

Во текот на 2008 година, главен ризик по макроекономската стабилност претставуваше порастот на општото ниво на цените главно водено од растечките цени на храната, нафтата и сировините на светскиот пазар. Притоа, во 2008 година, можат да се издвојат два периода.

Во првата половина од 2008 година којашто на глобално ниво се карактеризираше со растечки трендови на цените на храната и енергентите (нафтата, електричната енергија и јагленот), а неизвесноста околу нивното идно движење, ризиците од секундарните ефекти врз платите и останатите цени во економијата и можноста за отворање инфлациска спирала¹⁷² беа исклучително големи. Глобалните движења се пренесоа врз домашната економија, кога при силни притисоци од увозните цени, зајакната домашна побарувачка и високи инфлациски очекувања, просечната инфлација во првата половина од годината достигна 9,7%.

Во втората половина од годината, кога светската економска криза го скроти нафтениот ценовен шок од претходниот период, а воедно и цените на храната започнаа значително да се намалуваат, глобалните движења се пренесоа врз домашната инфлација којашто забележа значително забавување. Во декември, годишната стапка на инфлација изнесуваше 4,1% и претставуваше најниско остварување од почетокот на годината.

Можеме да заклучиме дека во текот на 2008 година, покрај влијанието на увезените фактори на страната на понудата, ценовните движења беа под влијание и на растот на вкупната домашна побарувачка. Засилената агрегатна побарувачка од средината на 2007 година до последниот квартал на 2008 година, ги зајакна инфлациските притисоци. Главен носител на агрегатната побарувачка беше финалната потрошувачка (личната и јавната), но од крајот на 2007 година беше засилена и инвестициската побарувачка. Зголеменото ниво на пари во оптек, како резултат на порастот на потрошувачките кредити значително ја зголеми побарувачката на стоки и услуги при истовремено непроменета или во некои случаи намалена понуда на стоки и услуги. Поголемиот износ на парични во однос на стокровни фондови имаше влијание врз порастот на инфлацијата, но и врз зголемувањето на увозот на стоки и услуги.

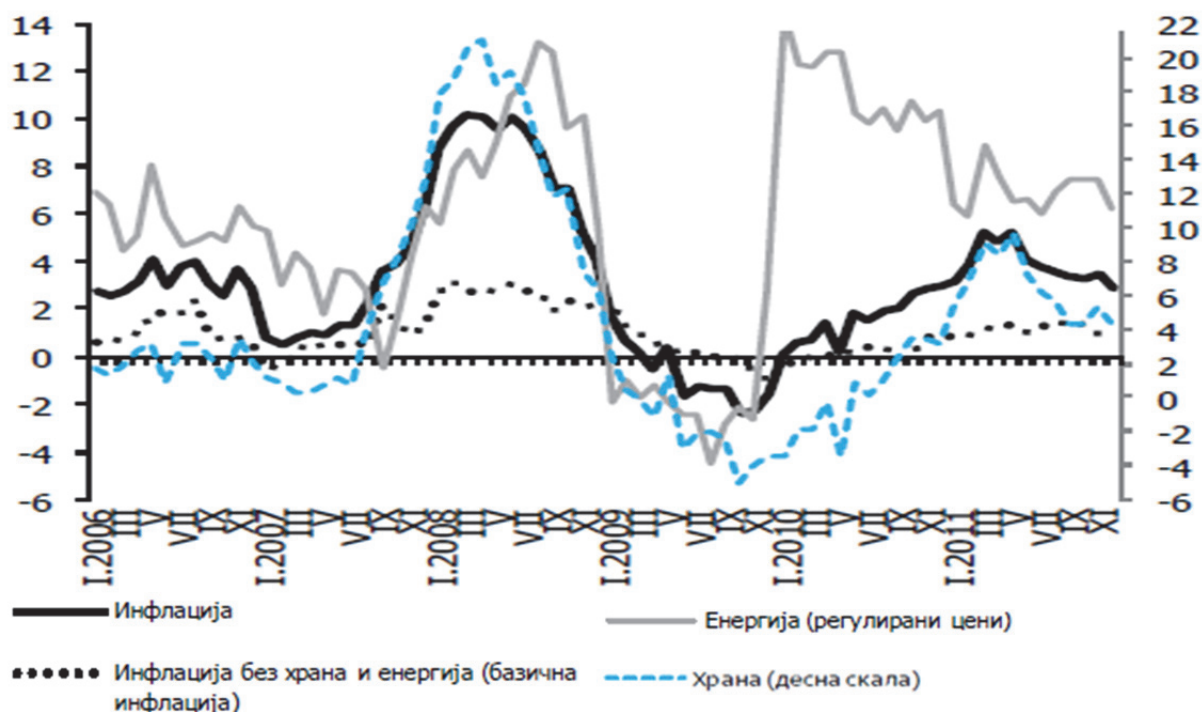
По високата просечна инфлација од 8,3% во 2008 година, во текот на 2009 година дојде до брза дезинфлација како резултат на падот на увозните цени и намалената побарувачка. Глобалната рецесија го прекина ценовниот бум на храната и енергијата, карактеристичен за дел од 2007 и 2008 година предизвикувајќи значително забавување на глобалната инфлација во 2009 година.

Во текот на 2009 година, светската економија, а во тие рамки и македонската економија се соочуваше со процес што претставува спротивност на инфлацијата—дефлација. Како резултат на глобалната рецесија, „ценовниот бум” на храната и енергијата беше прекинат. Падот на увозните цени предизвика процес на дезинфлација и во македонската економија, карактеристичен и за вкупната и за базичната инфлација. Притоа за цела 2009 година, беше забележано намалување на нивото на цените односно дефлација од 0,8%. Дефлацијата претставува состојба во

¹⁷²приспособување на нивото на платите и на девизниот курс спрема стапката на инфлација

економијата кога расположливите количини на пари се помали од понудената количина на стоки и услуги¹⁷³. Поради тоа доаѓа до намалување на општото ниво на цени односно се зголемува куповната моќ на парите на домашниот пазар. За потрошувачите тоа е поповолна варијанта, но за производителите може да биде погубна, затоа што ги намалува нивните приходи. Подолготрајното и поизразеното присуство на дефлација може да има негативни ефекти за целата економија. Имено, очекувањата на производителите се дека во услови на намалена количина на пари во оптек, цените на нивните производи и понатаму ќе се намалуваат. Таквите очекувања водат кон намалување на производството, вработеноста и добивките. Во исто време потрошувачите се воздржуваат од купување и од трошење, во очекување цените на стоките и услугите и понатаму да се намалуваат. Тоа пак од своја страна, ја намалува вкупната економска активност во земјата. Реакциите на економските субјекти опишани погоре го поттикнаа продлабочувањето на дефлациската спирала со којашто во текот на 2009 година се соочуваше светската економија.

Графикон бр.94: Инфлација и цени на храната и енергијата, годишни промени во %, (2006-2011)



(Извор: НБРМ и Државен Завод за Статистика)

Во текот на 2010 година, просечната годишна стапка на инфлација се одржуваше на ниско и стабилно ниво и изнесуваше 1,6%. Зголемувањето на инфлацијата односно преминувањето од дефлација во 2009 година во инфлација во текот на 2010 година се должеше на растечките цени на енергијата, а во втората

¹⁷³Неновски, Т. (2010) “Македонија и светската економска криза”, Нам прес, 2010

половина на годината и зголемените цени на храната на глобалниот пазар. Така, во првата половина на годината, просечната годишна стапка на инфлација изнесуваше 0,8%, како резултат на зголемувањето на цените на електричната и топлинската енергија и растот на светските цени на нафтата. Во овој период цените на храната и понатаму се намалуваа, на тој начин неутрализирајќи дел од растот на цените на енергентите. Растот на годишната стапка на инфлација се забрза во втората половина на годината и достигна 2,3%. Во овој период, на растот на светските цени на енергијата се надоврза и растот на светските цени на храната, што постепено се пренесе и врз домашните цени.

Просечната годишна стапка на инфлација за 2011 година изнесуваше 3,9%. Трендот на зголемување на светските цени на храната и енергијата во последниот квартал на 2010 година, се задржа и дополнително зајакна во првиот квартал на 2011 година. Кај енергетската компонента, освен повисоките светски цени на нафтата се одрази и ефектот од покачувањето на регулираните цени на електричната и топлинската енергија. Притоа, во првиот квартал на 2011 година, беше остварена годишна стапка на инфлација од 4,1%, како резултат на постепеното пренесување на растот на цените на увозот којшто влијаеше за нагорно придвижување на нивото на домашните цени. Во вториот квартал од 2011 година, продолжи трендот на раст на домашните цени, но со забавена динамика, при што годишната стапка на инфлација достигна 4,7%. И покрај поизразениот ефект од порастот на цената на електричната енергија, овие движења го одразуваа стабилизирањето на светските цени на храната и нафтата, кои беа главните фактори што влијааа на глобално ниво за повисоките стапки на инфлација кон крајот на 2010 година. На забавувањето на инфлацијата влијаеја и преземените домашни мерки (намалување на акцизата) и зголемената понуда на зеленчук на домашниот пазар заради намалената извозна побарувачка. Во третиот квартал на 2011 година, за прв пат од крајот на 2010 година се забележува значително надолно движење на нивото на потрошувачките цени на квартална основа, при што годишната стапка на инфлација изнесуваше 3,6%. Намалувањето се должи на вообичаеното сезонско намалување на цените, дополнето со надолните движења на светските цени на храната и нафтата. Во текот на четвртиот квартал на 2011 година, сезонскиот раст на цените на храната, а во помала мера и растот на цените на енергијата придонесоа за пораст на цените. Во отсуство на притисоци од страна на домашната побарувачка, долгорочната компонента на инфлацијата забележа умерен раст. Базичната инфлација во просек за цела година се одржуваше на стабилно ниво од околу 1%, упатувајќи на перцепции за привремен и контролиран раст на инфлацијата од страна на економските субјекти.

Во следниот период можеме да очекуваме намалени инфлациски притисоци како резултат на очекувањата за пониски светски цени на храната и енергијата, поврзано со послаб раст од очекуваниот на глобалната економија, како и поголемо забавување на домашната економска активност од очекуваното.

5.3.2. Социјален сектор

5.3.2.1. Стапка на невработеност

Во текот на 2008 година, продолжи започнатиот тренд на намалување на стапката на невработеност, започнат од 2005 година, главно како резултат на поголемата економска активност. Годишната стапка на невработеност се спушти од историски највисокото ниво од 37,6% во 2005 година на 33,8% во 2008 година.

Како што може и да се види од графиконот, во текот на првите три квартали на 2008 година стапката на невработеност постојано се намалуваше, но во четвртиот квартал е прекинат трендот на постепено намалување на невработеноста како резултат на промена на трендовите на пазарот на работна сила, како директна последица на забавувањето на растот на домашната економија во последниот квартал од годината заради глобалната криза и особено високата изложеност на трудоинтензивните дејности на овој шок.

Во текот на 2009 година стапката на невработеност се намали на 32,2%. Во услови на економска криза, Република Македонија во 2009 година е единствената земја во Европа којашто забележа пад на стапката на невработеност. Намалувањето на стапката на невработеност се објаснува делумно со намалувањето на сивата економија, односно вклучување во системот на дел од оние работници коишто и до сега работеле, но не биле регистрирани. Меѓутоа главно, при пад на домашното производство и влошување на општата состојба во економијата, ваквата состојба на пазарот на труд може да се објасни со постоење на одредено временско задоцнување во прилагодувањето на пазарот на труд кон промената во фазата на економскиот циклус. Имено, во практиката како што се покажа во други земји (САД, земјите членки на еврозоната) реална е појавата, невработеноста да не се зголемува со иста динамика како намалувањето на економијата во целина туку со одредено временско задоцнување.

Првиот сигнал за надолното прилагодување на пазарот на трудот во Македонија е забавувањето на кварталниот раст на вработеноста во третиот квартал на 2009 и нејзиното намалување во четвртиот квартал (пад на вработеноста во четвртиот квартал за 1%, во однос на претходниот квартал). Сепак, ваквото движење не доведе до зголемување на годишната стапка на невработеност за 2009 година.

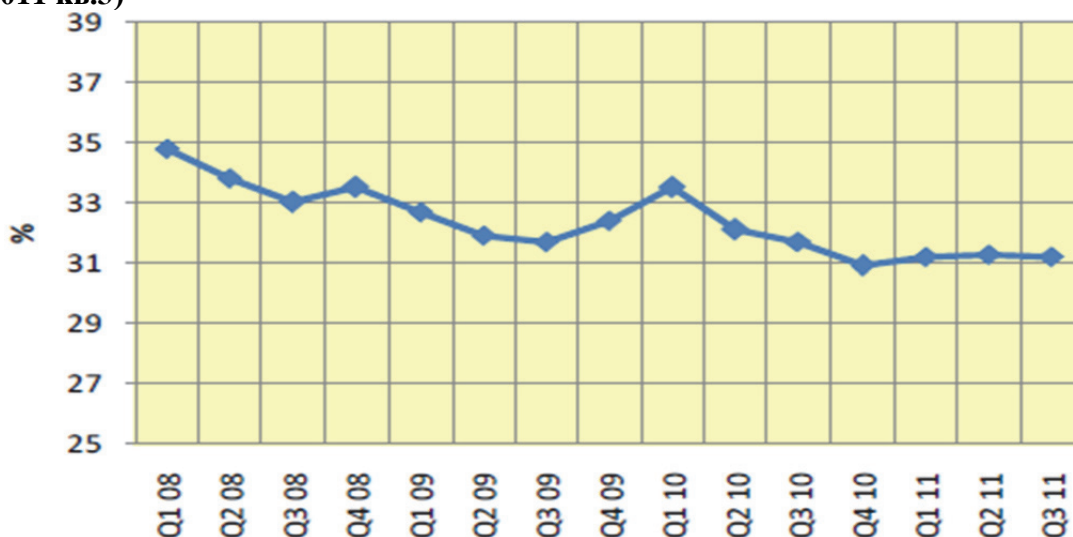
Пазарот на труд во нашата земја реагираше на намалената агрегатна побарувачка со временско задоцнување од три квартали. Со компаративна споредба помеѓу пазарите на труд во нашата земја и во регионот, ќе забележиме неколку карактеристични елементи¹⁷⁴: 1.)Поголемо временско задоцнување на надолното прилагодување. Состојбата на пазарот на труд во Македонија започна да се влошува од третиот квартал на 2009 година, односно три квартали по првичниот пад на економската активност. Од друга страна просечното временско задоцнување на надолното прилагодување на пазарите на труд во регионот изнесува околу еден квартал, при што во некои земји падот на вработеноста и БДП започна речиси истовремено. (Бугарија и Словенија; 2.)Релативно брзо закрепнување на

¹⁷⁴НБРМ, (2011) “Годишен извештај за 2010 година”

побарувачката за труд во однос на останатите економии. Веќе во вториот квартал на 2010 година беше регистриран квартален раст на бројот на невработени лица во Македонија; 3.)Релативно помал пад на бројот на вработените. Кумулативниот пад на вработеноста во однос на преткризниот период изнесува околу 2,6%. Речиси во сите земји од регионот кумулативниот пад е поголем од 4%, при најстар пад забележан во Србија (10%) и Бугарија (9%).

Ваквите движења делумно се објаснуваат со релативно понискиот пад на економската активност во Македонија во однос на регионот. Просечното намалување на економската активност во регионот изнесува околу 6,5%, додека македонскиот БДП е понизок за 3,7% во однос на преткризното ниво.

Графикон бр 95: Стапка на невработеност во Република Македонија (2008 кв.1 – 2011 кв.3)



(Извор: НБРМ, Државен Завод за Статистика)

Како што може да се забележи од графиконот бр. 94, во првиот квартал од 2010 за првпат од почетокот на економската криза е забележан пораст на невработеноста (и годишен пад на вработеноста). Падот во вкупната вработеност се објаснува со намалувањето на вработеноста во земјоделството, преработувачката индустрија и туризмот. Во првиот квартал на 2010 година, стапката на невработеност е зголемена за 0,8 процентни поени на годишна основа и изнесува 33,5%.

Во текот на 2010 година се појавија сигнали за посткризно закрепнување на пазарот на работна сила, што се манифестираше преку зголемување на бројот на вработени лица за 1,3% во однос на 2009 година. По падот во првиот квартал од 2010 година, од вториот квартал на годината беше остварен квартален раст на бројот на вработени од 1,2%, а во третиот и четвртиот квартал од 2010 година, раст од 2,2% и 3,9% соодветно. Движењата на овој индикатор, соодветствуваат со подобрената економска состојба и зголемената агрегатна побарувачка во анализираниот период. Секако одреден дел од зголемувањето на вработеноста се должи на зголемениот трансфер на вработени од неформалниот во формалниот сектор во економијата, согласно со стимулативните политики, особено оние за поддршка на руралниот

развој. Овие политики условуваа стекнување на формален статус за обезбедување на финансиска помош и на тој начин доведоа до премин на работниците од земјоделството, од неформалниот во формалниот сектор. Така, забрзаниот раст, пред сè во четвртиот квартал, во најголем дел се објаснува со зголемениот број на лица кои работат во земјоделството (зголемување за 22% на годишна основа, и придонес од 67% од годишниот раст на вкупната вработеност во четвртиот квартал од 2010 година). Сепак, во пракса е тешко да се утврди дали и колкав дел од растот на вработеноста се должи на овие фактори, а колкав дел се нови вработувања. Како резултат на извозната ориентација на индустријата, последиците од глобалната финансиска криза најмногу се почувствуваа во овој сектор, што соодветно се одрази врз вработеноста (пад на вработеноста во индустрискиот сектор од 1,4% на годишно ниво).

Просечната стапка на невработеност во 2010 година, забележа незначително намалување од 0,1 процентен поен и изнесуваше 32,1%.

Сепак овие тенденции беа спротивни на очекувањата за подолготрајно влошување на условите на пазарот на работна сила, во услови на пад на економијата во претходната година и оценките за бавно економско закрепнување. Овие трендови укажуваат на нестабилни трендови на пазарот на труд што го прави овој пазарен сегмент еден од главните точки на неизвесност во следниот период. Имено кога станува збор за движењето на невработеноста за време на рецесија и излез од неа, вообичаено важи правилото дека невработеноста бавно се зголемува за време на рецесија, но исто така бавно се намалува во текот на заздравување на економијата¹⁷⁵. Практиката и овој пат го потврдува таквото правило. Имено, иако економиите на САД и земјите од еврозоната беа официјално излезени од рецесија, стапката на невработеност од месец во месец се зголемуваше и претставуваше сериозна закана за економскиот растеж на краток и на среден рок.

На пазарот на работна сила е забележан раст на вработеноста за релативно кусо време по кризата. Од вториот квартал до крајот на 2010 година, вработеноста постојано растеше, позитивно делувајќи врз вкупниот расположлив доход и врз очекувањата. Ваквиот релативно отпорен пазар на труд, при мал раст на економијата ја одржува продуктивноста на економијата на пониско ниво од преткризниот период. Ова претставува ризик за идното движење на бројот на вработени на пазарот на труд. Комбинацијата на пониската продуктивност и истовремен раст на цената на трудот доведува до пораст на трошоците на труд по единица производ, потенцијално намалувајќи ја конкурентноста на економијата. Овие потенцијални проблеми не смеат да бидат занемарени имајќи предвид дека економското закрепнување подарзбира подолг период на постојан, здрав и солиден раст, а за мала и отворена економија тоа значи и потреба од конкурентност на извозните пазари.

Во текот на 2011 година, почнувајќи од првиот, а заклучно со третиот квартал од годината¹⁷⁶, се забележуваше квартален пад на вработеноста. Постојаното надолно придвижување од почетокот на 2011 година, придонесе за исцрпување на високите стапки на раст на вработеноста. Кај стапката на

¹⁷⁵ Неновски, Т. (2010) “Македонија и светската економска криза”, Нам прес, 2010

¹⁷⁶ Последен расположлив податок за стапката на вработеност, во моментот на пишување на трудот е третиот квартал на 2011 година

невработеност немаше значителна промена. На крајот на 2011 година, бројот на невработени лица изнесуваше 281.144 лица, што за разлика од декември 2010 година претставува намалување од 40.197 невработени лица. Во текот на третиот квартал од 2011 година, стапката на невработеност изнесува 31,2%.

Како резултат на интензивирањето на европската должничка криза, забавувањето на домашната економија и краткорочните очекувања на раководителите во дел од економските дејности, можно е влошување на пазарот на труд во наредниот период.

5.3.3. Надворешен сектор

Главен канал за пренесување на кризата врз македонската економија беше надворешниот сектор.

Клучните ризици во надворешниот сектор (чувствителноста на извозот на надворешни шокови и големата зависност од тековните трансфери) дојдоа до израз во 2008 година, кога настана прелевање на кризата во нашата земја.

5.3.3.1. Биланс на плаќања

5.3.3.1.1. Дефицит на тековна сметка и трговски биланс

Во 2008 година, **дефицитот на тековната сметка** достигна историски највисоко ниво од 851,2 милиони евра или 12,8% од БДП (7,1% од БДП во 2007 година) како резултат на постојаното зголемување на негативното трговско салдо и намалување на нето-приливите врз основа на приватни трансфери коишто претставуваат традиционална суфицитна ставка во тековната сметка на билансот на плаќања. Високиот дефицит во тековната сметка, во првите три квартали од 2008 година, во голема мера беше финансиран преку приливите врз основа на странски инвестиции. Во овој домен, делумни ефекти од кризата се почувствуваа во последните месеци на годината, кога обемот на дополнителни приливи во економијата се намали. Од аспект на јазот помеѓу штедењето и инвестициите, и покрај растот на инвестициите, проширувањето на тековниот дефицит, во најголема мера претставуваше одраз на намалувањето на штедењето.

Во текот на 2008 година, побрзиот раст на увозот од извозот (22,4% и 9,9%, соодветно) доведе до историски рекордно ниво на **трговски дефицит** при што неговото учество во БДП достигна 30% (наспроти 23,3% од БДП во 2007 година)¹⁷⁷. Во текот на 2008 година преовладуваа два тренда коишто имаа влијание врз трговската размена.

- Во првата половина од годината, врз трговската размена влијаеја следните фактори:
 - Растечки тренд на цените на енергентите на светските пазари коишто создадоа големи притисоци врз увозот;

¹⁷⁷НБРМ, (2011) “Годишен извештај за 2010 година”

- Продолжување на трендот на намалување на цените на никелот, започнат од втората половина на 2007 година, што доведе до пад на извозот на метали којашто е доминантна извозна гранка;
 - Раст на домашната побарувачка од којашто значителен дел се насочува кон увоз и засилена инвестициска потрошувачка, како резултат на позитивните очекувања на економските субјекти и големата поддршка од банкарскиот сектор.
- Во втората половина на годината дојде до остра промена во глобалните трендови. Ескалирањето на финансиската криза значеше значително забавување на глобалниот раст што доведе до:
- Од една страна, до драстичен пад на светските цени на нафтата, што ги намали притисоците врз домашниот трговски дефицит;
 - Од друга страна тоа доведе и до значително пониска странска побарувачка, со драстични ефекти врз реалниот сектор, преку намалено домашно производство и следствено, понизок извоз на стоки.

Во 2009 година, **дефицитот во тековната сметка** на билансот на плаќања изнесуваше 483,3 милиони евра, или 6,7 % од БДП. Намалувањето на дефицитот на тековната сметка во споредба со 2008 година, во најголем дел се должи на значителното намалување на негативниот јаз во размената на стоки со странство и растот на нето-приливите врз основа на приватни трансфери.

Сепак, и во текот на 2009 година движењата во надворешниот сектор беа променливи:

- Во првиот квартал од годината во услови на намалување на странската побарувачка и извозните цени, трговскиот дефицит се зголеми за речиси 20%. Во исто време, неизвесноста во однос на интензитетот и карактерот на прелевањето на глобалната криза во домашната економија, делуваше негативно врз очекувањата на домашните субјекти што резултираше во растечка побарувачка за девизи и влијаеше на намалување на приватните трансфери. Ова беа факторите коишто придонесоа состојбата со тековната сметка во првиот квартал значително да се влоши.
- Од вториот квартал кога увозната побарувачка се прилагоди на падот на домашната и глобалната економска активност и кога психолошките притисоци значително се намалија беше забележана промена на трендовите, при што трговскиот дефицит и дефицитот на тековната сметка значително се намалија

Во текот на 2009 година, вкупната размена на стоки со странство се намали за 1.792 милиона евра на годишна основа и се сведе на 83,5% од БДП (наспроти 112,7% од БДП во претходната година). Забавената меѓународна трговија ја сведе размената на стоки со странство речиси на просечното ниво од 2001 година до 2004 година. Позначителниот пад на увозната од извозната побарувачка во 2009 година беше причина за стеснување на негативното салдо во размената на стоки (за 263,7 милиони евра на годишна основа) при што **трговскиот дефицит** во размената на стоки се сведе на 25,5% од БДП (наспроти 30% од БДП во претходната година).

Подобреното меѓународно макроекономско окружување резултираше со позитивни тенденции во надворешниот сектор и во текот на 2010 година. Имено, во 2010 година, дефицитот на тековната сметка се намали на 191,1 милион евра или

2,8% од БДП, што претставуваше намалување за 4 процентни поени во однос на 2009 година. За подобрување на салдото во најголем дел влијаеја поволните тенденции кај тековните трансфери и намалувањето на трговскиот дефицит, а нешто помал придонес имаше и повисокиот суфицит во размената на услугите.

Во 2010 година, тековните трансфери беа главен извор на покривање на трговскиот дефицит. Имено, тие достигнаа 1.366 милиони евра или 19,8% од БДП. Во однос на претходната, 2009 година, тековните трансфери забележаа значителен раст од 20,6% или 2,9 процентни поени од БДП што во целост се должи на растот на приватните трансфери. Дополнителен фактор за намалување на дефицитот во 2010 година, беше и намалениот дефицит во трговската размена, како резултат на повисокиот раст на извозот од растот на увозот, што придонесе за стеснување на трговскиот дефицит (за 4,1% на годишно ниво), со што тој се сведе на 1.621,6 милиони евра или 23,5% од БДП. Заживувањето на глобалната економска активност, подобрените услови за размена, зголеменото искористување на постојните производствени капацитети и проширувањето на извозниот капацитет на домашната економија во 2010 година доведоа до значаен раст на извозот. При сè уште незакрепната домашна побарувачка, растот на увозот се одвиваше со послабо темпо. Увозот на стоки, започна да бележи раст од вториот квартал на 2010 година, главно како резултат на обезбедување на сировинска база на извозот и заради влијанието на растот на цената на нафтата на светските берзи.

По остварување на дефицит на тековната сметка во првите два квартали од 2011 година, во третиот квартал, беше остварен суфицит на тековната сметка од 43,4 милиони евра или 0,6% од БДП. Подобрувањето на тековната сметка во најголем дел ги одразуваа високите приливи на тековни трансфери во текот на третиот квартал од 2011 година, како резултат на сезонското враќање на иселениците од странство во овој период од годината и намалувањето на инфлацијата (коешто не предизвика побарувачка за странска ефектива).

Приватните трансфери во првиот квартал од 2011 година имаа забавен тренд на раст, во вториот квартал имаа растечка динамика, што во целост ги одразуваа случајувањата во 2010 година, кога согласно со постепеното исцрпување на ефектите од глобалната финансиска криза, овие приливи значително се зголемуваа. Поволните движења кај приватните трансфери дополнително зајакнаа до крајот на годината. Зголемената неизвесност околу иднината на еврото пред Самитот на ЕУ (којшто се одржа во декември 2011 година) доведе до намалена доверба на еврото и предизвика значителна конверзија на еврата во денари и нивно чување во банките, а во значително помал обем и нивна замена за други странски валути, што придонесе за остварување на значителни приливи на менувачкиот пазар во четвртиот квартал во износ од 348 милиони евра.

Сепак на годишна основа, во третиот квартал од 2011 година, забележано е намалување на суфицитот на тековната сметка коешто во целост произлегуваше од продлабочувањето на трговскиот дефицит од почетокот на 2011 година. Имено, големата зависност на домашната економија од увоз на сировини и енергија, во услови на непроменета странска побарувачка, доведе до повисок раст на увозот од извозот на стоки.

Според вкупниот обем на надворешно трговска размена, нашата земја, најмногу тргува со Германија, Србија, Грција, Бугарија и Русија (44,2% од вкупната

надворешнотрговска размена се врши со овие пет земји). Германија е традиционално еден од најголемите трговски партнери на нашата земја. Така, во текот на 2011 година, трговската размена помеѓу Македонија и Германија достигна 1,34 милиони евра. Германија реализираше 870,48 милиони евра увоз од Македонија, а извезе стока и услуги во вредност од 474,44 милиони евра.

Со разгорувањето на должничката криза во Грција, од третиот квартал на 2010 година и првиот квартал на 2011 година, дефицитот со оваа земја значително се зголеми како резултат на намалувањето на извозот, а високиот раст на увозот од оваа земја.

Во зависност од темпото со коешто од кризата ќе излегуваат нашите најважни надворешнотрговски партнери, ќе зависат и трендовите односно движењата во надворешно трговската размена. Тоа е повеќе од јасно ако се знае дека најголем дел од извозната побарувачка ја диктираат тие земји и најголем дел од постојните странски директни инвестиции во РМ потекнуваат од некои од тие земји. Имено, странските инвеститори се ограничени во пласирањето на средства надвор од своите земји кога самите тие се соочуваат со продолжено дејство на економската криза¹⁷⁸.

Евентуалното зголемување на побарувачката на стоки и услуги од страна на најважните надворешнотрговски партнери на РМ ќе услови зголемување на побарувачката за метални, текстилни, земјоделски и други репроматеријали и сировини коишто се главни содржински елементи на македонскиот извоз. Во спротивно ако кризата во тие земји продолжи да се манифестира во други форми и интензитет, тогаш тоа за македонскиот извоз ќе претставува силен ограничувачки фактор. Сериозен ризик и неизвесност на надворешната трговија на нашата земја може да претставуваат цените на споменатите извозни, а особено цените на металските производи. Очекуваното зголемување на тие цени како резултат на излезот на поголемите економии од рецесија благопријатно ќе дејствува на надворешнотрговската размена на земјата со странство.

5.3.3.1.2. Извоз

Намалувањето на глобалната побарувачка и нејзините ефекти врз реалниот сектор на економијата (изразени преку опаѓање на индустриското производство на метали и вработеноста во овој сектор), како и негативните поместувања кај цените на металите, придонесоа за негативен придонес на главната извозна компонента – извозот на железо и челик во порастот на вкупниот извоз.

Во 2008 година, извозот на стоки изнесуваше 2.692,6 милиони евра, при што порастот од 9,9% во споредба со 2007 година во најголема мера се должи на зголемениот извоз на нафтени деривати и метални руди.

Притоа, извозот на нафтени деривати го следеше трендот на светските цени на нафтата коишто растеа до јули 2008 година, по што започна тренд на нивно намалување. Извозот на руди во првата половина на 2008 година бележеше позитивен тренд, но во последниот квартал од годината, ефектите од глобалната

¹⁷⁸Неновски, Т. (2010) “Македонија и светската економска криза”, Нам пресс, 2010

криза, пред сè драстичниот пад на светските цени на бакарот, негативно се одразија врз домашното производство.

Во текот на 2009 година, падот на глобалната побарувачка се одрази со значителен пад на извозот на стоки којшто се сведе на 1.920,9 милиони евра, односно на 29% од БДП (наспроти просечното учество од 40% од БДП во последните три години).

Притоа, најголем дел или околу 78%, од падот на извозот е условен од намалениот извоз на индустриски производи, додека помал дел е резултат на намалената потрошувачка во економиите на нашите трговски партнери и извозот на нафта.

Две третини од падот на извозот се резултат на годишниот пад на извозот на железо и челик (за 56%) што само ни го докажува високиот степен на извозна концентрација на домашната економија. Имено, намалената количинска побарувачка за железо и челик, предизвикана од падот на инвестициската активност кај нашите трговски партнери, и падот на цените на металите на светските берзи се одразија врз вредноста на овој извозен сегмент.

Во услови на постојано влошување на условите на размена, започна и намалувањето на извозот на овие метали, а дното беше достигнато во првиот квартал на 2009 година. И покрај забележаните знаци на закрепнување до крајот на годината, количинскиот извоз на железо и челик остана на нивото од 2004 година.

Останатиот дел од падот на извозот се должи на: намалениот извоз на нафта и производи од нафта (33,4% на годишна основа), во услови на пониска извозна цена и извезена количина; намалување на извозот на облека (13,4% на годишна основа) којшто претставува втора најзначајна извозна категорија како резултат на пониската потрошувачка во економиите на нашите трговски партнери; и намалување на извозот на метална руда и метални отпадоци (38,7% на годишна основа) како резултат на пониската странска побарувачка и базниот ефект од претходната година, кога повторно отворените рудници во нашата економија работеа со полн капацитет и остварија висок извоз.

Во текот на 2010 година, извозот на стоки забележа раст од 29,7% и достигна 2.497,5 милиони евра или 36,2% од БДП. Растот на извозот во 2010 година беше како резултат на следните фактори: поволните движења во странската ефективна побарувачка, растот на цените на металите на светските берзи и отпочнувањето со работа на новата гринфилд инвестиција во слободната економска зона. Најголем придонес во растот на вкупниот извоз имаше растот на извозот на железо и челик, како резултат на поволните услови на пазарот на метали и зголемената извозна побарувачка. Воедно, искористувањето на новиот извозен капацитет се одрази во раст на извозот на хемиски материи и производи. Истовремено, значаен придонес за растот на извозот имаше извозот на тутун и преработки од тутун, извозот на енергенти во чиешто рамки извозот на нафта имаше раст на годишна основа (при раст на извозните цени, а намален извезен обем) и извозот на електрична енергија којшто во текот на 2010 година достигна историски највисоко ниво, како резултат на зголемениот обем на домашно производство на хидроелектричните центри повисоките извозни цени.

Во текот на 2011 година, извозот на стоки забележа раст од 34,9%. Притоа, во првиот и вториот квартал од 2011 година, извозната активност беше поттикната од

зајакнатата странска побарувачка и растот на цените на металите на светските берзи. Имено, во вториот квартал извозот на железо и челик достигна највисоко ниво во последните три години враќајќи се блиску до нивото од третиот квартал од 2008 година, периодот пред нашата земја да почне да ги чувствува ефектите од светската економска криза. Во текот на третиот квартал на 2011 година, дојде до намалување на извозните количини на железо и челик, главно заради намалувањето на странската побарувачка, како резултат на интензивирањето на европската должничка криза. Во текот на 2011 година, најголемо учество во извозот имаат земјите членки на ЕУ (60,6%) и земјите од Западен Балкан (27,6%).

5.3.3.1.3. Увоз

Во текот на 2008 година, увозот изнесуваше 4.455,1 милиони евра. Порастот на увозот од 22,4% во 2008 година, во споредба со 2007 година беше резултат на солидните стапки на раст на домашната економија, релативно високиот обем на директни инвестиции, високиот раст на кредитите и високите цени на енергентите во поголемиот дел од годината.

Така, растот на домашната економија при нејзина висока енергетска зависност и значителен раст на цените на енергентите, создаде притисоци врз увозот на енергија којшто има доминантен придонес за порастот на вкупниот увоз.

Но, прелевањето на глобалната криза врз обемот на домашното производство и намалувањето на цените на нафтата, значително ги намалија притисоците од увозот преку овој канал во последниот квартал на 2008 година.

Во услови на високи стапки на раст на домашните инвестиции и релативно големи приливи врз основа на директни инвестиции, значаен придонес во порастот на вкупниот увоз во 2008 година имаа и машините и транспортните уреди. Притоа, заедничкиот придонес на увозот на енергија и на увозот на машини и транспортни уреди во 2008 година е релативно висок и изнесува 56,7%. Во 2008 година, значаен придонес (12,8%) во годишниот пораст на увозот имаше и увозот на железо и челик, што е во согласност со високата увозна суровинска компонента во извозот на овие производи.

Во 2009 година, увозот на стоки се сведе на 3.472,0 милиони евра, односно на 54,5% од БДП (наспроти просечното учество од 65% од БДП во претходните три години).

Намалувањето на увозот, за разлика од намалувањето на извозот, беше распределено во повеќе сектори.

Ефектите од кризата коишто со многу кратко временско задоцнување се одразија врз извозот, доведоа до намалување и на увозот на суровини и репроматеријали. Така, половина од падот на вредноста на увезените стоки се должи на понискиот увоз на индустриски набавки потребни за производство, односно на намалената увозно-извозна компонента. Увозот на железо и челик забележа речиси идентичен пад како и извозот (за 57,4% на годишна основа), а увозот на метална руда и метални отпадоци се намали со истиот интензитет (за 54% на годишна основа).

Остатокот од намалувањето на увозот, или околу една третина се должеше на падот на увезената енергетска компонента. Намалувањето на економската

активност и понискиот степен на искористеност на индустриските капацитети условија пад на увозот на електрична енергија и гас (за 62% и за 32%, соодветно, на годишна основа).

Сепак, врз увозот на електрична енергија (покрај намалената побарувачка, којашто се одрази со пад на увезените количини за 46,1% на годишна основа) делуваше и пониската увозна цена и зголемениот обем на домашно производство на електрична енергија. Воедно, наглото намалување на цената на нафтата на светските берзи коешто се прелеа врз увозната цена на нафтата и производите од нафта, имаше надолен ефект врз нивната увозна вредност (пад од 29,2% на годишна основа). Во текот на годината, постепеното надолно прилагодување на потрошувачката на домаќинствата и на инвестициската активност се одрази со понизок увоз на производи за широка потрошувачка и на производи за инвестиции (за околу 6%).

Во текот на 2010 година, увозот забележа годишен раст од 13,9%, како резултат на високиот степен на зависност на извозот од увоз на сировини и интермедијални производи и растот на увезената цена на нафтата и нафтените деривати. Така, зависноста на новиот извозен капацитет од увоз на сировинска база е фактор за растот на увозот на обоени метали и на неорганско-хемиски производи. Исто така, во текот на 2010 година, увозот на енергентите (нафта и производи од нафта) се зголеми на годишна основа, како резултат на порастот на цената, а падот на обемот на увозот. Дополнителен ефект врз растот на вкупниот увоз во 2010 година имаа дискреционите мерки на фискалната политика коишто го стимулираа увозот на патнички автомобили (раст од 50,2% на годишно ниво). Имено, во текот на 2010 година беа намалени стапките на акциза на патничките автомобили, се намалија царинските давачки при увоз на употребувани патнички возила од 10% на 5% и беше дозволен увоз на стари автомобили до 15 години старост.

Во текот на 2011 година, увозот на стоки забележа раст од 28,6%. Растот на увозот беше резултат на: 1.) висока увозна сировинска зависност на производството во металопреработувачката и текстилната индустрија којашто се одрази со раст на увозот на метална руда, железо и челик. 2.) повисока домашна производствена активност којшто доведе и до зголемена потрошувачка на електрична енергија што при недоволно домашно производство (намалениот хидропотенцијал, ремонт на значаен производствен капацитет) влијаеше на количинскиот увоз на енергија. Во текот на 2011 година, најголемо учество во увозот на стоки имаат земјите членки на ЕУ (54,3%) и земјите во развој (26,8%).

5.3.3.1.4. Капитална сметка

Во првата половина од 2008 година, инвестициската клима во Република Македонија беше под влијание на политичките случувања во земјата и регионот, а во втората половина од 2008 година беше под влијание на глобалната економска криза.

Тоа имаше свој одраз врз капиталната сметка од платниот биланс. И покрај тоа што директните инвестиции, на нето-основа остварија значителни приливи од 422 милиона евра, сепак тие забележаа намалување од 16,7%, на годишна основа. Имено, трендот на малото зголемување на странските директни инвестиции (СДИ),

што започна од почетокот на 2007 година, под ваквите влијанија се промени почнувајќи од вториот квартал од 2008 година. СДИ искусија најголем пад во четвртиот квартал (од 55,9% на годишна основа) како последица на растечката глобална неизвесност, меѓународниот недостиг на ликвидност, висок отпор кон преземање ризик од странските инвеститори, како и одложување на веќе планираните инвестиции.

Истовремено, зајакнатите политички и економски ризици условија постојано зголемување на нето-одливите врз основа на странски портфолио-инвестиции (дезинвестирање, односно продажба на домашните сопственички хартии од вредност од страна на странските инвеститори, во услови на глобален недостиг на ликвидност и неизвесност). Во вакви услови, во 2008 година се зголеми користењето странски заеми и кредити (пораст од 2,3 пати на нето-основа). Следствено на ненадејниот прекин на капиталните приливи и повлекувањето на краткорочно инвестираните средства во 2008 година, суфицитот на капитално-финансиската сметка (без девизните резерви) во последните два квартала се намали на 10,8% и 11,4% од БДП, соодветно (од 20,3% во последниот квартал на 2007 година).

Брзорастечките и помалку развиените економии коишто имаа низа придобивки од влезот на големи капитални приливи, во услови на голема аверзија кон ризик, глобални ликвидносни проблеми, воздржаност на инвеститорите односно склоност за инвестирање на расположливите средства во своите економии и процес на т.н. „делеверицирање“, се соочуваа со одлив на капитал и со потенцијален проблем на нагло прекинување („sudden stop“) на дополнителни приливи на капитал¹⁷⁹.

Во вакви услови, во 2009 година нето-приливите од капиталната и финансиската сметка во македонската економија се намалија за 33% на годишна основа и изнесуваа 535,5 милиони евра. Вкупните директни инвестиции изнесуваа 171,9 милиони евра (или 2,6% од БДП), што претставува годишно намалување од 58% како резултат на високата неизвесност околу глобалните економски текови на среден рок и следствено воздржаноста на инвеститорите од преземање нови деловни потфати.

Доколку се анализира структурата на директните инвестиции може да се забележи дека ваквата промена на инвестициите е предизвикана од намалувањето на реинвестираната добивка од претходните години заради повисоките износи на исплатена дивиденда. Со ист интензитет делуваше и намалувањето на нето-приливите врз основа на меѓукомпаниското задолжување, како резултат на повисоките отплати на користените кредити од матичните компании и зголемени побарувања врз основа на кредити одобрени на компаниите-мајки. Ваквите промени во структурата на директните инвестиции покажуваат дека во услови на рецесија, постојните инвеститори ја надополнуваат потребата од дополнителни финансиски средства преку повлекување на дивидендите и заемите од своите компании-ќерки.

Портфолио инвестициите во 2009 година претставуваа дополнителен извор на финансирање на дефицитот во тековната сметка, при што нето-приливите врз оваа основа изнесуваа 104,3 милиони евра. Приливите во целост се должеа на издадената еврообврзница на државата од 175 милиони евра. Доколку се изолира

¹⁷⁹Неновски, Т. (2010) “Македонија и светската економска криза”, Нам пресс, 2010

ефектот од еврообврзницата, салдото на портфолио инвестициите е негативно рефлектирајќи ги поголемите инвестиции на домашните институционални инвеститори во сопственички и должнички хартии од вредност на меѓународните финансиски пазари.

И покрај растечката ликвидност на глобалниот пазар на капитал, капиталните приливи во македонската економија во текот на 2010 година, беа релативно слаби и дојде до намалување на нивното ниво во споредба со претходната година. Нето-приливите на капиталната сметка (без официјалните резерви) изнесуваа 231,6 милиони евра или 3,4% од БДП, со што овозможија целосно финансирање на дефицитот на тековната сметка и дополнителна акумулација на девизни резерви. Најголемиот дел од нето-приливите потекнуваа од странските директни инвестиции и задолжување преку заеми во странство, додека кај валутите и депозитите беа забележани нето-одливи.

- Приливите од СДИ на нето-основа изнесуваа 219,9 милиони евра или 3,2% од БДП, што претставува висок годишен раст од 60,6%. Овој раст најмногу се должеше на новите вложувања на акционерски капитал и зголемувањето на реинвестираната добивка, што претставуваше сигнал дека перцепциите околу ризикот за инвестирање се намалени, односно е зголемен интересот на странските инвеститори за инвестирање во нашата земја.
- Заемите на нето-основа достигнаа 129,4 милиони евра или 1,9% од БДП, што претставуваше зголемување за 2,5 пати во споредба со 2009 година, во најголем дел како резултат на зголемено задолжување на приватниот сектор (77%). Зголеменото задолжување на приватниот сектор се должеше на растот на долгорочните заеми на банките.
- Валутите и депозитите во текот на 2010 година се намалија на годишна основа како резултат на зголемено повлекување на готовина од страна на домашните банки и повлекување на депозити од страна на резидентите.
- Портфолио инвестициите исто така бележеа намалување, како резултат на намаленото инвестирање на домашните пензиски фондови во странски сопственички хартии од вредност. Во исто време, обврските врз основа на должничките хартии од вредност, кај секторот држава се намалија, како резултат на реоткупот на еврообврзницата на меѓународните пазари на капитал.

На почетокот на 2011 година, беше остварено историско високо ниво на нето-приливи во капиталната и финансиска сметка (без официјалните резерви) во износ од 450,1 милион евра или 5,9% од БДП, како резултат на што, реализираните капитални нето-приливи во целост го покрија дефицитот во тековната сметка и овозможија акумулирање на девизни резерви.

Нето-приливите во најголем дел потекнуваа од заемите (244,5 милиони евра или 3,2% од БДП) и СДИ (206,6 милиони евра или 2,7% од БДП), а во помал дел од трговските кредити и портфолио инвестициите. Најголем дел од нето-приливите врз основа на финансиски заеми, се однесуваат на повлечените средства од Кредитната линија за претпазливост од ММФ (221,2 милиони евра). Растот на СДИ во најголема мерка се должеше на вложувањата во сопственички капитал, а потоа на зголемувањето на меѓукомпанискиот долг и реинвестираната добивка, што укажуваше на зголемен интерес на странските инвеститори за инвестирање во

нашата земја. Реализираните капитални нето-приливи во целост го покрија дефицитот на тековната сметка и овозможија дополнително акумулирање на девизни резерви.

Во вториот квартал на 2011 година, нето-приливите изнесуваа 17,5 милиони евра или 0,2% од БДП. Тие не беа доволни за финансирање на дефицитот на тековната сметка, па тоа во голем дел падна на товар на девизните резерви. Во однос на првиот квартал од 2011 година, капиталните приливи остварија пад од 96,1%, како резултат на: 1.) остварување на нето-одливи во рамките на директните инвестиции (наспроти високите приливи во претходниот квартал); 2.) пониски приливи од финансиски заеми, поради висока споредбена основа, но и намаленото задолжување на приватниот сектор во странство на долг рок.

Во текот на третиот квартал од 2011 година, во рамки на капиталната и финансиска сметка се забележани нето-одливи во износ од 97,8 милиони евра или 1,3% од БДП. И покрај остварените приливи на тековната сметка, повисоките капитални одливи придонесоа за пад на девизните резерви во третиот квартал. Нето-одливи имаше кај сите капитални текови, со исклучок на директните инвестиции коишто во овој квартал беа основен извор на капитални приливи. Во најголем дел капиталните нето-одливи се должеа на нето-одливите во износ од 99,3 милиони евра кај категоријата валути и депозити т.е. нето девизните средства и кај банките и кај населението. Имено, кај банките во текот на јули и август 2011 година се забележуваше зголемен раст на девизните средства на нивните сметки во странство, што може да се објасни со потребата од зголемување на девизните средства за исполнување на пропишаните ликвидносни коефициенти. Измените во регулативата (со којшто се пропишува одржување на единствена стапка на ликвидност) придонесоа за намалување на растот на девизните средства на домашните банки во странство и зголемување на приливот на девизни средства во домашната економија. Од друга страна пак, кај населението како резултат на зголемената неизвесност во врска со должничката криза во еврозоната, продолжи трендот на повлекување на девизни средства надвор од банкарскиот сектор.

5.3.3.1.5. Девизни резерви

Зголемената инфлација во првата половина од 2008 година, и влошената состојба на тековната сметка како последица на зголемениот увоз и намалениот извоз, како и психолошките стравувања од промена на вредноста на денарот во однос на еврото во втората половина од годината, условија зголемени интервенции од бруто девизните резерви за задоволување на побарувачката на пазарите.

- Во првата половина од 2008 година, девизниот пазар, беше релативно стабилен, при што нето-продажба на девизи од официјалните резерви беше реализирана само во текот на јануари и април. Во овој период, притисоците на страната на побарувачката за девизи во услови на натамошно влошување на трговскиот дефицит и растот на продажбата на девизи на менувачкиот пазар, во голема мерка беа неутрализирани преку намалување на девизниот потенцијал на банките и релативно високите капитални приливи преку директни инвестиции.

- Во втората половина на годината, светската криза предизвика и психолошки притисоци врз домашните субјекти, кои станаа видливи преку растот на побарувачката за девизи и промената во валутната структура на заштедите од домашна во странска валута. Ваквата состојба на пазарите, надополнета со одливите на девизи за исплата на дивиденда кон странски акционери и намалениот интензитет на странски инвестиции, доведе до обемна нето-продажба на девизи од официјалните резерви во последниот квартал на годината, при што на квартална основа намалувањето изнесуваше 11,5%.

Сумарно, на крајот од 2008 година, девизните резерви се намалија околу 2% во однос на крајот од 2007 година односно беа пониски за 51,6 милиони евра во однос на крајот од 2007 година.

Во текот на 2009 година, позитивните поместувања во капитално финансиската сметка овозможија раст на бруто девизните резерви од 106,2 милиони евра на годишна основа. Со тоа состојбата на бруто девизните резерви на крајот на 2009 година изнесуваше 1.597,5 милиони евра.

Значителен придонес врз растот на девизните резерви имаше приливот на средства од издадената еврообврзница (175 милиони евра) и од распределбата на специјалните права на влечење од ММФ (62,9 милиони евра), коишто го надоместија намалувањето на девизните резерви врз основа на интервенциите на девизниот пазар.

И во текот на 2009 година може да се забележат два потпериоди во текот на годината:

- Во првата половина на годината, глобалната криза влијаеше врз значителното зголемување на негативните очекувања на домашните економски субјекти, особено во почетокот на годината кога кризата ја разниша довербата, што доведе до зголемена побарувачка на девизи на менувачкиот пазар. Овие тенденции, заедно со проширениот негативен јаз во надворешнотрговската размена и ниските капитални приливи, условија значително продлабочување на јазот помеѓу понудата и побарувачката на девизи во првите месеци од годината. Во услови на фиксен девизен курс, овој јаз беше надополнет преку девизните резерви, при што интервенциите на девизниот пазар до мај кумулативно достигнаа 5,1% од БДП.
- Во втората половина од годината, преземените монетарни мерки и подобрите изгледи за глобалната економија, значително ги стабилизираа очекувањата и придонесоа за стеснување на трговскиот дефицит. Ова беше видливо преку растечкиот тренд на приватните трансфери, што заедно со континуираното стеснување на негативниот јаз во трговската размена од вториот квартал и порастот на капиталните приливи (во еден дел како резултат на задолжувањето на државата на меѓународниот пазар на капитал), овозможија континуиран нето-откуп на девизи во овој период.

Во текот на 2010 година, поволните движења во билансот на плаќања, се одразија врз нивото на девизни резерви. Стеснувањето на дефицитот во тековната сметка како резултат на намалувањето на трговскиот дефицит и зголемените приливи врз основа на приватни трансфери, имаа позитивно влијание врз девизниот пазар, што услови девизниот курс на денарот во однос на еврото да се одржува на стабилно ниво. На крајот на 2010 година, бруто девизните резерви изнесуваат 1.714,4

милион евра, што претставува пораст од 116,9 милиони евра во однос со крајот на 2009 година. Најголем дел од збирниот пораст на девизните резерви е остварен од интервенциите на НБРМ на девизниот пазар и од позитивните курсни разлики, а потоа следува придонесот од приходите во пласмани, задолжителна резерва на банките во девизи и од девизните депозити на банките кај НБРМ.

На крајот на 2011 година, девизните резерви достигнаа 2.069 милиони евра (пораст од 355 милиони евра во споредба со крајот на 2010 година), на тој начин обезбедувајќи месечна покриеност на увозот за следната година повисока од четири месеци (4,3).

Мислењата на аналитичарите во услови на светска економска криза и топење на девизните резерви, беа поделени. Имено, некои од нив се залагаа за што побрзо склучување на аранжман со ММФ за да се зачува стабилниот курс на денарот. Меѓутоа, во услови на бавно реализирање на кредитните аранжмани со странство, единствен извор на средства за финансирање на трговскиот дефицит останаа девизните резерви на нашата земја. Прашањето коешто сè почесто го наметнуваа одделни експертски кругови беше во врска со напуштањето на фиксниот девизен курс на денарот и префрлање на флукутирачки курс.

Во услови на криза евентуалниот премин кон флукутирачки девизен курс би предизвикал многу повеќе штета во нашата земја отколку бенефиција како резултат на тоа што поради високите дефицити во надворешната размена и во државниот буџет секоја флексибилност би довела до автоматска девалвација на денарот.

5.3.4. Фискален сектор

5.3.4.1. Буџетски дефицит

Фискалната политика во 2008 година беше во насока на релаксирање, изразена главно преку понатамошно намалување на персоналниот данок од доход и данокот на добивка и зголемување на платите во јавната администрација, како и преку најавите за уште позасилено јавно трошење во текот на 2009 година.

Релаксирањето на фискалната политика имаше за цел да ја поттикне економската активност преку зголемена лична и инвестициска побарувачка, но и преку охрабрување на пренасочувањето на сивата во формална економија.

Во 2008 година беше остварен буџетски дефицит од 1% од БДП наспроти остварениот суфицит во текот на 2007 година.

Повисока реализација на приходите во првата половина од годината од планот беше причина за донесување ребаланс на буџетот во јули 2008 година, со којшто собраните средства се пренасочија за капитални инвестиции, за пензии, за набавка на стоки и услуги и за субвенции.

Во 2008 година, финансирањето на буџетскиот дефицит во најголем дел се изврши преку повлекување на депозитите на државата. Имено, остварувањето на висок буџетски суфицит во првиот и третиот квартал од годината условија значителна акумулација на средства на сметката на државата, додека високиот буџетски дефицит во последниот квартал на годината во најголем дел беше покриен преку повлекување на овие средства.

Во услови на значителен пад на глобалната економска активност, за 2009 година беше карактеристична обемна фискална поддршка на економиите и согласно тоа, значително проширување на буџетските дефицити во глобални рамки. Нашата земја ја следеше оваа патека, но интензитетот на влошување на буџетското салдо беше значително помал во споредба со фискалните позиции на поразвиените економии како што може да се забележи од табелата во продолжение. Во оваа група земји, фискалните пакети за стимулирање на економската активност беа обемни и придонесоа за значително проширување на буџетските дефицити.

Табела бр.14: Буџетски дефицити на одделни земји (% од БДП), 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Германија	-3,3	-1,6	0,2	0,0	-4,2
Франција	-2,9	-2,3	-2,7	-3,4	-7,0
Холандија	-0,3	0,5	0,2	0,7	-3,8
Грција	-5,2	-2,9	-3,7	-7,7	-12,7
Шпанија	1,0	2,0	1,9	-4,1	-12,3
Италија	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,6
Португалија	-6,1	-3,9	-2,6	-2,7	-6,9
Чешка	-3,6	-2,6	-0,7	-2,1	-6,0
Словенија	-1,4	-1,3	0,0	-1,8	-5,9
Словачка	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-5,3
Романија	-1,2	-2,2	-2,5	-5,5	-7,2
Бугарија	3,2	3,5	3,5	3,0	-0,8
Турција	-0,6	0,8	-1,0	-2,2	-5,5
Србија	1,6	1,5	0,5	-1,7	-3,2
Албанија	-3,4	-3,3	-4,8	-7,9	-8,6
Македонија	0,2	-0,5	0,6	-1,0	-2,7

(Извор: EUROSTAT, Централните банки на одделни земји, Министерствата за финансии на одделни земји и ММФ (IMF, World Economic Outlook Data, October 2009), Национална банка на Грција (NBG, Monthly Macroeconomic Outlook, January 2010).

Во 2009 година беше остварен буџетски дефицит од 2,7% од БДП, што во споредба со претходната година претставуваше зголемување на дефицитот за 1,7 процентни поени. Во текот на годината, буџетски дефицит беше остварен во секој квартал, без поголеми осцилации во текот на годината, за разлика од претходните две години коишто се карактеризираа со висока концентрација на буџетската потрошувачка во последниот квартал на годината.

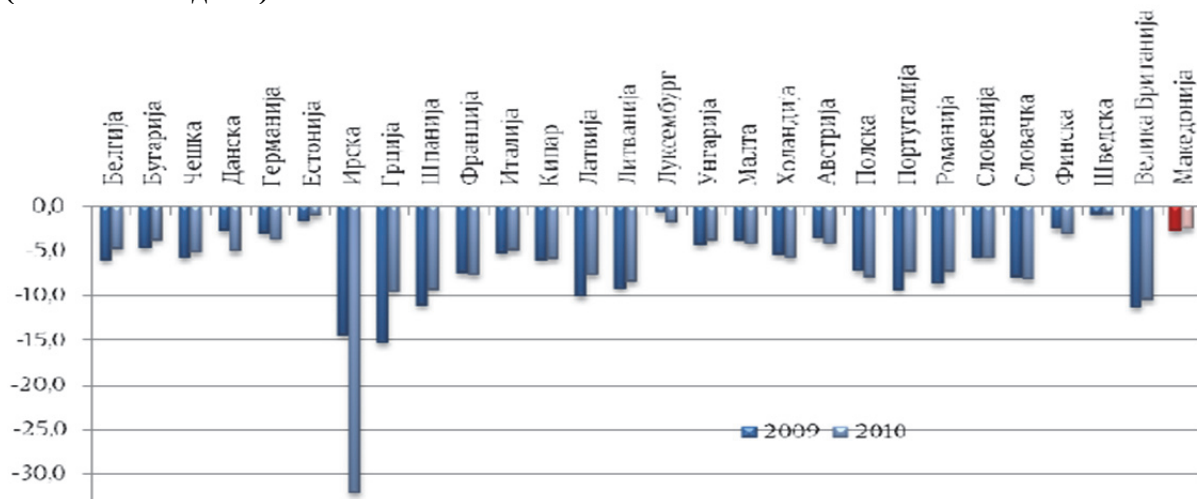
Светската криза, иако со одредено задоцнување, го погоди домашниот реален сектор што се одрази во фискалниот сектор со пад на даночните приходи при што неопходно беше фискално консолидирање преку намалување на обемот на јавните расходи. Притоа, во 2009 година се извршија два ребаланси на Буџетот (јуни и октомври 2009 година).

- Како резултат на остварувањето на даночните приходи во првиот квартал (10% помалку од предвиденото), **со првиот ребаланс на буџетот**, беше извршено намалување на намалувањето на буџетските приходи (за 6,6%), а со сличен интензитет беа коригирани и расходите (намалување пред сè кај трошењата за увоз на стоки и услуги и капиталните расходи). Буџетскиот дефицит беше задржан на нивото од 2,9% од новопроектираниот БДП (реален раст од 1%)
- Врз основа на податоците за БДП за првите две тримесечја коишто укажуваа на пад на економската активност и неостварување на проекциите за раст на БДП, а со тоа и на буџетските приходи, **со вториот ребаланс на Буџетот** на страната на приходите, најголема корекција беше извршена кај даночните приходи, пред сè кај ДДВ и увозните давачки, согласно со падот на домашната потрошувачка и увозот. На расходната страна поголемо намалување се изврши кај капиталните расходи (проекти со остварување помало од 30% и проекти со доминантна увозна компонента, како и намалени средства од ЕБОР за Фондот на патишта). Со вториот ребаланс беше предвидено буџетскиот дефицит да изнесува 2,8% од ревидираниот БДП (пад од 0,6%).

Финансирањето на буџетскиот дефицит во 2009 година во најголем дел беше извршено преку нето-задолжување во странство. Во јули 2009 година, државата се задолжи во странство преку издавање еврообврзница од 175 милиони евра. Покрај тоа, дополнително финансирање, особено во последниот квартал беше обезбедено преку домашното задолжување на примарниот пазар на државни хартии од вредност.

Наспроти сите предизвици на светската економска криза, буџетскиот дефицит на нашата земја во текот на 2009 година се одржа на умерено ниво (2,7% од БДП) и претставува еден од најниските буџетски дефицити во ЕУ како што може да се види и од графиконот.

Графикон бр. 96: Буџетски дефицит на Република Македонија и земјите од ЕУ (2009/2010 година)



(Извор: Eurostat, European Commission Economic Forecast, Autumn 2010)

Во текот на 2010 година, буџетскиот дефицит се намали за 0,2 процентни поени и во споредба со претходната година изнесуваше 2,5% од БДП. Нашата земја е меѓу економиите коишто и во кризниот и во посткризниот период, во однос на буџетскиот дефицит и јавниот долг, имаше релативно поволно фискално остварување споредено со земјите од регионот и од еврозоната.

Во текот на 2010 година, просторот за поголем импулс на економијата од страна на фискалната политика беше ограничен. Имено, како резултат на должничката криза во еврозоната, кон средината на 2010 година, повторно се појавија тензии на пазарите на капитал. Во вакви услови дојде и до раст на цената на надворешното задолжување, па планот за финансирање на буџетскиот дефицит преку издавање на еврообврзница беше променет. Притоа, финансирањето на дефицитот, главно се обезбеди преку домашни извори на средства односно во текот на 2010 година државата ги користеше средствата на сметката кај НБРМ, инструментите на домашниот пазар на државни хартии од вредност, а во третиот квартал и средствата од квотата на нашата земја во ММФ. Во текот на 2011 година, државата изврши зголемување на износот на задолжување на домашниот финансиски пазар споредено со првичниот план, како резултат на високиот интерес на домашните инвеститори за безризични инвестиции.

5.3.4.2. Буџетски приходи

Во 2008 година, вкупните буџетски приходи достигнаа ниво од 136.412 милиони денари, што е за 14% повисоко остварување во однос на претходната година, при што нивното учество во БДП се зголеми и достигна 34,2%. Притоа, 2008 година може да се подели на два периода¹⁸⁰:

1. Првите три квартали од 2008 година - период којшто се карактеризираше со засилена економска активност, повисока стапка на инфлација и заострена административна контрола на буџетските обврзници. Во овој период беше остварен и најголем дел од растот на буџетските приходи (просечен годишен раст од 17,2% наспроти годишен раст од 5,6% во четвртиот квартал)
2. Четвртиот квартал од 2008 година - кога надворешниот шок од финансиската и економска криза се прелеа врз домашната економска активност и врз согледувањата на економските субјекти, заедно со стабилизирањето на инфлацијата услови намалување на ДДВ и царини

Најголем придонес за годишниот раст на вкупните приходи имаа даноците и покрај намалените даночни стапки.

Движењето на буџетските приходи во текот на годината беше условено од:

- Повисоко годишно остварување на приходите од ДДВ коешто во целост се случи во првите три квартали на 2008 година, во услови на засилена домашна побарувачка и високата стапка на инфлација, додека спротивното влијание на овие фактори услови пад на приходите од ДДВ во последниот квартал
- Значително остварување на приходи врз основа на данокот на добивка како резултат на намалената стапка за оданочување на корпоративниот профит и

¹⁸⁰НБРМ, (2009) “Годишен извештај за 2008 година”

заострената даночна контрола на фирмите, во услови на зголемени профитни остварувања во 2007 година

- Раст на приходите од акцизи како резултат на зголемениот увоз на моторни возила, на алкохолни пијалаци и цигари
- Пораст на приходите од придонеси
- Мал раст на приходите од царини како резултат на намалувањето на царинските давачки и падот на увозот во последниот квартал на годината и покрај високиот раст на вредноста на увозот во првите три квартали на годината

Во 2009 година, вкупните буџетски приходи изнесуваа 128.498 милиони денари и во однос на претходната година се пониски за 5,8%. Со тоа, нивното учество во БДП изнесуваше 31,6% (намалување за 2,6 п.п.).

Годишниот пад на приходите во најголем дел се должи на:

1. Пониските даночни приходи (за 7,6% на годишна основа) како резултат на намалената економска активност и антикризните мерки за ублажување на кризата
 - Намалување кај **приходите од данокот на добивка**, како резултат на даночно ослободување што се применуваше од почетокот на 2009 година како дел од првиот пакет антикризни мерки, со цел да се одржи ликвидноста кај претпријатијата во услови на неповолни економски движења.
 - пад на приходите од ДДВ како резултат на намалениот промет во трговијата и на падот на увозот на стоки
 - намалување на приходите од царини како резултат на годишниот пад на вкупниот увоз на стоки (22,1%) и намалување на царинските стапки коишто беа дел од антикризните мерки од првиот пакет
2. Пад на капиталните приходи и странските субвенции. Од друга страна пак, реформата за интегрирана наплата на придонесите во УЈП и засилената контрола на даночните обврзници придонесе за пораст кај приходите од придонеси. Имено, Од 1.1.2009 година се воведо концептот на бруто-плата којшто го опфаќа вклучувањето на надоместоците за храна и превоз, на тој начин овозможувајќи зголемување на даночната основа. Со оваа реформа се зајакнува контролата и наплатата на персоналниот данок, но и на придонесите. Истовремено, со воведувањето на оваа реформа, се изврши намалување на стапките на придонесите, што значи помало зафаќање од даночната основица.

Во текот на 2010 година, во услови на умерен економски раст, вкупните буџетски приходи забележаа умерено зголемување од 2,8% и достигнаа 132.150 милиони денари. Учеството на вкупните приходи во БДП изнесуваше 30,8%, што е најмало буџетско оптоварување на БДП од осамостојувањето на нашата земја. 2010 година можеме да ја поделиме на два периода во однос на остварувањата на даночните приходи:

- Прва половина од 2010 година којашто се карактеризираше со годишен пад на вкупните приходи од 2%. Во првиот квартал од годината, реализацијата на приходите беше пониска од планираната. Како резултат на значајните отстапувања од планот за Буџетот за 2010 година (кај приходите од данок на добивка, акцизи и придонесите од ПИОМ), се јави потреба од надолна корекција од расходната страна со цел задржување на целното ниво на буџетски дефицит од 2,5% од БДП. Во јули 2010 година беше донесен ребаланс на буџетот со којшто вкупните приходи се намалија за 3,3%, а вкупните расходи за 3% во однос на претходно планираните.
- Втора половина од 2010 година, кога вкупните приходи имаа годишен раст од 7,5%. Притоа половина од растот на приходите беше резултат на ефектот од дискреционата мерка поврзана со откупот на дворно земјиште и на растот на даночните приходи и придонесите.

Годишниот раст на приходите во најголем дел (78%) се должи на изворните приходи (тековни приходи – годишен раст од 2,2%, капиталните приходи – годишен пад од 0,7%). Најголем придонес за растот на тековните приходи има зголемувањето на даночните приходи и придонеси, додека неданочните приходи беа на истото ниво од 2009 година. Даночните приходи забележаа годишен раст од 3,1%, главно како резултат на порастот на даноците на стоки и услуги. Движењето на даночните приходи во текот на 2010 година беше условено од движењето на следните категории:

- **ДДВ** се зголеми за 7,2% на годишна основа, како резултат на растот на приходите од увоз на стоки. Имено, половина од растот на овој сегмент се должи на зголемениот увоз на патнички автомобили (50,2% на годишна основа) – ефект од дискреционата мерка за намалување на царинската давачка за увоз на употребувани царински автомобили.
- Веќе втора година по ред кризата имаше негативен ефект врз оданочувањето на доходот. Имено, приходите од **данокот на добивка**, во 2010 година се намалија за 16,8% на годишна основа. Влијанието на кризата услови најниско историско ниво на оданочување на доход од 2,9% од БДП.
- **Приходите од увозни давачки** се намалија (9,9% на годишна основа) и покрај зголемувањето на увозот во 2010 година, како резултат на процесот на постепено намалување на царинските стапки (согласно Договорот со Светската трговска организација и Спогодбата за стабилизација и асоцијација со ЕУ), но и на дополнително укинување на одделни царински стапки од страна на Владата.
- **Вкупните придонеси** во 2010 година се намалија за 0,4% на годишна основа, како резултат на намалувањето на стапките на придонеси и согласно тоа помалото даночно зафаќање од бруто-платата.
- **Неданочните приходи** се зголемија за 1% на годишно ниво, при што најзначајни промени беа остварени кај приходите од имот, како резултат на мерката со којашто се овозможи намалување на надоместокот за откуп на дворно земјиште.

5.3.4.3. Буџетски расходи

Солидните приходни остварувања во текот на 2008 година ја поддржаа зголемената буџетска потрошувачка којашто достигна 140.265 милиони денари, што е за 19,4% повеќе од 2007 година, со што учеството во БДП се зголеми и достигна 35,2%.¹⁸¹

Порастот на буџетските расходи во 2008 година беше резултат на:

- Повисокото тековно трошење на државата коешто во најголем дел произлезе од зголемените трансфери (за 25% на годишна основа), како доминантна расходна категорија, во чии рамки доминираат социјалните трансфери (промена во пресметката на пензиите, одлуката за зголемување на пензиите)
- Зголемени трансфери до локалните власти како резултат на фискалната децентрализација коишто се однесуваат за исплата на плати и покривање на материјални трошоци на општините
- Зголемени трансфери за субвенции за поддршка на земјоделскиот сектор
- Повисоко тековно трошење за стоки и услуги
- Висок годишен раст на капиталните расходи како резултат на зголемените инвестиции во основни средства.

Вкупните буџетски расходи во 2009 година изнесуваа 139.393 милиони денари, што е речиси на нивото од претходната година (пад од 0,6%). Изразено преку БДП, буџетската потрошувачка се намали за 0,9 процентни поени и изнесува 34,3% од БДП. Ваквото движење на вкупните буџетски расходи беше условено од:

1. Зголемени трансфери како резултат на повисоките исплати за социјални трансфери (исплата на пензии, редовна и навремена исплата на надоместоците на невработени лица, спроведување на проектот за самовработување и сл.)
2. Зголемени трошоци наменети за плати и надоместоци, како резултат на повисоката плата (преносен ефект од зголемувањето на платите на вработените во јавната администрација од септември 2008 година) и порастот на вработените во јавната администрација (новите вработувања беа поврзани со процесот на евроинтеграција и Охридскиот договор)
3. Намалување на капиталните трошоци како резултат на намалената економска активност и помалите приходи
4. Намалување на трошоците за стоки и услуги
5. Намалување на каматните плаќања

Во текот на 2010 година, буџетските расходи се зголемија за 2,4% и достигнаа 142.692 милиони денари, при што учеството на расходите во БДП се намали и сведе на 33,3%, што претставува трето најниско учество од осамостојувањето до денес (по 2007 и 2006 година). Најголем дел од растот на вкупните расходи (околу 60%) се должи на зголемените капитални трошоци на државата (за 14,2% на годишна основа) во втората половина на 2010 година.

¹⁸¹НБРМ, (2009) “Годишен извештај за 2008 година”

Во исто време, државата го зголеми тековното трошење (за 1,1%), при што најголем придонес за растот има зголемувањето на трансферите (за 2,7% на годишна основа), како резултат на повисоките социјални трансфери. Помал, но значаен придонес за растот на тековните трошоци во текот на 2010 година имаа и зголемените каматни отплати врз основа на надворешен долг (за 50,3%) заради исплата на каматата на издадената втора еврообврзница.

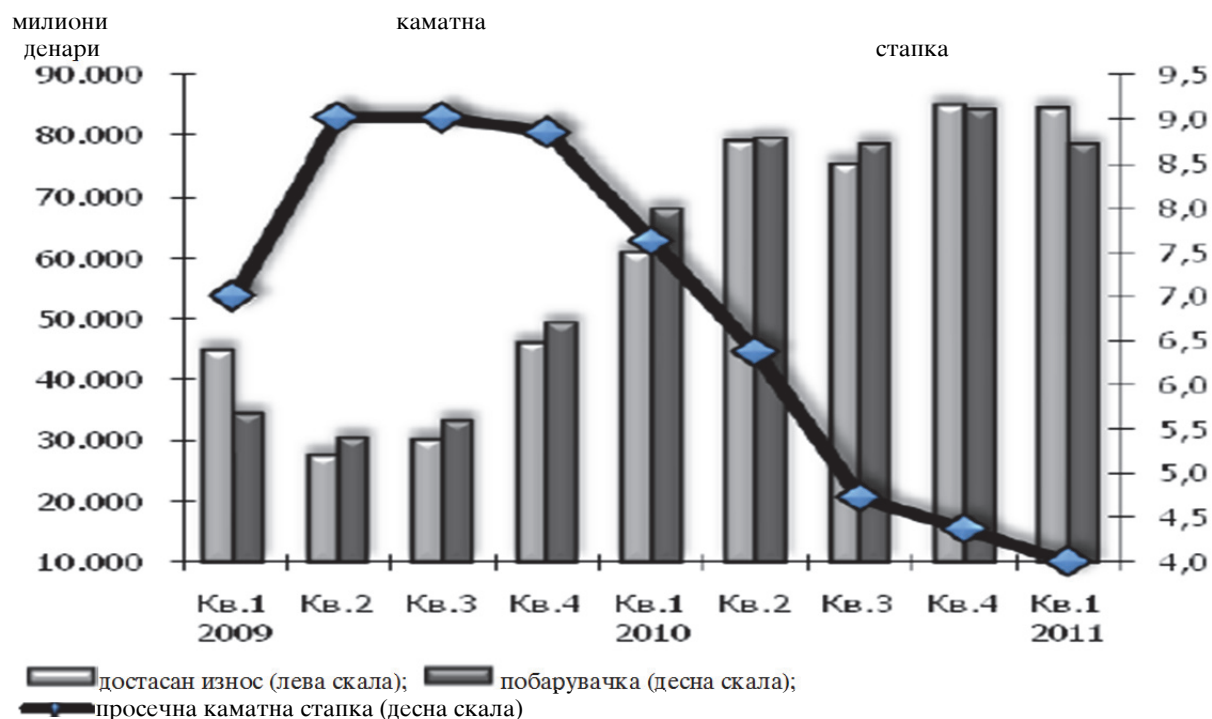
5.3.5. Финансиски пазар

5.3.5.1. Пазар на пари и краткорочни хартии од вредност

5.3.5.1.1. Благајнички записи

Како резултат на неизвесното економско окружување, зголемени инфлациски притисоци, растечки дефицит на тековната сметка, силен кредитен раст, како и очекувања за порелаксирана фискална политика, во текот на 2008 година, каматната стапка налагајнички записи бележеше зголемување (од близу 5% на почетокот на година, до 7% на крајот на 2008 година).

Графикон бр. 97: Аукции налагајнички записи и каматна стапка (2009 кв.1 – 2011 кв.1)



(Извор: НБРМ)

Како што може да се види од графиконот, во текот на 2009 година, во услови на изразени негативни очекувања за девизниот курс, имаше значително помал интерес за пласирање на средства волагајнички записи. Вкупниот износ на

благајнички записи коишто беа издадени во текот на 2009 година изнесуваше 147.027 милиони денари, и претставуваше намалување за 47,3% во споредба со 2008 година. Само за споредба, вкупниот износ на благојнички записи коишто беа издадени во текот на 2008 година изнесуваше 279.012 милиони денари, односно за 50% повеќе во споредба со 2007 година. Во првиот квартал од 2009 година, беше остварен најголем пад на реализираниот износ на благојнички записи. Се работи за период кога банките покажаа зголемен интерес за девизи, што од своја страна создаде притисок на девизниот пазар.

Зголемувањето на каматната стапка на благојничките записи во март 2009 година од 7% на 9%, придонесе за постепено зголемување на побарувачката за овој тип хартија од вредност на банките, пренасочување на денарската ликвидност од девизниот пазар и со тоа намалување на притисоците за депрецијација за вредноста на домашната валута¹⁸².

Намалувањето на каматната стапка на благојничките записи што започна од крајот на ноември 2009 година, (при што каматната стапка беше намалена од 9% на 8,5%) продолжи во текот на 2010 година. Притоа во текот на 2010 година, НБРМ во уште неколку наврати ја намалуваше каматната стапка на благојничките записи, при што таа во декември се сведе на најниско историско ниво од 4,0%. Олабавувањето на монетарната политика беше условено од поволните движења на девизниот пазар, оценките за непостоење на зголемени ризици за стабилноста на девизниот курс и понатамошниот раст на девизните резерви. Очекувањата околу девизниот курс беа стабилни обезбедувајќи растечки приливи преку приватните трансфери и намалена евроизација на банкарскиот систем.

Во текот на 2010 година постоеше висока неизвесност околу одржливоста и интензитетот на глобалното закрепнување. Проблемите на неколкуте земји-членки на ЕУ со државниот долг кон средината на годината го нагласија ризикот од можни повторни потреси на глобалниот финансиски пазар, што креираше дополнителни ризици околу глобалното закрепнување, а со тоа и закрепнувањето на домашната економија и обемот на нови капитални приливи. Од тие причини, намалувањето на основната каматна стапка на НБРМ во текот на годината се вршеше постепено. На тој начин се одржуваше рамнотежа помеѓу позитивните сигнали што доаѓаа од динамиката на клучните макроекономски параметри од една страна и со уште присутните ризици и неизвесност од друга страна.

Иако каматната стапка на благојничките записи бележеше намалување во текот на 2010 година, банките ја зголемуваа побарувачката за благојнички записи како што може да се види и од графиконот бр. 96. Без разлика на тоа што каматните сигнали на НБРМ се пренесоа во намалување на цената на кредитите, а изворите на финансирање продолжија да се зголемуваат, сепак склоностите на банките за инвестирање во безризични инструменти останаа високи. Со тоа банките новите извори не ги искористија целосно за поактивна финансиска поддршка на потрошувачката и инвестициите на приватниот сектор.

Зголемувањето на интересот за инвестирање во благојнички записи од страна на банките во втората половина на 2009 и во текот на 2010 година во одредена мерка може да се објасни и со намалената склоност на банките за преземање ризици во

¹⁸²НБРМ, (2010) “Годишен извештај за 2009 година”

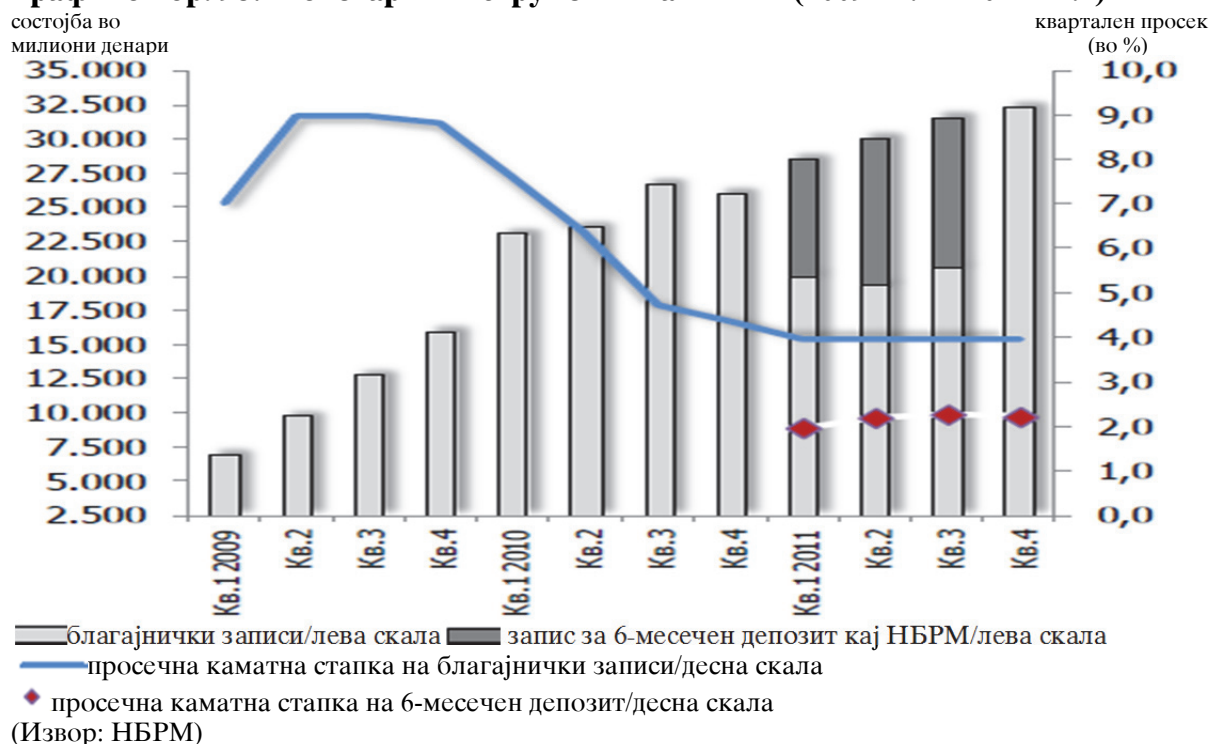
услови на пад на домашната економска активност и с□ уште присутната неизвесност за конечните ефекти од меѓународната економска криза, како и со нискиот принос на девизните средства пласирани во странските банки.

Ова ни покажува дека во услови на посткризен период, експанзивната монетарна политика, иако значаен, не е доволен фактор за стимулирање на кредитната активност и следствено на побарувачката преку тој канал.

Наспроти затегнувањето на монетарната политика од страна на НБРМ, од почетокот на глобалната финансиска криза (во текот на 2008 година и на почетокот на 2009 година), ЕЦБ пристапи кон олабавување на монетарната политика (уште во последниот квартал од 2008) и во текот на 2009 година ја намали основната каматна стапка во неколку наврати како последица на продлабочувањето на глобалната економска криза и соочувањето со недостаток на ликвидност на финансиските пазари. На тој начин дојде до проширување на јазот помеѓу каматните стапки на домашниот пазар на пари и референтните стапки на меѓународните пазари.

Ова дивергентно движење беше запрено на крајот на 2009 година и во текот на 2010 година во услови кога основната каматна стапката на ЕЦБ остана непроменета, а каматните стапки на домашниот пазар на пари забележаа надолен тренд како резултат на намалувањето на каматната стапка на благajничките записи што започна од крајот на ноември 2009 година и продолжи во текот на 2010 година.

Графикон бр. 98: Монетарни инструменти на НБРМ (2009 кв.1 – 2011 кв.4)



Во првата половина на годината, вкупната побарувачка на банките за благajнички записи беше пониска од достасаниот износ, за 7,2% во првиот квартал и за 1,1% во вториот квартал од 2011 година. Однесувањето на банките во првата половина од годината може да се објасни со прилагодувањето на банките на

промените во начинот на управување со ликвидносниот ризик. Имено, во февруари 2011 година, НБРМ воведе депозитен инструмент со рочност од шест месеци, на кој НБРМ исплаќа камата на ниво на шестмесечен ЕУРИБОР зголемена за 0,5 процентни поени. Средствата се депонираат во денари и постои можност за предвременно разорочување на средствата (при што се добива камата за држење на средствата во НБРМ). Средствата вложени во овој краткорочен инструмент им се признаваа на банките, во износите за исполнување на коефициентите за денарска и девизна ликвидност, согласно со Одлуката за управување со ликвидносниот ризик.

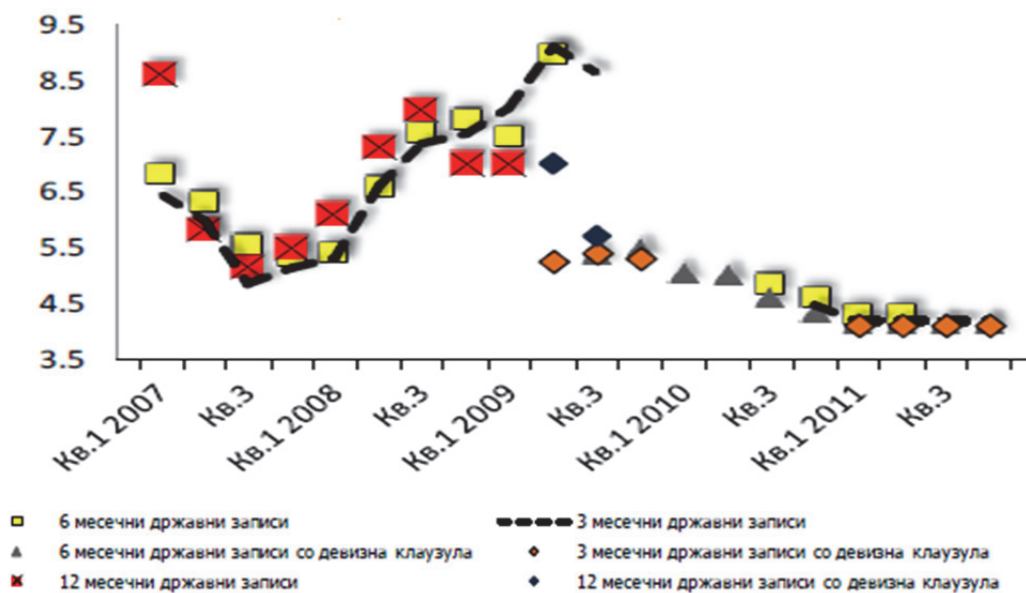
Во втората половина на годината, банките побаруваа повисок износ на благајнички записи од достасаниот, за 2,4% во третиот квартал и за 13,1% во четвртиот квартал од 2011 година. Ваквото однесување на банките може да се објасни со промените во макрупудентната рамка на НБРМ кои придонесоа за пренасочување на инвестициите од запис за шестмесечен депозит на НБРМ во благајнички записи на НБРМ. Имено, со направената промена во однос на управувањето со ликвидносниот ризик на банките, се предвидува интегрирано следење на ликвидноста на банките, независно од валутата, преку одржување на единствена стапка на ликвидност (наместо дотогашното следење на стапките на ликвидност одделно за позициите во денари и во девизи).

Во текот на целата 2011 година, НБРМ ја задржа основната каматна стапка непроменета на нивото од 4%, поставено во декември 2010 година. Големата неизвесност поврзана со развојот на должничката криза во еврозоната и непредвидливоста на последиците на економијата на нашата земја беа карактеристика за цела година, што наметна потреба од голема внимателност на монетарната политика. Проширувањето на каматниот распон помеѓу домашните и европските каматни стапки во втората половина на 2011 година, доаѓа по трендот на неговото стеснување во првата половина од годината (поради затегнувањето на монетарната политика на ЕЦБ во април и јули 2011 година и нејзино олабавување во ноември и декември 2011 година од една страна, а непроменета основна каматна стапка на НБРМ во текот на годината, од друга страна). Ваквите промени укажуваат на потенцијално зголемена привлечност на домашните наспроти странските финансиски инструменти и можни повисоки приливи на девизи чувствителни на камати.

5.3.5.1.2. Државни записи

Зголемувањето на референтната каматна стапка во текот на 2008 година, се одрази и врз каматните стапки на пазарот на државни записи и на меѓубанкарскиот пазар на депозити коишто достигнаа највисоки нивоа споредено со годините пред финансиската криза.

Графикон бр.99: Каматни стапки на државни записи (во просек, во%), 2007 кв.1 – 2011 кв.3



(Извор: НБРМ)

Во текот на 2008 година, вкупниот реализиран износ на државни записи забележа значително намалување, што пред сè е резултат на високиот годишен пад на вкупната понуда (како резултат на одлуката за постепено намалување на понудата на државни записи за монетарни цели коишто почнувајќи од јуни 2008 година престанаа да се користат како инструмент на монетарната политика), но и на намалената побарувачка на државни записи. Во структурата на државните записи коишто беа издавани во текот на 2008 година, доминантно место со учество од 80,2% имаа државните записи со рок на достасување од три месеци.

Поголема емисија на државни записи беше забележана во последниот квартал на годината, поради потребата од дополнително финансирање на зголемениот висок буџетски дефицит во овој период. Ваквиот тренд продолжи и на почетокот од 2009 година, кога Министерството за финансии за првпат започна да издава и едномесечни државни записи.

Зголемената понуда и побарувачка за државните записи во текот на 2009 година доведе до поголема длабочина и ширина на примарниот пазар на државни хартии од вредност. Високата понуда на државни записи (пораст од 127,9% во споредба со 2008 година) беше последица на зголемените потреби за финансирање на Буџетот во 2009 година, што придонесе за пораст на каматните стапки на примарниот пазар на државни записи.

Во текот на март 2009 година беа воведени едномесечни државни записи. Рочноста на едномесечните државни записи беше во согласност со склоностите на инвеститорите за вложувања на што е можно пократок рок во првото полугодие од 2009 година со оглед на изразената макроекономска неизвесност и зголемените притисоци за намалување на вредноста на домашната валута во овој период. Покрај тоа, од јуни 2009 година беа воведени и државни записи со девизна клаузула коишто

покрај заштитата од валутниот ризик, овозможуваа и високи каматни стапки и висок степен на ликвидност.

Спротивно од трендовите во годините пред кризата, кога тримесечните записи доминираа во структурата на вкупно издадените државни записи (51,4% во 2009 година, 80,2% во 2008 година), во второто полугодие од 2009 година имаше зголемување на износот на издадени државни записи со поголема рочност (6 и 12 месечни). Во текот на првите два квартали на 2010 година, се издаваа само шестмесечни државни записи, а во третиот односно четвртиот квартал за првпат во 2010 година беа понудени и шестмесечни записи без девизна клаузула односно тримесечни записи без девизна клаузула.

Во услови кога извесното подобрување на состојбите и прогнозите за глобалната и домашна економија создадоа очекувања за идно намалување на домашните каматни стапки, пласманите во подолгорочни хартии од вредност, придонесуваа за помала изложеност на инвеститорите на ризикот од реинвестирање по пониска каматна стапка.

Во текот на 2011 година, примарниот пазар на државни хартии од вредност се карактеризираше со зголемување на обемот на понуда на државните хартии од вредност. Зголемената емисија на државни хартии од вредност се должеше на Одлуката на Министерството за финансии од декември 2010 година, за зголемување на максималниот износ на задолжување преку државните записи.

Притоа беа понудени три и шест месечни државни записи со и без девизна клаузула. Најголем интерес имаше за државните записи со девизна клаузула со рочност од шест месеци. Каматните стапки во првиот квартал од 2011 година продолжија да се движат по надолна линија, а од вториот квартал до крајот на годината се задржаа на исто ниво. Каматните стапки на државните записи орочени на три месеци во денари, на три месеци со валутна клаузула, на шест месеци во денари и на шест месеци со валутна клаузула изнесуваа околу 4,20%, 4,10%, 4,30% и 4,10% соодветно. Истовремено, 2011 година се карактеризираше со зголемен интерес на инвеститорите за инвестирање во државни хартии од вредност, при што степенот на реализација се задржа на 90% во текот на целата година. Повисоките износи на запишани хартии од вредност соодветствуваат со големата неизвесност, кога инвеститорите преку вложување во безризични хартии од вредност обезбедуваат релативно привлечен принос, а воедно се заштитени од валутен ризик.

5.3.5.2. Девизен пазар

Од аспект на одржувањето на финансиска стабилност можеме да кажеме дека девизниот пазар е еден од најзначајните сегменти на финансиските пазари затоа што најголемите ризици за домашната финансиска стабилност потекнуваат од евентуално неповолните движења на девизниот пазар.

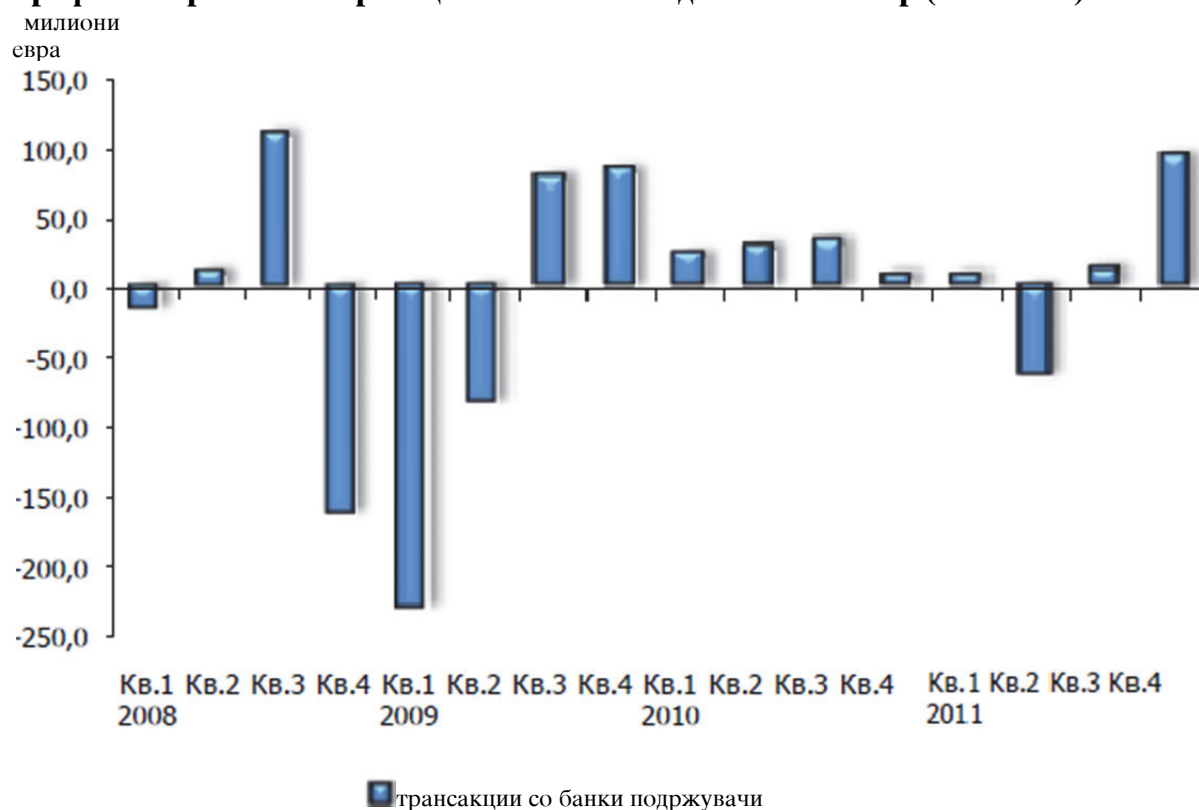
Во текот на 2008 година, индиректните негативни ефекти од светската финансиска криза веќе се чувствуваа на девизниот пазар во Република Македонија. Интензивирањето на инфлацијата во првата половина од 2008 година, зголемувањето на дефицитот во тековната сметка во услови на забавено темпо на странските директни инвестиции и засилениот одлив на портфолио инвестиции, како и зголемената побарувачка на девизи на девизниот пазар, предизвикаа

притисоци за депрецијација на домашната валута. Во вакви услови, ако се земе предвид стратегијата за таргетирање на номиналниот девизен курс на денарот во однос на еврото, со цел да ја зачува стабилноста на домашната валута, НБРМ мораше да интервенира на девизниот пазар со нето-продажба на девизи коишто за цела 2008 година достигнаа износ од 55,9 милиони евра.

Во првите пет месеци од 2009 година, продолжија интервенциите на НБРМ на девизниот пазар во иста насока односно нето-продажба на девизи како резултат на неповолните движења на одделни платнобилансни категории и зголемените психолошки притисоци поврзани со стабилноста на домашната валута коишто се манифестираа со зголемена склоност за претворање на домашна во странска валута.

Во втората половина од 2009 година, дојде до стабилизирање на движењата на девизниот пазар и интервенции на НБРМ во спротивна насока, но сепак не доволно за надминување на износот на нето-продажба на девизи остварен во првите пет месеци од годината. Така на годишна основа НБРМ оствари нето-продажба на девизи во вкупен износ од 149 милиони евра.

Графикон бр.100: Интервенции на НБРМ на девизниот пазар (2008-2011)



(Извор: НБРМ)

Во текот на 2010 година, НБРМ интервенираше со нето-откуп на девизи на девизниот пазар во вкупен износ од околу 95 милиони евра. Имено, во текот на 2010 година, позначителни притисоци врз девизниот курс немаше, а девизните резерви и натаму растеа. Ваквата состојба беше резултат на извозниот раст, побавната динамика на раст на увозот, стабилните очекувања и растот на приватните

трансфери. Појавата на повторни турбуленции на меѓународниот финансиски пазар, предизвикани од ескалацијата на грчката должничка криза и сомнежите околу способноста за постигнување фискална консолидација во уште неколку земји членки на ЕУ немаа позначителни дестабилизирачки ефекти врз девизниот пазар во текот на 2010 година.

Во текот на првиот квартал од 2011 година, се задржаа стабилните движења на девизниот пазар и како што може да се види од графиконот, НБРМ оствари мал откуп на девизи. Во вториот квартал на 2011 година, НБРМ реализира нето-продажба на девизи во износ од 64 милиони евра, главно како резултат на влијанието на еднократни фактори (извршена репатријација на дивиденди од страна на домашни компании)¹⁸³.

Во текот на третиот квартал од 2011 година, НБРМ оствари нето-откуп на девизни средства во вкупен износ од 12,4 милиони евра, што придонесе за раст на девизните резерви на квартална основа и нивно натамошно одржување на соодветно ниво. Економската активност на нашата земја продолжи да закрепнува, но со случувањата на глобален план (од третиот квартал на 2011 година) одржливоста на оваа динамика и интензитетот на економски раст стана понеизвесно. Имено, како резултат на продлабочувањето на должничката криза во евр-зоната, негативните ризици поврзани со глобалниот економски раст се зголемија, како резултат на што и потенцијалната ранливост на домашната економија во втората половина на 2011 година се зголеми.

Во последниот квартал движењата на девизниот пазар беа претежно стабилни, но со променлива динамика во текот на кварталот. Така на пример, во октомври 2011 година НБРМ оствари мал откуп на девизи на девизниот пазар, а во ноември 2011 година, воопшто не оствари интервенции со банките поддржувачи. Во овој период беа зајакнати шпекулациите за ескалацијата на должничката криза и неизвесност во однос на иднината на еврозоната, како резултат на што, во нашата земја тоа се одрази преку привремено зголемување на побарувачка за денари од почетокот на декември 2011 година, што доведе до високи девизни приливи на менувачкиот и девизниот пазар. Во вакви услови, и при остварени приливи врз основа на СДИ, НБРМ во декември оствари висок нето-откуп на девизи на девизниот пазар (94 милиони евра) што придонесе за раст на девизните резерви.

Во следниот период, сè уште постојат ризици поврзани со европската должничка криза, иднината на еврозоната и заедничката валута. Од тука потенцијалната ранливост на домашната економија се зголемува во следниот период, како резултат на што може да се појават дестабилизирачки ефекти и врз девизниот пазар.

5.3.5.3. Пазар на капитал

Трендот на намалување на активностите на Македонската берза којшто беше започнат од последниот квартал на 2007 година, особено доби на интензитет во текот на 2008 година.

¹⁸³НБРМ, (2011) “Квартален извештај, јули 2011”

Имено, Македонската берза во текот на 2008 година се соочи со тренд на надолна корекција на ценовните нивоа, пад на пазарната капитализација, намалување на берзанскиот промет и зголемена воздржаност на потенцијалните инвеститори.

Берзанскиот промет при класично берзанско тргување во текот на 2008 година беше намален за 3,5 пати во однос на 2007 година и изнесуваше 8.129 милиони денари. Главната детерминанта на падот на берзанскиот промет, во 2008 година, беше намаленото тргување со акции односно делумното пренасочување на побарувачката, од акции кон обврзници (карактеристично особено за втората половина на 2008 година и на почетокот од 2009 година), како посигурен и поликвиден финансиски инструмент.

Притоа учеството на прометот со акции во вкупниот берзански промет се намали од 93,4% во декември 2007 година, на 60,9% во декември 2008 година и 49,8% во јануари 2009 година.

Во текот на 2008 година странските инвеститори имаа улога на нето продавачи, спротивно од 2007 година, кога беа нето купувачи на хартии од вредност. Наспроти тоа, резидентните правни и физички лица во 2008 година, остваруваа нето-откуп на хартии од вредност, додека во 2007 година имаа улога на нето продавачи на хартии од вредност. Интересот на домашните субјекти за инвестирање во хартии од вредност, во услови на пролонгирана корекција на цените на пазарот на капитал и намалување на неговата ликвидност, се одрази негативно врз вредноста на финансискиот имот на домашните инвеститори. Ова особено се однесуваше на домашните физички лица кои покажаа зголемен интерес за купување акции, во услови на нивна надолна ценовна корекција. Ова беше резултат на неизградената стратегија за инвестирање, релативно кратките инвестициски хоризонти и недоволен степен на финансиска едукација.

Трендот на корекција на ценовните нивоа којшто започна од последниот квартал на 2007 година, проследен со намалување на вкупниот промет на берзата, предизвика влошување на остварувањата на брокерските куќи, а кај дел од нив беше загрозувана способноста за долгорочно одржување на профитабилноста, а со тоа и за опстанок на пазарот. Во текот на 2008 година, вкупните остварени приходи на овој сегмент од финансискиот систем беа за 33,7% помали во споредба со реализираните приходи во 2007 година, а остварената нето-добивка помала за 75,4% во споредба со 2007 година. Во текот на 2008 година со работа престанаа две брокерски куќи¹⁸⁴.

Континуираната корекција на ценовните нивоа во текот на 2008 година, предизвика значително намалување на пазарната капитализација на котираните компании на Македонската берза. Во текот на 2008 година, пазарната капитализација на акциите коишто котираат на официјалниот пазар се намали за 78.244 милиони денари (или за 68,9%).

Следствено на тоа, соодносот меѓу пазарната капитализација на котираните компании на официјалниот пазар и БДП забележа годишно намалување за 23,2 процентни поени (од 32% за 2007 година на 8,8% за 2008 година).

¹⁸⁴НБРМ, (2009) “Годишен извештај за 2008 година”

Општата аверзија на инвеститорите од регионот за преземање ризик, во услови на глобална криза, намалената ликвидност и стравувања од забавување на домашните економии предизвикаа негативни движења на сите берзи во регионот. Најизразен пад на односот меѓу пазарната капитализација на котираните компании и БДП имаше Загрепската берза каде што овој показател се намали за 80,9 процентни поени. Изразениот степен на корелација на движењата на регионалните берзански индекси упатува на заклучокот дека заздравувањето на македонскиот пазар на капитал ќе кореспондира со заздравувањето на регионалните берзи.

Уште една потврда за присуството на „мечкиниот пазар“ на Македонската берза е силниот пад на вредностите на Македонскиот берзански индекс (МБИ-10) и Индексот на јавно поседувани друштва (МБИД). Наспроти тоа, Индексот на обврзници на Македонската берза (ОМБ), со кратки периоди на стагнација и опаѓање, бележеше нагорен тренд, освен во месеците септември и октомври, кога нагло опадна. На тој начин, обврзниците со коишто се тргуваше на Македонската берза, во услови на крајно неповолни берзански движења, обезбедија одредена заштита на вредноста на финансискиот имот на инвеститорите во овие видови финансиски инструменти.

Берзанскиот индекс МБИ-10, на крајот од 2008 година изнесуваше 2.096,16 поени и на годишна основа се намали за 72,9%. Во текот на 2008 година овој индекс манифестираше значително зголемена променливост којашто беше особено изразена на крајот на март и почетокот на април и во месеците јули, септември, октомври и ноември.

Наспроти движењата на овие берзански индекси, во 2008 година индексот на обврзници на Македонската берза (ОМБ) забележа благо зголемување од 1,9% и се карактеризираше со релативно мала променливост. Сепак, на почетокот на 2009 година, овој индекс забележа надолно движење, што е очекувано ако се имаат предвид нагорните движења на основните каматни стапки во Република Македонија во текот на 2008 и почетокот на 2009 година. Имено, покачувањето на каматните стапки доведува до намалување на приносот до достасување на обврзниците и раст на нивните цени и обратно.

Падот на берзанското тргување продолжи и во 2009 година. Во услови на зголемена неизвесност, потенцијалните инвеститори покажаа поголем интерес за вложување на расположливите средства во помалку ризични инструменти.

Така, вкупниот промет при класично берзанско тргување се намали за речиси 50% во споредба со 2008 година. Тргувањето со акции како главна детерминанта на падот на берзанскиот промет се намали за 58,1% во споредба со претходната година, а прометот со обврзници забележа пад од 10,2%. Ваквите движења укажуваат на одржување на берзанскиот промет со обврзници на нешто постабилно ниво коишто како посигурни и поликвидни финансиски инструменти, продолжија да го зголемуваат своето учество во вкупниот берзански промет за сметка на намалувањето на учеството на прометот со акции. Во овој контекст привлечните стапки на принос на државните записи и депозитите кај банките во 2009 година, коишто на инвеститорите им нудеа можност за заштита од валутниот ризик дополнително ја поттикна распределбата на расположливи средства кон овие инвестициски алтернативи.

Во текот на 2009 година продолжи трендот на намалување на странските инвеститори од Македонската берза, започнат во 2008 година. Сепак 2009 година ја карактеризираше апсолутен пад кај сите типови на инвеститори. Пасивноста на странските инвеститори може да се објасни со релативно малата ликвидност на Македонската берза, што во услови на криза оневозможуваше брзо излегување од пазарот, без големи трошоци.

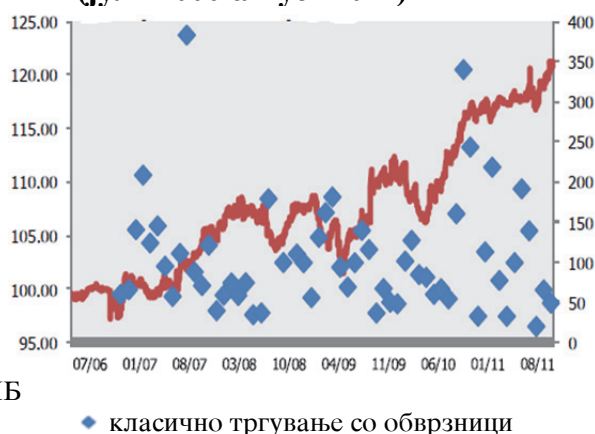
Во текот на 2009 година вкупните остварени приходи на брокерските куќи беа помали за 45,4% во споредба со приходите остварени во 2008 година, а за разлика од претходната 2009 година кога остварија добивка во износ од 59 милиони денари, во 2009 година остварија загуба од работењето во вкупен износ од 23 милиони денари. Во текот на 2009 година престанаа со работа две брокерски куќи, а на почетокот на 2010 година се поведе ликвидациона постапка кај уште три брокерски куќи.

Графикон бр.101:
МБИ 10, МБИД и берзански промет
остварен со класично тргување
(2007-2011)



(Извор: НБРМ, Македонска Берза АД Скопје)

Графикон бр.102:
ОМБ и класично тргување
со обврзници
(јули 2006-август 2011)



Во текот на 2009 година, главна карактеристика на македонскиот пазар на капитал беа променливоста и непредвидливоста на ценовните движења. И покрај тоа трите берзански индекси МБИ-10, МБИД, ОМБ на годишно ниво забележаа раст (31,3%, 37,1% и 2,3% соодветно). МБИ-10 и МБИД во првиот квартал од 2009 година забележаа пад, како последица на изразената макроекономска неизвесност во земјата и сè уште неизвесните прогнози во врска со најавите за постепено здравување на глобалните и регионалните берзи. Во вториот квартал од 2009 година, МБИ-10 и МБИД забележаа раст како резултат на поголемата берзанска активност на домашните инвеститори, пред се привлечени од можноста за остварување на дивидендни приноси. Зголемувањето на вредноста на берзанските износи продолжи и во третиот квартал од 2009 година, под влијание на еуфоријата кај домашната инвестициска јавност за можно наскоро добивање датум за отпочнување на преговорите за прием на РМ во ЕУ и позитивните очекувања за

поволното влијание на ваквите настани врз политичката и економска состојба во државата.

По остварениот годишен максимум во октомври 2009 година, МБИ-10 и МБИД започнаа тренд на постепена надолна корекција во преостанатите месеци од годината и од почетокот на 2010 година. Ова дојде како резултат на спласнувањето на оптимистички очекувања на македонската инвестициска јавност, но и високата респонзивност на движењата на глобалните берзи на негативните информации во врска со должничката криза во Грција, што имаа индиректно влијание (преку регионалните берзи) и врз случувањата на Македонскиот пазар на капитал.

Вкупниот берзански промет продолжи да се намалува и во 2010 година, трета година по ред. Имено и во 2010 година, пазарот на капитал се одликуваше со мал обем на тргување и годишен пад на прометот во речиси сите берзански сегменти. Притоа, намалениот берзански промет првенствено беше резултат на намалениот обем на класично тргување со акции, каде што е забележан годишен пад од 27,8%.

Со намалување на прометот на берзата, дојде и до намалување на МБИ - 10. Во текот на годината, МБИ-10 се карактеризираше со промени во насоката и динамиката на неговото движење, при што во 2010 година забележа годишен пад од 1,3%. Така до средината на февруари, овој индекс главно имаше растечки тренд, кога и го достигна највисокото ниво за 2010 година (4.2.2010 година – 2.978,3 индексни поени). До крајот на годината, МБИ – 10 се движеше во главно надолна насока, при што во текот на месец септември го достигна своето најниско ниво за 2010 година (30.9.2010 година – 2.084 индексни поени). Движењата на МБИ – 10 во текот на 2010 година беа под влијание на негативните остварувања кај домашното индустриско производство, влошувањето на пазарот на труд, во првиот квартал од 2010 година; загриженоста на инвеститорите за економската состојба на Грција и европскиот финансиски систем и сè уште присутната одбивност кон ризик на инвеститорите карактеристични за цела 2010 година.

Во текот на 2010 година, тргувањето на берзата и понатаму произлегуваше од домашните инвеститори, за сметка на странските чишто инвестиции се мали и во насока на излез од домашниот пазар на капитал. Учеството на странските инвеститори беше мало, што доведе до двојно помал промет во однос на претходната година. Слабата активност на странските инвеститори во Македонската берза покажува дека нивната подготвеност и капацитет за нови инвестиции и понатаму е мала.

Во текот на 2010 година, остварениот промет со обврзници е намален за 4% во споредба со претходната година. Притоа најмногу се тргуваше со обврзниците за денационализација од деветтата емисија. Нагорен тренд на индексот на обврзници беше забележан во втората половина на годината, што соодветствуваше со зголемувањето на прометот со обврзниците. Притоа во текот на декември овој индекс ја достигна својата максимална вредност од 116,5 индексни поени. На годишна основа индексот на обврзници забележа пораст од 5,5% во однос на крајот од претходната година. Ова само уште еднаш покажа дека во услови на зголемена неизвесност, потенцијалните инвеститори покажуваат поголем интерес за вложување на расположливите средства во поликвидни и помалку ризични финансиски инструменти.

Во текот на првиот квартал од 2011 година, пазарот на капитал се карактеризираше со зголемена активност, при што е остварен пораст на вкупниот берзански промет и раст на берзанските индекси. Прометот на берзата во првиот квартал произлегуваше од вложувањето на домашните инвеститори, во услови кога нерезидентите реализираа значително помала нето-продажба во споредба со претходните два квартали.

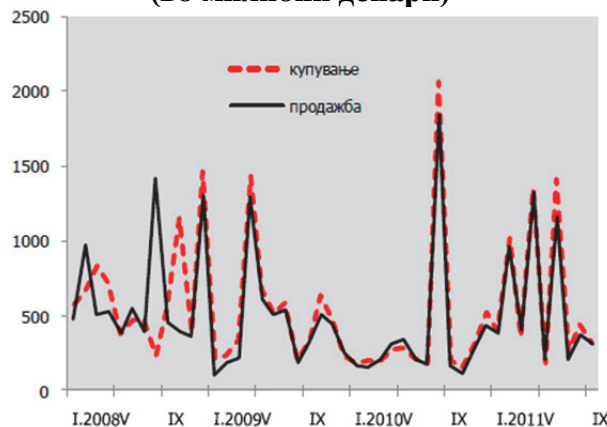
Трендот на зголемување на берзанскиот промет и растот на берзанските индекси беше прекинат во третиот квартал од 2011 година, кога беше остварено значително квартално намалување на вкупниот берзански промет, што доведе до надолно поместување на берзанските индекси. Имено, македонскиот берзански индекс бележи надолен тренд во текот на втората половина од годината, што беше карактеристично и за регионалните берзански индекси. Имено, повторното актуелизирање на прашањето за решавање на должничката криза кај земјите од еврозоната, нестабилноста на финансиските пазари во еврозоната и очекувањата за забавување на глобалната и домашната економска активност го диктираа правецот на движење на македонските берзански индекси.

Во почетокот на јуни 2011 година, Комисијата за хартии од вредност издаде согласност за воведување на поддржувачи на пазарот на капитал, со цел да придонесе за зголемување на обемот на тргувањето, длабочината на пазарот на капитал и ликвидноста на хартиите од вредност. Поддржувач на пазарот на капитал може да биде секоја брокерска кука и овластена банка којашто има овластување за тргување во свое име и за своја сметка и има склучено договор со берзата за поддржување на пазарот на капитал.

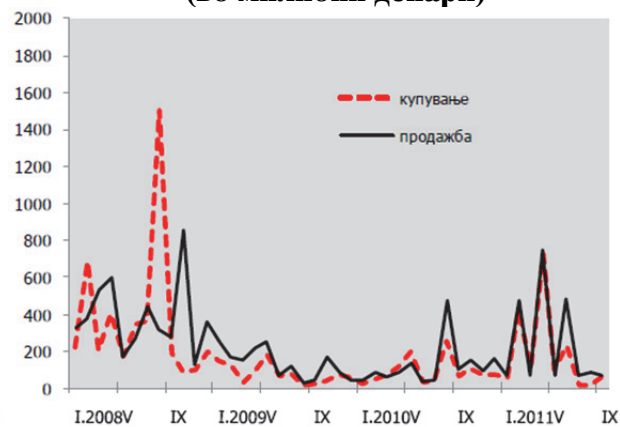
Во септември 2011 година, Министерството за финансии издаде петгодишни државни обврзници што претставуваат нови инструменти на примарниот пазар на капитал со потенцијал во иднина да го зголемат секундарното тргување со хартии од вредност.

Динамиката на пазарот на капитал во следниот период, ќе зависи од случајувањата во еврозоната, што сè уште претставува фактор на неизвесност, кој може да делува врз зголемена аверзија кон ризик кај домашните и странски инвеститори. Дополнителна причина која може да придонесе за намалување на склоностите за инвестирање на пазарот на капитал во нашата земја се и очекувањата за постепено забавување на растот на домашната економија и на економиите од регионот, како резултат на забавената странска побарувачка.

Графикон бр.103:
Трансакции на резидентите
(2008-2011)
(во милиони денари)



Графикон бр.104:
Трансакции на нерезидентите
(2008-2011)
(во милиони денари)



(Извор: Македонска Берза на Хартии од Вредност АД Скопје, НБРМ)

Главниот поттик на пазарот на капитал треба да дојде од инвестициите на странските инвеститори коишто и понатаму се воздржани, при оцени за бавно закрепнување на глобалната економија. Потребен е подолг период на постојан и одржлив раст на економијата и позитивни остварувања на компаниите за да може да дојде до повторен раст на присуството на странските инвеститори на домашниот пазар на капитал.

5.3.6. Банкарски сектор

5.3.6.1. Активностите на банките и финансиската криза

Банкарскиот систем не беше директно погоден од глобалната економска криза, но индиректните ефекти од глобалните шокови се прелеаја преку домашниот реален сектор. Стабилноста на македонскиот банкарски систем се должеше пред сѐ на неговата затвореност кон меѓународните финансиски пазари, непостоењето на изложеност кон т.н. „токсични продукти“, неговата релативно силна капитална и ликвидносна позиција, претпазливоста при преземањето ризици и на мерките преземени од страна на НБРМ.

И покрај зголемените надворешни и домашни фактори на ризик, банките за време на глобалната финансиска криза, останаа стабилни и сигурни. За тоа придонесуваат неколку фактори: одржувањето на традиционално висока ликвидност и солвентност од страна на банките; структурата на активата и пасивата на банките односно ориентираноста на банките кон класичните банкарски активности, нивната незначителна изложеност кон нерезидентите и релативно ниската зависност од надворешно финансирање.

Една од предностите на банкарскиот систем на РМ којашто придонесе тој да не се соочи со недостатоци на ликвидност во услови кога и најголемите интернационални банки потклекнаа пред ликвидносните проблеми беше

ориентираноста на домашниот банкарски систем кон користење домашни извори на средства (пред сè во вид на депозити).

5.3.6.1.1. Депозитни активности

Како резултат на процикличниот карактер на депозитите во услови на криза и негативни очекувања, во текот на 2008 и 2009 година, дојде до забавување на порастот на депозитите, при што тие достигнаа годишни стапки на раст од 12,8% и 3,8% соодветно.

Графикон бр. 105: Ниво и годишни стапки на раст на вкупните депозити на нефинансиските субјекти (2003-2010)



(Извор: НБРМ)

Исто така, под влијание на психолошкиот притисок, како одраз на зголемената неизвесност од кризата на меѓународните финансиски пазари и влошениот домашен макроекономски амбиент, во текот на 2008 и 2009 година, беа променети и валутните склоности на депонентите на банките што беше изразено преку побрзиот пораст и поголемиот придонес на девизните депозити во вкупниот годишен пораст на депозитите, како и зголеменото учество на девизните депозити во структурата на вкупното депозитно јадро на банките.

Прекилот на валутната трансформација на депозитите којашто започна во последниот квартал на 2009 година, продолжи и во текот на 2010 година како резултат на стабилизирањето на движењата на девизниот пазар и постојните разлики меѓу приносите на денарските и девизните депозити.

Во услови на општо намалени склоности кон штедење, банките во текот на 2008 и 2009 година, применуваа стимулативни каматни политики што го поттикнуваа штедењето на долг рок, па така од 2008 година беше забрзан растот на долгорочните депозити на банкарскиот систем, наспроти забавениот раст на депозитите по видување и краткорочно орочените депозити.

Во текот на 2010 година, депозитното јадро на банките имаше забрзан раст, а депонентите беа ориентираны кон штедење во домашна валута. Остварената стапка на раст од 13,5% е повисока за 3,6 пати во однос на претходната 2009 година, но и покрај ваквото забрзување, годишната стапка на раст на депозитите на банките беше сè уште под нивоата пред 2008 година. Порастот на депозитите на

нефинансиските субјекти во 2010 година се должи на заживувањето на домашната економска активност, поволните движења во надворешниот сектор, стабилизирање на движењата на девизниот пазар како и постепеното исцрпување на влијанието на психолошките притисоци поврзани со ефектите од глобалната финансиска криза.

Вкупниот депозитен потенцијал на банките во првиот и вториот квартал од 2011 година продолжи да расте, но со забавено темпо. (прв квартал 2011 година-1,4%, втор квартал 2011 година-1,8%).

Во првата половина на годината депозитите на домаќинствата бележеа забавен раст. Имено, во услови на зголемување на стапката на инфлација и забавување на стапката на годишен раст на номиналните плати во овој период, забавувањето се должеше на поголемото зафаќање на расположливиот доход на домаќинствата за потрошувачка, на сметка на штедењето во банките. Ова се потврдува и со структурата на остварениот раст на БДП во првата половина на годината којшто покажува реален раст на личната потрошувачка на годишна основа.

Од друга страна, депозитите на претпријатијата во текот на првиот квартал на 2011 година забележаа засилување на кварталниот раст, како резултат на зголемената кредитна активност на банките кон претпријатијата. Имено, акумулирањето на средства на сметките на претпријатијата соодветствува со зајакнувањето на економската активност, што имаше позитивни ефекти врз готовинските текови на претпријатијата. Вкупните депозити на претпријатијата во вториот квартал на 2011 година беа под влијание на исплатата на дивиденда од страна на една компанија, што предизвика голем еднократен одлив од краткорочните депозити на претпријатијата.

Во третиот квартал на 2011 година, вкупниот депозитен потенцијал се зголеми за 3,4% на квартална основа. Притоа, трендот на забавување на стапката на раст на депозитите на домаќинствата, карактеристичен за првата половина на годината беше прекинат (со остварена стапка на раст од 2,6%), а вкупните депозити на претпријатијата забележаа зголемување од 8,3% на квартална основа како резултат на пониската споредбена основа од претходниот квартал. Ваквата динамика соодветствува со поволните тенденции кај приватните трансфери, реалниот раст на нето-платите на квартална основа и стабилизирањето на стапката на инфлација, како фактори што придонесуваат за зголемување на расположливиот доход на домаќинствата и на реалниот принос на штедните влогови. Секако, дел од зголемената склоност за штедење на домаќинствата беше поттикнат од обновувањето на тензиите поврзани со европската должничка криза, што ја зголеми неизвесноста и повлече претпазливо планирање на доходот и одложување на дел од потрошувачката. Ова се потврдува со падот на личната потрошувачка во третиот квартал од 2011 година.

Натамошните депозитни склоности на домаќинствата и претпријатијата ќе зависат од темпото на закрепнување на домашната економија, како и надворешнотрговските партнери (посебно земјите од ЕУ), движењата во надворешниот сектор и сл.

5.3.6.1.2. Кредитни активности

Во текот на 2008 и 2009 година кредитната активност на банките растеше со забавено темпо како резултат на забавениот раст на депозитната активност на банките како главен извор за нивно финансирање од една страна и затегнувањето на кредитната политика на банките (која пред сè беше резултат на претпазливоста на банките од натамошно влошување на квалитетот на кредитното портфолио) од друга страна. Притоа во 2009 година кредитите на нефинансиските субјекти остварија годишна стапка на пораст од само 3,5%. Во 2008 година оваа стапка изнесуваше 34,4%.

Забавената динамика на порастот на кредитите и нивното намалено учество во активата на банкарскиот сектор во 2009 година, треба да се гледа и од аспект на зголеменото значење на пласманите кај други банки и други финансиски институции и зголеменото учество на паричните средства и средства на сметки кај НБРМ. Имено, порастот на паричните средства е делумно како резултат на промените во законската регулатива за пресметување и исполнување на задолжителната резерва на банките (зголемување на стапката на задолжителна резерва и воведување на обврска за вклучување на дел од задолжителната резерва во странска валута во пресметката и исполнувањето на обврската за задолжителна резерва во денари).

Највисок годишен пораст во текот на 2008 и 2009 година остварија кредитите со валутна компонента што укажува на претпазливоста на банките да се заштитат од валутен ризик имајќи предвид дека во услови на криза вообичаено се засилуваат склоностите за странски валути.

Графикон бр. 106: Состојба и годишна релативна промена на кредитите на нефинансиските субјекти (2005-2010)



(Извор: НБРМ)

Во текот на 2010 година, кредитната активност на банките покажа почетни знаци на заживување по периодот на забавен раст карактеристичен за 2009 година. Растот на кредитната активност на банките во текот на 2010 година беше над двапати повисок, во однос на растот остварен во 2009 година. Овој пораст беше овозможен од порастот на депозитите на нефинансиските субјекти. Стапката на раст на депозитите забележа значително забрзување и на крајот на 2010 година кога беше речиси трипати повисока во однос на крајот на 2009 година. Вкупните кредити одобрени на нефинансиските субјекти на крајот на 2010 година се зголемија за 7,4%. Забрзувањето на кредитната активност се одвиваше постепено, што претставуваше промена во однос на преткризниот период кога главната цел на банките беше зголемувањето на обемот на кредитното портфолио и обезбедување на поголемо пазарно учество. Кредитната активност во текот на 2010 година беше стимулирана како резултат на постабилниот глобален и домашен макроекономски амбиент, постојаниот раст на депозитите во банките во текот на 2010 година, како и подобрите очекувања на банкарскиот и приватниот сектор. Во исто време постепеното намалување на каматната стапка на благајничките записи во текот на 2010 година придонесоа за заживување на кредитната активност на домашните банки.

Првиот и вториот квартал на 2011 година се карактеризираа со зајакната кредитна активност на банките во нашата земја. И покрај доминантниот раст на корпоративното кредитирање, во овој период беше забележано заживување на растот и кај кредитите на домаќинствата. Поголемата подготвеност на банките за кредитирање се должеше на заздравувањето на домашната побарувачка и оптимистичките изгледи за идната економска активност. Во услови на релативно поволни движења во надворешниот сектор, натамошно закрепнување на домашната економија и јакнење на финансискиот капацитет на банките, во првата половина на 2011 година беше карактеристичен трендот на олеснување на условите за финансирање од страна на банките.

Во текот на третиот квартал од 2011 година, иако и секторот население и корпоративниот сектор бележеа забавување на кредитниот раст, ова забавување беше поизразено кај корпоративниот сектор. Ваквите движења кај корпоративниот сектор беа резултат на забавувањето на економската активност, со оглед на тоа што вообичаено претпријатијата се почувствителни на движењата на деловниот циклус и реагираат побрзо во споредба со населението имајќи го во предвид директниот ефект врз нивниот профит и извори на финансирање. Во услови кога депозитниот потенцијал на банките постојано растеше, а адекватноста на капиталот се одржуваше на многу повисоко ниво од пропишаниот максимум, забавениот кредитен раст се должеше на согледувањата на банките за зголемениот ризик за домашната економска активност поврзано со економските проблеми во еврозоната. Главната цел на банките во овој период беше сигурноста во пласирањето на средствата. Имено, тие ја задоволуваа само висококвалитетната кредитна побарувачка и ги насочуваа слободните средства кон ликвидни и безризични вложувања (благајнички и државни записи).

Постојаниот раст на депозитниот потенцијал, како и стабилноста и сигурноста на банкарскиот систем укажуваат на тоа дека постои простор за посилна кредитна активност на банките во наредниот период. Имено, односот на кредитите

и депозитите во ноември 2011 година, изнесува 90%, што укажува на солиден потенцијал на банките за зголемена кредитна активност. Сепак, согледувањата на банките за степенот на ризик, економската состојба на земјата и финансиската состојба на приватниот сектор ќе бидат основните фактори од коишто ќе зависи динамиката на кредитниот раст во наредниот период. Во следниот период актуелизирањето на прашањето околу проблемите со европската должничка криза и евентуалните ефекти врз домашната економија можат да влијаат на однесувањето на банките во поглед на воздржаност од дополнителна кредитна активност кон приватниот сектор.

5.3.6.2. Профитабилност

Како директна последица на намалувањето на обемот на активностите и влошувањето на квалитетот на кредитното портфолио, профитабилноста на банкарскиот сектор забележа видно намалување. Неповолните економски движења на глобално ниво и во рамки на домашната економија, кај банкарскиот сектор беа особено изразени преку влошување на показателите на профитабилноста, а со тоа и прекинување на неколкугодишниот тренд на непрекинато подобрување на профитабилноста и ефикасноста на банките.

Имено, добивката на банкарскиот систем остварена во 2009 година беше пониска за 51% во однос на 2008 година. Во 2008 година, вкупната добивка на банкарскиот систем на Република Македонија изнесуваше 3.410 милиони денари, што претставува намалување за 240 милиони денари, односно за 6,6% во споредба со 2007 година.

Показателите за профитабилноста, повратот на активата и на капиталот беа преполовени како резултат на кризата. Уште еден показател за влошената профитабилност беше порастот на бројот на банките коишто остварија загуба, од четири во 2007 година, шест во 2008 година, па дури седум во 2009 година. Иако бројот на банките коишто оствариле загуба во 2009 година е зголемен само за една банка, вкупниот износ на остварени загуби е повисок за 78,9% (остварената загуба достигна висина од 963 милиони денари). Наспроти тоа вкупниот износ на остварени добивки беше понизок за 1/3 од оној остварен во 2008 година.

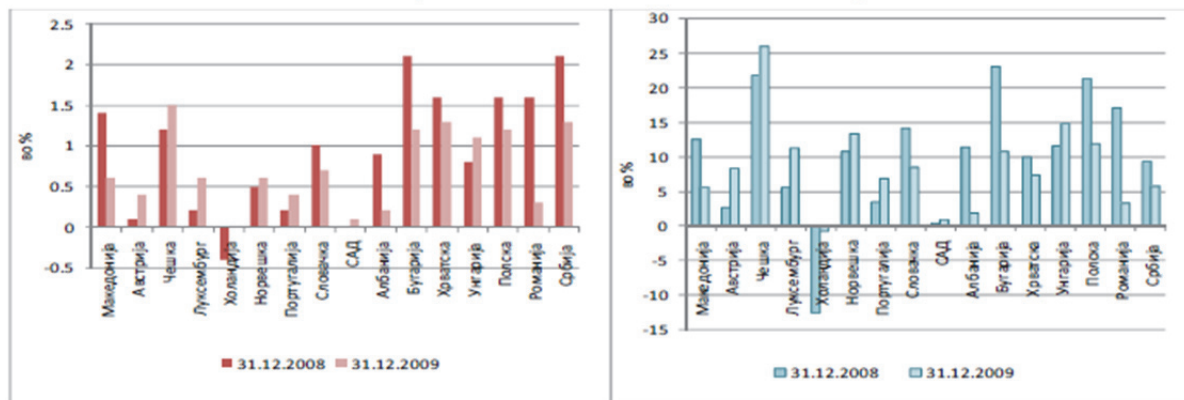
Основните причини за влошената профитабилност на банките беа следните:

- влошениот квалитет на кредитното портфолио на банките
- намалувањето на растот на активностите на банките, особено на кредитната активност што се одрази во вид на намалување на вкупните редовни приходи
- стимулативната каматна политика на банките во трката за задржување и зајакнување на депозитното јадро
- растот на оперативните трошоци, вклучително и трошоците за плати

За разлика од банкарските системи на поразвиените земји коишто главниот удар врз профитабилноста го почувствуваа во 2008 година, банкарскиот систем на РМ почна да ги чувствува последиците од кризата една година подоцна односно во 2009 година.

Споредбата на трендот на показателите за поврат на активата и капиталот по пооделни земји ги покажува задоцнетите ефекти од кризата во земјите во развој во однос на банкарските системи на поразвиените земји.

Графикон бр.107: Движење на стапките на поврат на активата (лево) и поврат на капиталот (десно) на банкарските системи на пооделни земји (2008 и 2009 година)



(Извор: ММФ, Глобал финансиски стабилитетс репорт: Меединг неџ цхалленгес то стабилитетс анд буилдинг а сафер ссстем, Април 2010)

Во текот на 2010 година, македонскиот банкарски систем оствари поголема добивка за 631 милиони денари, односно за 37,7% во споредба со 2009 година. Во исто време, бројот на банките коишто остварија загуба се намали двојно, од седум банки на крајот на 2009, на четири банки на крајот на 2010 година. Сепак, за подобрената профитабилност на банките во 2010 година доминантно влијание имаше намалената исправка на вредноста на средствата. Имено, зголемувањето на профитабилноста на банкарскиот систем не беше карактеристично за целата 2010 година, туку тоа беше резултат на настани коишто се случија во последниот квартал од годината. Во првите три квартали од годината, банкарскиот систем оствари пониски износи на добивка во однос на истите периоди од 2009 година. Во последниот квартал од 2010 година, како резултат на извршените преземања врз основа на ненаплатени побарувања (пред сè кај две банки) профитабилноста на целиот банкарски систем значително се подобри¹⁸⁵. Значителното годишно намалување на исправката на вредноста во целост го определи и повисокото ниво на профитабилност во 2010 година¹⁸⁶. Останатите компоненти на профитабилноста (редовните приходи, вонредните приходи, нето каматниот приход) бележеа годишно намалување.

Зголемената добивка на банкарскиот систем во 2010 година, позитивно влијаеше врз основните показатели за профитабилноста на банките. Во споредба со 2009 година, стапката на поврат на активата се зголеми за 0,2 процентни поени,

¹⁸⁵ Овие преземања придонесоа за ослободување на значителни износи на исправка на вредноста. Во исправката на вредноста се опфатени: исправка на вредноста на финансиските средства на нето-основа, загубите поради оштетување на нефинансиските средства и неизвршената (дополнително утврдена) исправка на вредност и посебната резерва

¹⁸⁶ НБРМ, (2011) “Квартален извештај, април 2011”

додека порастот на стапката на поврат на капиталот изнесуваше 1,7 процентни поени.

Во првата половина од 2011 година продолжи трендот на намалување на приходите од работењето (нето каматниот приход и другите редовни приходи) којшто беше започнат од крајот на 2010 година. Измените во регулативата за начинот на утврдување на минимална ликвидност беа направени за да влијаат позитивно врз профитабилноста на банките, со оглед на тоа што овозможуваат дополнителни расположливи средства на банките за пласирање во пласмани со повисок принос, особено кај приватниот сектор.

Намалувањето на износот на добивката остварена во првите шест месеци од 2011 година, паралелно со растот на активата на банките, придонесоа за намалување на стапката на поврат на активата, при што на крајот на првите шест месеци од 2011 година овој показател беше преполовен во однос на истиот период од претходната година и изнесуваше 0,2%. Во исто време се забележуваше и намалување на стапката на поврат на капиталот којшто на крајот на јуни 2011 година изнесуваше 2,1%. Во третиот квартал на 2011 година, продолжи намалувањето на профитабилноста на банкарскиот систем. Добивката е за 72,9% помала од добивката остварена во првите три квартали на 2010 година. Ваквите движења на профитабилноста доведоа до понатамошно намалување на основните показатели за профитабилноста. Намалувањето на профитабилноста во првите три квартали на 2011 година беше резултат на: 1.) порастот на исправката на вредноста (пред сè кај две банки од групата средни банки) 2.) натамошниот раст на оперативните трошоци присутен во последните неколку години 3.) продолженото намалување на приходите од работењето (пред сè нето каматниот приход и другите редовни приходи). Намалените приходи и намалената добивка од работењето условија значително намалување на основните показатели на профитабилноста и на оперативната ефикасност на банките односно оперативната способност на банките за создавање на приходи коишто ги покриваат расходите од работењето. На крајот на третиот квартал од 2011 година стапката на поврат на активата изнесуваше 0,1%. Во исто време се забележуваше и намалување на стапката на поврат на капиталот којшто на крајот на третиот квартал 2011 година изнесуваше 1%. Бројот на банки коишто во третиот квартал од 2011 година прикажаа загуба беше осум.

5.3.6.3. Банкарски ризици

5.3.6.3.1. Кредитен ризик

Финансиската криза во банкарските системи на развиените земји, практично го покажа значењето на кредитниот ризик во палетата на ризици со коишто се соочуваат банките издвојувајќи го како потенцијален причинител за нарушувањата во сите останати сегменти од нивното работење.

Ориентираноста на македонските банки кон вршење на т.н. „традиционални“ банкарски активности и непостоењето на директна инволвираност на домашните банки на меѓународните финансиски пазари, овозможи кризата на финансиските системи во развиените земји да не создаде негативни последици за домашните банки преку загуби поради оштетување на средствата пласирани во странски банки.

Меѓутоа, трансформацијата на финансиската криза во криза на реалниот сектор водеше кон заострување на условите за работа на домашните кредитокорисници, со што се зголемуваа ризиците за банките во поглед на идентификацијата и управувањето со кредитниот ризик.

Процикличната природа на банкарското работење и склоноста на банките во периоди на експанзивна кредитна политика, да ги релаксираат стандардите за кредитирање, вообичаено води кон зголемување на степенот на ризичност на кредитното портфолио, во услови на забавен кредитен раст и на вкупната економска активност.

Во текот на 2009 година како последица на глобалните финансиски нарушувања и неповолните домашни економски движења, се забележаа одредени промени во деловното однесување на банките, во насока на затегнување на кредитната активност, заострување на условите за финансирање на приватниот сектор и насоченост кон вложувања во нискоризични хартии од вредност. Овие промени придонесоа да се засили забавувањето на растот на изложеноста на кредитен ризик. Тоа всушност ја одразуваа главната цел на банките да се воздржат од кредитна активност и преземање на дополнителни ризици при отежната ликвидност на реалниот сектор во 2009 година¹⁸⁷.

Од друга страна, во 2009 година се засили склоноста на банките за инвестирање во државни хартии од вредност и за пласирање средства во странски банки. Ова поместување на фокусот на активностите на банките од кредитирањето на приватниот сектор кон обезбедување ликвидна актива со понизок или незначителен кредитен ризик, претставуваше одраз на процесот на повторно преоценување на ризиците, предизвикан од ефектите од глобалните економски нарушувања.

Во услови на неповолни макроекономски движења и забавување на кредитниот раст и намалена ликвидност меѓу економските субјекти во 2008 и 2009 година, изложеноста на кредитен ризик бележеше зголемување на степенот на ризичност и кај претпријатијата и кај населението.

Во 2009 година се засили растот на нефункционалните кредити коишто воедно беа најбрзо растечка компонентата на изложеноста на кредитен ризик. Притоа, тие забележаа стапка на раст од 39,1%, речиси двојно повеќе во споредба со стапката на раст во 2008 година од 20,1%. Растот на нефункционалните кредити беше нешто подинамичен кај изложеноста кон населението, што во одреден степен го одразуваа процесот на т.н. „зреење на портфолиото“ коешто беше формирано при полабави услови за кредитирање карактеристични за периодите на кредитна експанзија. Но, растот на нефункционалните кредити беше присутен и кај изложеноста кон претпријатијата. Имено, како последица од финансиската и економската криза во развиените земји, претпријатијата почнаа да се соочуваат со пад на извозната побарувачка и отежната наплата на побарувањата. Во услови на забавување на динамиката на кредитната активност и очекувањата за забавување на економската активност во земјата, условите за работа на претпријатијата почнаа да се менуваат во негативна насока, што од своја страна, се одрази врз показателите за ризичноста на кредитната изложеност кон овој сектор.

¹⁸⁷НБРМ, (2010) “Извештај за банкарскиот систем и банкарската супервизија на Република Македонија во 2009 година”

Исклучително значаен фактор за ризичноста на кредитното портфолио претставуваше индиректниот кредитен ризик. За разлика од „директниот“ кредитен ризик којшто се должи на директното нарушување на кредитната и платежната способност на клиентот, индиректниот кредитен ризик произлегуваше од склоноста банките да не се изложуваат директно на ризици поврзани со промени на пазарните варијабли (валутен ризик и ризик од промена на каматните стапки) и воспоставената практика да се штитат и истовремено да ги префрлаат овие ризици врз клиентите – кредитокорисници, преку вградување заштитни клаузули (валутни клаузули или клаузули за променливост на каматните стапки).

Овие клаузули во суштина не претставуваат инструмент за заштита од ризик, туку во суштина прават трансформација на валутниот ризик и ризикот од промена на каматните стапки во кредитен ризик – т.н. индиректен кредитен ризик. Овој ризик дополнително доаѓа до израз кога кредитокорисниците се изложени на пазарни ризици, односно нивниот капацитет за сервисирање на обврските зависи од движењето и нивото на пазарните варијабли како што се девизните курсеви и каматните стапки.

На пример, кредитокорисниците коишто имаат неусогласена валутна структура на паричните текови или на девизната позиција, се изложени на валутен ризик, а оттука нивната кредитна и платежна способност е чувствителна на евентуални промени на девизниот курс.

Во текот на 2010 година, деловното однесување на банките □ уште се засноваше на висок степен на претпазливост и мал апетит за преземање на нов кредитен ризик.

Во 2010 година, растот на нефункционалните кредити бележеше постојано забавување. Така, годишната стапка на раст на вкупните нефункционални кредити на крајот на 2010 година изнесуваше 9,3%, што е помалку за 29,6 процентни поени од годишната стапка на раст на нефункционалните кредити на крајот на 2009 година. Ова забавување се забележува кај нефункционалните кредити на претпријатијата, како и кај нефункционалните кредити на населението. Забавувањето на динамиката на нефункционалните кредити во најголем дел произлегува од нивниот исклучително брз раст во текот на 2009 година.

Индиректниот кредитен ризик го задржа важното место во ризичниот профил на банките во нашата земја и во текот на 2010 година. При тоа на крајот на 2010 година, 67,3% од кредитите на физичките лица и 45,1% од кредитите на претпријатијата беа со валутна компонента (девизни кредити и кредити во денари со валутна клаузула). Освен тоа, на крајот на 2010 година, 73,3% од вкупните кредити на нефинанските субјекти имаа т.н. прилагодливи каматни стапки чијашто висина може да се менува со еднократни одлуки на банките. Причина за силната улога на индиректниот кредитен ризик е начинот на кој банките во изминатите неколку години, а особено во периодот на кредитна експанзија (2005-2008 година) ги спроведуваа своите деловни стратегии и кредитни политики. Притоа банките го користеа вградувањето на клаузулите за заштита од движењето на каматните стапки и девизниот курс, додека помало влијание беше посветувано на карактеристиките на клиентите и врската помеѓу нивната кредитна способност и промените на финансиските варијабли.

Друг значаен извор на кредитен ризик за банките претставуваше одобрувањето на кредити со еднократна отплата на главницата (булет лоанс). Овие кредити подразбираат дека кредитокорисникот треба еднократно да ја исплати главницата врз основа на користениот кредит на датумот кога кредитот достасува, што во основа значи поголем ризик од неможност за плаќање. На крајот на 2010 година, вквките кредити опфаќаа 15,1% од вкупните кредити на нефинансиските субјекти, а најголемо учество во овие кредити имаа кредитите одобрени на правни лица (99,7% од кредитите со еднократна отплата на главница).

Во текот на првите три квартали на 2011 година, нивото на кредитен ризик се зголемуваше, што беше евидентно преку забрзаниот раст на нефункционалните кредити и преку влошувањето на показателите за квалитетот на кредитното портфолио. Влошувањето на показателите за кредитниот ризик во најголем дел му се припишува на корпоративниот сектор што соодветствува со проценките за забавување на економската активност во втората половина на 2011 година.

Натамошното забавување на економскиот раст во следниот период, упатува на амбиент со неповолни влијанија врз показателите за кредитен ризик, иако тоа се релативизира преку присутната воздржаност на банките во однос на динамиката на кредитната активност.

5.3.6.3.2. Валутен ризик

Имајќи го предвид процикличниот карактер на девизните позиции, односно зголемената склоност за чување на девизи во услови на криза, застапеноста на девизната компонента во активата и пасивата на банкарскиот систем беше дополнително зајакната во текот на кризните случувања во текот на 2008 и 2009 година. Изразените психолошки притисоци од неизвесноста, предизвикана од меѓународната финансиска криза и очекувањата за можните ефекти врз домашната економија, доведоа до дополнително зајакнување на девизната компонента особено кај депозитната база.

Постоењето на неусогласеност на девизните позиции на одделните економски субјекти при евентуална корекција на девизниот курс на денарот, може да предизвика значителни загуби на економијата во целина.

Банките ја одржуваат изложеноста на валутниот ризик во рамки на пропишаните лимити за агрегатна девизна позиција. Подзаконската регулатива за валутниот ризик која е во примена, овозможува контролирана висина на отворените девизни позиции на банките, а со тоа и заштита од валутниот ризик. Согласно тековната одлука за управување со валутниот ризик, агрегатната отворена девизна позиција на банките може да изнесува најмногу 30% од сопствените средства, за разлика од претходно кога пропишаниот лимит изнесуваше 50% за долгата односно 10% за кратката агрегатна девизна позиција.

Во текот на 2008 и 2009 година, се забележува стеснување на јазот помеѓу девизната компоненета на страната на активата и на страната на пасивата на ниво на банкарскиот систем. Нивната поголема усогласеност во суштина означува помало ниво на валутен ризик на којшто се изложени банките.

И покрај намалувањето на јазот, сепак високата застапеност на валутната компонента наметнува потреба за нејзино внимателно следење. Банките се

заштитени од директната изложеност на валутниот ризик, но значителните нерамнотежи во девизните позиции на нивните клиенти го истакнуваат значењето на индиректниот кредитниот ризик предизвикан од валутниот ризик на којшто се изложени клиентите на банките.

Во текот на 2010 година, девизната компонента во вкупните средства и обврски на банките во нашата земја, забележа намалување, по постојан раст од две години. Тоа се должеше на постепеното попуштање на неизвесноста предизвикана од глобалната финансиска криза врз македонскиот банкарски систем. Апсолутниот износ на девизната компонента се зголеми, но двојно поголемиот пораст на денарската актива и пасива доведе до намалување на учеството на девизната компонента во билансите на банките. Во услови на поголем раст на активата во однос на пасивата со девизна компонента, во 2010 година се продлабочи јазот помеѓу нив, што е показател на зголемен валутен ризик.

Во текот на 2011 година, по намалувањето во првите два квартала, на крајот од третиот квартал, изложеноста на банките на валутниот ризик се зголеми. Јазот помеѓу активата и пасивата со валутна компонента се прошири, што потекнува од проширувањето на јазот меѓу активата и пасивата во свра (како доминантна странска валута во билансите на банките).

5.3.6.3.3. Ликвидносен ризик

Конзервативното управување со ликвидноста во минатото им овозможи на банките задоволително акумулирано ниво на ликвидни средства, што директно влијаеше во насока на одржување на стабилноста и надминување на заострените пазарни услови во 2008 и 2009 година.

Како главен извор на финансирање на своето работење, банките ги користеа депозитите на домашните правни лица и населението, надворешните извори на финансирање беа присутни во умерен обем, а домашната меѓубанкарска задолженост беше на ниско ниво. Сите овие елементи ја ограничија појавата и ширењето на негативните ефекти од нарушувањата на глобалните финансиски пазари и придонесоа за зачувување на стабилноста на банкарскиот систем.

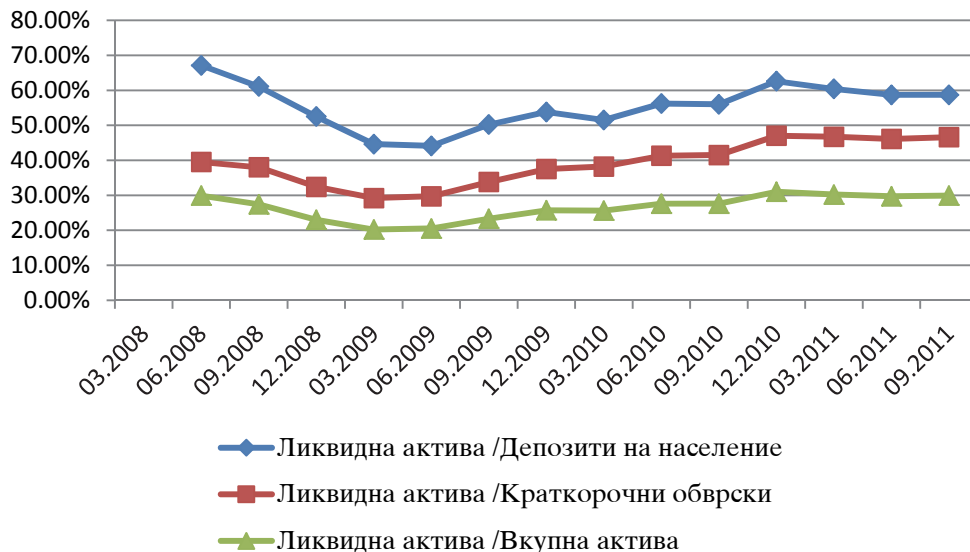
Негативните ефекти од глобалната финансиска криза, врз ликвидноста на банкарскиот систем на РМ, се почувствуваа со задоцнување (кулминираа на крајот на 2008 година). Но сепак, тие не се одразија преку позначителни одливи на депозити, туку дојде до израз склоноста за држење на девизи во услови на криза и појава на исклучително висока валутна трансформација на депозитната база.

Ликвидносните притисоци врз банките од последниот квартал на 2008 година главно произлегоа од согледувањата на меѓународните финансиски нарушувања од страна на домашните депоненти, но и од одливите на средства за исплата на обврски кон странство. Неколкугодишниот постојан раст на кредитирањето беше проследен со засилување на рочната и валутната трансформација на средствата на банките, при што дојде до значително продлабочување на јазот меѓу средствата и обврските со пократки договорни рокови на достасување.

Придонес за квалитативно зајакнување на ликвидносната позиција на банкарскиот сектор имаа мерките на НБРМ односно воведувањето на обврската за банките за одржување минимални стапки на ликвидност, како за позициите во

денари, така и за позициите во девизи. Од воведувањето на оваа мерка, ликвидната актива бележеше нагорен тренд.

Графикон бр.108: Движење на показателите на вкупна ликвидност на банкарскиот систем (март 2008-септември 2011)



(Извор: Квартални и годишни извештаи на НБРМ)

Во текот на 2008 и првата половина на 2009 година, показателите за покриеност на краткорочните обврски, вкупните обврски и депозитите на населението, со ликвидна актива бележеа надолни движења.

- Покриеноста на краткорочните обврски со ликвидна актива на крајот на 2008 година изнесуваше 32,4% (годишно намалување од 14,7 процентни поени) и дополнително се намали на 29,7% на 30.6.2009 година.
- Покриеноста на депозитите на населението со ликвидна актива изнесуваше 52,5% на крајот на 2008 година и дополнително се намали на 44,1% на 30.6.2009 година, што е најниско ниво на овој показател во изминатите шест години.
- Учеството на ликвидните средства во вкупната актива на крајот на 2008 година изнесуваше 23,0% (годишно намалување за 11,7 процентни поени) и дополнително се намали на 20,5% на 30.6.2009 година.

Надолните движења во обемот на ликвидните средства и на ликвидносните показатели, во контекст на влошени остварувања на реалниот сектор и затегнатите услови на меѓународните пазари на капитал, создаваат ограничувања за потенцијалниот раст на кредитирањето, но ја зголемуваат и чувствителноста на банките на евентуални поголеми ликвидносни одливи.

Од втората половина од 2009 година, особено од крајот на годината, па и во текот на целата 2010 година се забележува подобрување на ликвидноста на банкарскиот систем како резултат на зголемениот обем на ликвидни средства.

Во текот на 2010 година, најголемо подобрување забележа показателот за покриеноста на краткорочните обврски на банкарскиот систем со ликвидна актива, при што на 30.6.2010 година го достигна нивото од 41,3%, а до крајот на 2010 година достигна ниво од 47%. Покриеноста на депозитите на населението со ликвидна актива на 30.6.2010 година изнесуваше 56,2%, а на крајот на 2010 година 62,6%. Учеството на ликвидните средства во вкупната актива на 30.6.2010 година изнесуваше 27,6%, а на крајот на 2010 година достигна 31%.

Резултатите од стрес-тест симулациите за отпорноста на банкарскиот систем на ликвидносни шокови во текот на 2010 година забележаа подобрување, но и понатаму одделни банки се покажаа чувствителни на хипотетичкото повлекување на депозитите на дваесетте најголеми депоненти. Покрај оваа, НБРМ спроведе и стрес-тест анализа којашто се заснова врз хипотетичко сценарио за повлекување на 20% од депозитите на населението надвор од банкарскиот систем. Резултатите покажуваат зголемена отпорност на банкарскиот систем и на овој ликвидносен шок во однос на претходната година, а сите банки имаа доволно ликвидни средства за покривање на симулираниот одлив на депозитите.

Во текот на 2011 година, ликвидноста на македонскиот банкарски систем остана стабилна и на релативно високо ниво. Депозитната база во текот на првата половина од 2011 година се карактеризираше со висок степен на стабилност. Во третиот квартал на 2011 година, во структурата на изворите на финансирање дојде до намалување на депозитите од финансиските институции и на обврските врз основа на кредити, заради враќањето на користените извори на финансирање од странски матични лица. Ликвидните средства на ниво на банкарскиот систем имаа подинамичен раст, што овозможи да се зголеми нивното учество во вкупната актива, покриеноста на краткорочните обврски и депозитите на домаќинствата.

Стрес-тест анализите спроведени во текот на 2011 година, покажуваат задоволителна отпорност на банкарскиот систем на ликвидносни шокови, но и ја потврдуваа чувствителноста на дел од банките поради концентрацијата на депозитната база. Во октомври 2011 година, стапи на сила новата регулатива за ликвидносен ризик којашто имаше за цел поефикасно управување со ликвидноста од страна на банките преку одржување на единствена стапка на ликвидност, при што се очекува ликвидноста да се задржи на адекватно ниво.

5.3.6.3.4. Ризик од несолвентност

Од почетокот на глобалната финансиска криза, солвентната позиција на банките во Република Македонија остана на задоволително ниво. Мерена преку стапката на адекватност на капиталот таа остана двојно повисока од законскиот минимум од 8% (16,2% на крај на 2008 година, 16,4% на крај на 2009 година, 16,1%- на крај на 2010 година, 16,7% –трет квартал на 2011 година).

Случувањата на меѓународен план во 2008 година и серијата интервенции на националните власти од развиените земји во насока на докапитализација на банките го потврдија суштественото значење на капиталната позиција и солвентноста за одржување на стабилноста во банкарските системи, а со тоа и за финансиската стабилност.

Банките во Република Македонија не беа вклучени во активности со сложени финансиски инструменти, ниту пак имаа инвестиции на меѓународните пазари на капитал, што од своја страна се покажа како еден вид заштита од евентуални директни загуби поради финансиската криза во развиените земји.

Во услови на забавена динамика на вкупните активности, наспроти засилениот раст на сопствените средства на банките, во текот на 2008 година, продолжи трендот на постепено намалување на стапката на адекватност на капиталот, при што на крајот на 2008 година изнесуваше 16,2% и беше за 0,8 процентни поени помала во споредба со крајот на 2007 година.

Како и во неколкуте години пред 2008, ризично пондерираната актива во текот на 2008 година бележеше подзасилен раст во споредба со растот на сопствените средства. Имено сопствените средства забележаа годишен пораст од 6.191 милиони денари, или за 22,3%, при што најголем придонес од 61,2%, во годишниот раст на сопствените средства имаше растот на основниот капитал. Силен раст од 91,4% забележа и дополнителниот капитал, главно заради зголеменото користење на субординираните депозити и хибридните капитални инструменти од матичните субјекти. Како инвеститори во субординирани инструменти¹⁸⁸ и хибридни капитални инструменти¹⁸⁹ се јавуваат главно странските матични субјекти и банките. Зголемената употреба на овие инструменти овозможува зајакнување на регулаторната капитална позиција, но во исто време го зголемува левериџот (задолженоста) на банките. За време на глобалната финансиска криза, преголемата задолженост беше еден од главните проблеми на инвестиционите банки односно на големите банкарски групации во развиените економии. И покрај можноста за употреба на субординираните и хибридните капитални инструменти за исполнување на регулаторните капитални барања, и понатаму акционерскиот капитал врз основа на обични акции има првостепено значење како апсорбер на настанатите загуби во работењето на банките¹⁹⁰.

¹⁸⁸ Субординираните инструменти се финансиски обврски што содржат клаузула за субординација, односно клаузула според којашто во случај на стечај или ликвидација на издавачот на инструментот, обврските врз основа на субординираниот инструмент ќе бидат исплатени пред намирување на обврските кон акционерите, но по намирување на обврските кон останатите доверители. Субординираните финансиски обврски можат да бидат во форма на добиени кредити или депозити или издадени хартии од вредност. Тие не се покриени со друг вид на обезбедување од страна на банката или лице поврзано со банката, ниту се користат како обезбедување на побарувањата и потенцијалните обврски на банката. Немаат рок на достасување или имаат рок на достасување подолг од пет години и еден ден од датумот на настанување на паричниот прилив врз основа на овој инструмент.

¹⁸⁹ Хибридните капитални инструменти претставуваат хибридна форма на капитал, односно финансиски инструменти коишто поседуваат комбинирани карактеристики на обврски и на капитал. Оваа форма на финансирање има слични карактеристики како и субординираните инструменти. Но исплатата на обврските врз основа на овие инструменти е подредена, односно следува по намирувањето на обврските кон издавачите на субординираните инструменти; задолжително содржат клаузула за конверзија во акции; немаат однапред определен рок на достасување (исплатата на обврските врз основа на овие инструменти е можна најмалку пет години и еден ден од датумот на нивното издавање и тоа со претходна согласност од НБРМ) и содржат опција за одложено плаќање на приносот по инструментот.

¹⁹⁰ НБРМ, (2010) Квартални извештаи на НБРМ (јануари, април, јули и октомври 2010 година)

Во нашата земја, субординираните инструменти како извори на финансирање се појавија кон крајот на 2002 година кај една банка. Од 2006 година износот на овие инструменти бележи постојан пораст, додека од третиот квартал на 2008 година една банка се јавува како корисник на хибриден капитален инструмент. На крајот на 2010 година, нивната состојба изнесува 7.007 милиони денари, а нивното учество во вкупните извори на финансирање на ниво на банкарски систем беше на релативно ниско ниво и изнесуваше 2,3%.

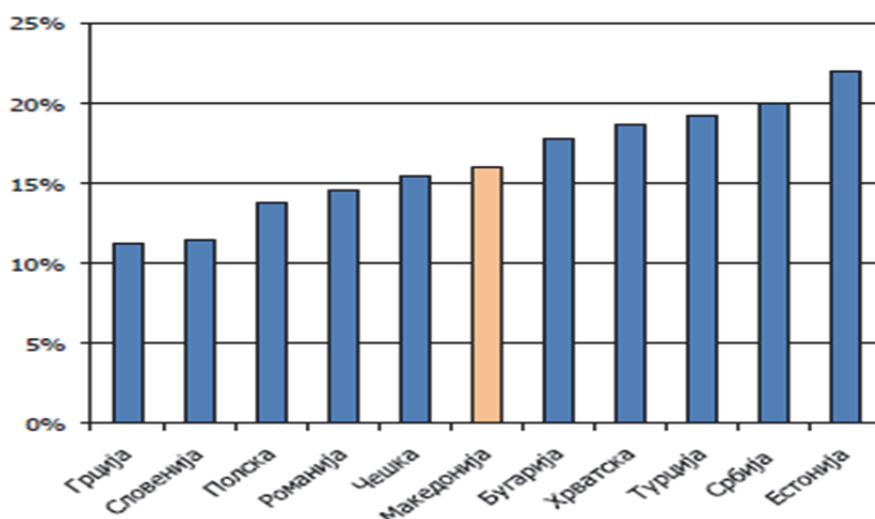
Процикличниот карактер на сопствените средства кај македонскиот банкарски систем дојде до израз во 2009 година кога стапката на раст на сопствените средства беше за седумпати помала во однос на 2008 година (зголемување за 3,5%). Во текот на 2009 година не се реализира ниту една нова емисија на акции, а влошената профитабилност ги намали сопствените средства на банките коишто остварија негативен финансиски резултат. Порастот на сопствените средства во 2009 година целосно се должи на издадените субординирани должнички инструменти и задржаната добивка (кај банките со позитивен финансиски резултат).

Забавениот раст на активностите на банките во текот на 2009 година, пред сè на кредитната активност, како и влошениот квалитет на кредитното портфолио на банките предизвика значително забавување на стапката на раст на ризично пондерираната актива (тринаесетпати побавна стапка на раст во однос на стапката забележана во 2008 година). Дополнителното намалувањето на јазот меѓу активата и пасивата со девизна компонента придонесе кон намалување и на износот на активата пондерирана според валутниот ризик што придонесе да се намали износот на капиталот што е потребен за покривање на ризиците односно да се зголеми износот на капиталот којшто е над нивото на потребниот капитал.

Во текот на 2010 година, показателите за солвентност и капитализираност на банкарскиот систем забележаа одредено намалување. Активата пондерирана според ризици се зголеми за повеќе од четирипати и ја надмина годишната стапка на пораст на сопствените средства. Притоа, активата пондерирана според кредитен ризик го задржа најголемото учество во структурата на активата пондерирана според ризици. Намалувањето на солвентноста беше целосно концентрирано кај групата средни и мали банки како резултат на подзасилената активност кај овие групи банки во текот на 2010 година. Показателите за солвентноста кај групата големи банки забележаа зголемување како резултат на поголемата претпазливост на оваа група банки при преземањето на дополнителни ризици. Кај сите групи банки беше забележано зголемување на сопствените средства, а по подолг период на целосно отсуство како извор за зголемување на сопствените средства на банките, извршени се неколку нови емисии на акции.

Споредбата со банкарските системи на одредени земји покажува дека банкарскиот систем на РМ според стапката на адекватност на капиталот се наоѓа некаде на средина од анализираните земји.

Графикон бр.109: Споредба на стапката на адекватност на капиталот по одделни земји (Грција, Словенија, Полска, Романија, Чешка, Македонија, Бугарија, Хрватска, Турција, Србија, Естонија) за 2010 година



(Извор: НБРМ, [www.nbrm.mk](#) споредба на стапката на адекватност на капиталот по одделни земји (Грција, Словенија, Полска, Романија, Чешка, Македонија, Бугарија, Хрватска, Турција, Србија, Естонија) за 2010 година. Македонија е наведено на 30.9.2010 година, а Грција на 30.6.2010 година.)

Различните стрес-тест сценарија коишто беа спроведени во периодот од 2008 до 2010 година, покажуваат дека дури и во случај на истовремена материјализација на кредитен, валутен и каматен ризик од екстреман карактер, адекватноста на капиталот на ниво на банкарскиот систем не се намалува под законскиот минимум од 8%.

Во текот на 2011 година, показателите за солвентноста и капитализираноста на банкарскиот систем бележеа подобрување, како резултат на повисоките стапки на пораст на компонентите од показателите коишто се однесуваат на капиталните позиции на банките, во споредба со стапките на пораст на компонентите поврзани со активностите на банкарскиот систем. Притоа, забрзувањето на годишните стапки на раст на капиталните позиции на банкарскиот систем во третиот квартал од 2011 година, произлегува од докапитализацијата на една банка и издавањето на субординирани инструменти од други две банки. Показателите за солвентноста и капитализираноста на банкарскиот систем останаа на високо ниво и бележат извесно подобрување. На годишна основа стапката на адекватност на капиталот и соодносот меѓу основниот капитал и активата пондерирана според ризиците, се зголемија за по 0,3 процентни поени и изнесуваа 16,7% и 14% соодветно.

И во текот на 2011 година, се спроведуваа стрес тест симулации за отпорноста на банкарскиот систем на одделните банки. При спроведувањето на симулациите, кај една банка се забележа намалување на адекватноста на капиталот под 8%, како резултат на релативно ниската почетна адекватност на капитал кај оваа банка (што беше надминато со спроведената докапитализација во ноември 2011 година). Исто

така беа спроведувани дополнителни симулации на страната на кредитниот ризик на банките со цел испитување на некои од можните канали на пренесување на негативните ефекти од европската должничка криза врз домашниот банкарски систем¹⁹¹.

И покрај релативно високиот раст на субординираните инструменти, нивното учество во вкупните извори на финансирање на банкарскиот систем е на релативно ниско ниво. Имено со состојба на 30.9.2011 година, нивното учество во вкупните извори на финансирање на ниво на банкарски систем изнесува 2,4%.

5.3.6.4. Коефициент на финансиски левериџ и рочна структура на средствата и обврските на македонските банки

Една од предностите на македонскиот банкарски систем за време на глобалната финансиска криза беше структурата на средствата и обврските на македонските банки. Конзервативното управување со ликвидноста им овозможи на банките да акумулираат задоволително ниво на ликвидни средства, што директно влијаеше во насока на одржување на стабилноста и надминување на заострените пазарни услови во 2008 и 2009 година. Македонските банки беа ориентирани кон класични банкарски активности и имаа релативно ниска зависност од надворешно финансирање. Главен извор на финансирање на македонските банки беа депозитите на домашните физички и правни лица.

Со цел утврдување на рочната структура на средствата и обврските на македонските банки, анализирани се три големи и две средни банки од македонскиот банкарски систем¹⁹² чијашто вкупна актива претставува 75% од вкупната актива на македонскиот банкарски систем.

Од извршената анализа, може да се забележи дека капиталот претставува само 9%-10% од вкупните обврски и како што можеме да видиме од следната табела нема изразено постоење на рочна неусогласеност помеѓу средствата и обврските. Краткорочните извори на средства коишто претставуваат 63%-87% во вкупните извори на средства на анализираниите банки се употребени за финансирање на краткорочни средства, што пак учествуваат со 52%-67% во вкупните средства.

Табела бр.15: Рочна структура на средствата и обврските на анализираниите македонски банки за 2007 година

	Комерцијална Банка	Стопанска Банка Скопје	Охридска Банка	Тутунска Банка	Прокредит Банка
Средства					
Краткорочни средства	67%	62%	52%	67%	64%
Долгорочни средства	33%	38%	48%	33%	36%
Обврски					
Краткорочни обврски	87%	85%	81%	76%	63%
Долгорочни обврски	3%	5%	8%	15%	28%

¹⁹¹НБРМ, (2011), Квартални извештаи (јануари, април, јули и октомври 2011 година)

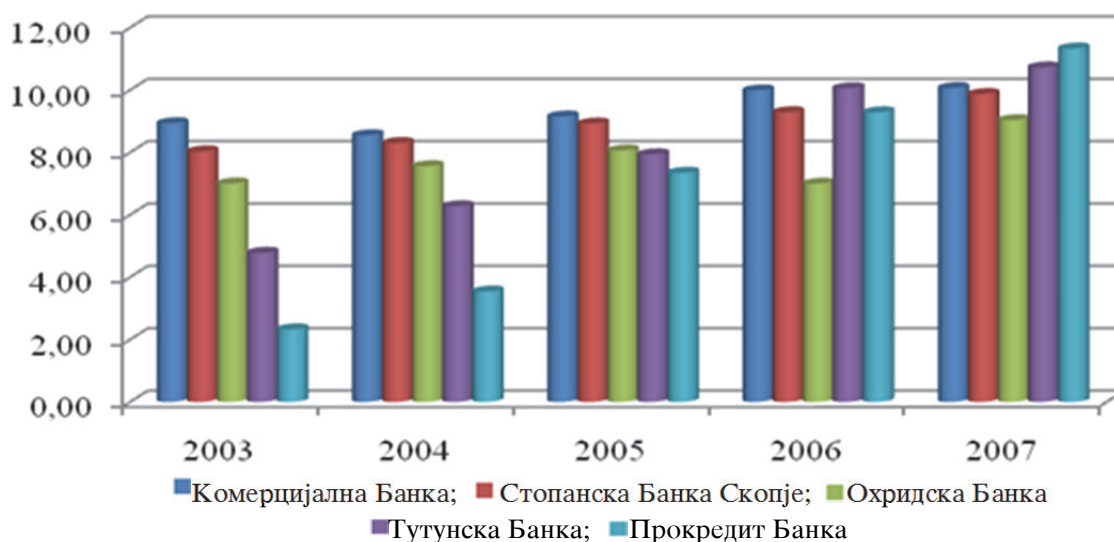
¹⁹²Македонскиот банкарски систем се состои од 18 комерцијални банки од кои 3 се големи банки (со вкупна актива што надминува 20 милијарди денари), 8 се средни банки (со вкупна актива помеѓу 5 и 20 милијарди денари) и 7 се мали банки (со вкупна актива под 5 милијарди денари) според вредноста на вкупната актива

Капитал	10%	10%	11%	9%	9%
----------------	-----	-----	-----	----	----

(Извор: Според пресметки на авторот)

Покрај тоа македонските банки во годините пред почетокот на глобалната финансиска криза, за разлика од инвестиционите банки во САД имаа ниски нивоа на финансиски леверидж. Како што може да забележиме од графиконот во продолжение, набљудуваните македонски банки за периодот 2003-2007 година имаа коефициенти на финансиски леверидж не повисоки од 11 или во просек, од 6 во 2003 година, 8 во 2005 година и 10 во 2007 година. При анализата, финансискиот леверидж е пресметан како однос помеѓу вкупните средства и вкупниот капитал на банките.

Графикон бр.110: Финансиски леверидж на анализираниите македонски банки во период од 2003 до 2007 година



(Извор: Според пресметки на авторот)

Сите претходно елаборирани елементи го ограничуваат ширењето и прелевањето на негативните ефекти од нарушувањата во глобалните финансиските пазари и придонесоа за зачувување на стабилноста на македонскиот банкарски систем.

За разлика од инвестиционите банки во САД, македонските комерцијални банки во годините непосредно пред почетокот на кризата имаа значително пониско ниво на финансиски леверидж, како и избалансирана рочна структура на нивните средства и обврски. Ова во значителна мерка придонесе за стабилноста на македонскиот банкарски систем во текот на кризата, како резултат на што немаше банкрот на ниту една банка во нашата земја.

5.4. Мерки за надминување на ефектите од кризата во Република Македонија

5.4.1. Монетарна политика

Во текот на 2008 година, кога ризиците за финансиската стабилност во Република Македонија значително се зголемија, НБРМ презеде повеќе мерки во

насока на управување со ликвидноста во банкарскиот систем, стабилизирање на инфлацијата и инфлациските очекувања, регулирање на кредитната експанзија и одржување на стабилноста на девизниот курс.

Почнувајќи од крајот на 2007 година, НБРМ водеше значително порестриктивна монетарна политика како резултат на растечката инфлација во првата половина на 2008 година и растечкиот дефицит на тековната сметка.

Високиот кредитен раст во 2007 година, достигна 39,1%, и претставуваше зголемување на учеството на кредитите на банките кај приватниот сектор во БДП за 8%. Притоа, особено беше висок растот на кредитите на населението (56,4%) што директно влијаеше на личната потрошувачка и на агрегатната побарувачка. Во вакви околности, а имајќи ги предвид ризиците од потенцијално прелевање на тековните остварувања врз нивото на инфлацијата и екстерната позиција на среден рок, кон крајот на 2007 година, НБРМ започна да ја зголемува понудата на благајнички записи, што во услови на релативно висока побарувачка од страна на банкарскиот сектор иницираше тренд на раст на каматната стапка на благајничките записи.

Така во текот на првото полугодие на 2008 година, НБРМ трикратно ја зголеми референтната каматна стапка, така што во мај 2008 година, таа достигна 7% (првото зголемување беше во февруари на 5,25%, второто во март – на 6%). Воедно во февруари НБРМ премина од аукцирање преку „тендер со каматни стапки“ кон аукцирање на благајнички записи на принципот „тендер со износи“ (неограничен износ и фиксна каматна стапка).

Поинтензивниот пораст на домашната каматна стапка во однос на порастот на каматните стапки на странските пазари, придонесе за значајно проширување на каматниот распон помеѓу благајничките записи и едномесечниот ЕУРИБОР, што одеше во прилог на зголемената привлечност на инвестициите во благајнички записи, наспроти депонирањето средства на сметките на банките во странство.

Долготрајните последици коишто може да ги остави рапидниот раст на кредитите на населението врз внатрешната и надворешната рамнотежа на економијата, се причина поради којашто монетарните власти при преземање дополнителни мерки за забавување на кредитниот раст ги насочуваат мерките кон сегментот на кредитирање на населението.

Така, со цел да ја забави брзината на растот на кредитите на населението во јуни 2008 година, беше донесена Одлука за задолжителен депозит кај НБРМ, којшто банките го издвојуваат, доколку растот на кредитите на населението ги надмине предвидените стапки на раст (40% годишно на крајот на декември 2008 година). Каматата што НБРМ ја исплаќаше за износот за којшто банките евентуално би ја пречекориле утврдената месечна стапка на раст на кредитите е 1% годишно.

Со цел утврдување на големината на кредитниот ризик на банкарскиот сектор што произлегува од кредитите на населението, во март 2008 година, НБРМ усвои измени на Одлуката за методологија за утврдување на адекватност на капиталот на банките со којашто го зголеми пондерот на ризичност на искористени пречекорувања врз основа на тековни сметки и искористени кредити врз основа на кредитни картички од страна на физичките лица.

Со донесувањето на оваа мерка, за ваквите кредитни производи банките треба да издвојуваат поголем дел од својот капитал со цел да се придонесе за забавување на кредитната експанзија кон населението.

НБРМ во текот на 2008 година, донесе повеќе одлуки насочени кон зацврстување на сигурноста и стабилноста на банкарскиот сектор, дел од нив со макроекономски ефекти. Ова особено се однесува на Одлуката за управување со ликвидносниот ризик на банките којашто ефективно значи потреба за издвојување поголем износ на ликвидни средства и со тоа намалување на просторот за алтернативни инвестиции, како што е кредитирањето на приватниот сектор.

Одлуките коишто беа донесени во текот на месец декември 2008 година, а се однесуваа на банкарскиот сектор се следните:

- 1. Одлука за управување со ликвидносниот ризик на банките** со којашто се воведува обврска за банките да одржуваат одредено минимално ниво на ликвидни средства за покривање на обврските коишто достасуваат во период од 30 и 180 дена, одделно во денари и во девизи.
Ваквата мерка на краток рок е насочена кон зголемување на отпорноста на банките на евентуалните неповолни ефекти од глобалната финансиска и економска криза имајќи предвид дека кризата се одрази преку ликвидносни проблеми на банките во светот.
На подолг рок, мерката беше насочена кон поголема сигурност и одржливост на работењето на банкарскиот сектор.
- 2. Одлука за девизен депозит кај НБРМ** со којашто на банките им се овозможува депонирање на девизните средства кај НБРМ.
Со оваа одлука на банките им се даде можност да не ги чуваат своите девизни средства во странство во услови на нестабилни движења на меѓународните финансиски пазари, туку наместо тоа да ги депонираат своите девизни средства кај НБРМ, со што би го избегнале кредитниот ризик од пласирање на девизните средства во странство.
Притоа каматните стапки на девизните депозити пласирани кај НБРМ се еднакви на каматните стапки на тие средства пласирани во централните банки во еврозоната, во меѓународните финансиски институции или на приносите на државни записи на земјите-членки на еврозоната.
- 3. Измени и дополнувања на Одлуката за лимитите на изложеност** со коишто се предвидува изложеноста на домашните банки кон странските првокласни банки да се вклучува во пресметката на лимитите на изложеност во полн износ, наместо 20% од износот како што предвидуваше досегашната практика.
- 4. Одлука за управување со ризикот од промена на каматните стапки** во портфолиото на банкарските активности, со којашто се пропишуваат минималните потребни елементи за управување со ризикот од промена на каматните стапки во портфолиото на банкарските активности, како и начинот на мерење на изложеноста на банките кон овој ризик.
- 5. Одлука за определување на видот на хартии од вредност** коишто овластените банки можат да ги купуваат и да ги продаваат во странство, којашто меѓу другото, обезбедува зголемување на најнискиот дозволен долгорочен

кредитен рејтинг на хартиите од вредност во кои една овластена банка може да вложува во странство.

Во текот на 2009 година постоеше неизвесност околу јачината на преносните ефекти од глобалната финансиска и економска криза врз домашната економија. Промените во макроекономските трендови во првата половина на 2009 година, главно предизвикани од влијанието на глобалната криза, значеа и драстично променет амбиент на водење на монетарна политика во споредба со истиот период од 2008 година. Иако намалената глобална побарувачка ја стабилизира инфлацијата (во услови на изразени дезинфлациски притисоци од увозните цени), таа истовремено значеше намалување на побарувачката за домашниот извоз. Така, растечкиот трговски дефицит во комбинација со намалените финансиски приливи од странство и зајакнатиот психолошки фактор кај домаќинствата за конверзија на домашната во странска валута, доведе до силни притисоци на девизниот пазар за депрецијација на домашната валута.

Во вакви околности и во услови на стратегија на фиксен девизен курс, мерките и инструментите на НБРМ во овој период беа насочени кон одржување на стабилноста на домашната валута. Така, по непрекинатите интервенции со нето-продажба на девизи на девизниот пазар коишто отпочнаа на почетокот на последниот квартал на 2008 година и продолжија во првите пет месеци од 2009 година, НБРМ во март ја зголеми основната каматна стапка од 7% на 9%. Ваквата монетарна реакција беше мотивирана од потребата за зголемување на привлечноста на благајничките записи, со цел да се пренасочи денарската ликвидност од девизниот пазар и да се намалат притисоците врз девизниот курс. Имено, во првиот квартал на 2009 година, побарувачката за благајнички записи драстично опадна. Ефектите од повисоката каматна стапка на благајничките записи, беа видливи во вториот квартал кога беше забележана повисока побарувачка за 10% во однос на достасаниот износ, што се пренесе на девизниот пазар преку смирување на притисоците за депрецијација на домашната валута.

Иако по зголемувањето на основната каматна стапка на НБРМ, од почетокот на вториот квартал дојде до умерено стабилизирање на девизниот пазар, сепак продолжи трендот на валутна конверзија на заштедите на домаќинствата од домашна во странска валута. Како резултат на тоа, дополнително затегнување на монетарната политика беше направено во мај 2009 година преку зголемување на стапката на издвојување на задолжителната резерва на обврските на банките со девизна компонента (зголемување на стапката на обврските во странска валута, од 10% на 13% и на стапката на обврските во домашна валута со валутна клаузула, од 10% на 20%).

Истовремено, со измените во одлуката за задолжителна резерва беше дадена можност средствата од задолжителната резерва издвоени во денари, банките целосно да ги користат за задоволување на своите дневни ликвидносни потреби. Дополнително, беа извршени измени во Одлуката за управување со ликвидносниот ризик со којшто на банките им се даде можност своите пласмани во инструментите на НБРМ, со исклучок на издвоената задолжителна резерва во евра, да ги вклучуваат во исполнувањето на потребното минимално ниво или на денарска или

на девизна ликвидност. Ваквите промени беа насочени кон дестимулирање на побарувачката за девизи.

Одредени ефекти од преземените монетарни мерки беа видливи веќе во јуни 2009 година, кога НБРМ започна да интервенира со нето-откуп на девизи на девизниот пазар. Ваквите движења на девизниот пазар воедно укажаа и на постепено стабилизирање на очекувањата на економските субјекти. Ефектите од прилагодувањето на однесувањето на економските субјекти беа видливи во втората половина на 2009 година, кога беше прекинат трендот на кумулирање девизни средства од страна на банките и кога процесот на валутна конверзија на заштедите на домаќинствата од домашна во странска валута почна да губи на интензитет.

Во текот на првото полугодие на 2009 година, беше извршено проширување на сетот монетарни инструменти на НБРМ, со воведување нов инструмент - аукции на девизни депозити на НБРМ (како резултат на донесената Одлука од декември 2008 година, со што на банките им се овозможува да го намалат кредитниот ризик во услови на нестабилни движења на меѓународните финансиски пазари). Од четирите понудени рокови на достасување (1, 3, 6 и 12 месеци), во текот на првата половина на годината, банките беа заинтересирани за пласирање девизни депозити кај НБРМ со рок на достасување од еден месец.

Трендот на проширување на каматниот распон помеѓу приносите на домашните и странските финансиски инструменти што ја одбележа целата 2008 година, продолжи и во првото полугодие на 2009 година со зголемен интензитет. За разлика од НБРМ, во чијшто случај зголемените ризици врз стабилноста на девизниот курс наметнаа потреба од дополнително зголемување на каматната стапка, ЕЦБ од фаза на затегнување на монетарната политика во првата половина на 2008 година (како одговор на инфлациските притисоци присутни тогаш), со ескалацијата на глобалната криза, премина кон значително релаксирање на монетарните услови (мотивирана од потребата за поттикнување на агрегатната побарувачка, а овозможена од значителното стивнување на инфлациските притисоци во еврозоната), што предизвика пад низ целиот спектар на краткорочни каматни стапки. Имено, значителното намалување на инфлациските притисоци во еврозоната и ризикот од дефлација во услови на рецесиски движења создадоа простор за релаксирање на монетарната политика на ЕЦБ. Од друга страна, и покрај значителното намалување на инфлацијата и во македонската економија, притисоците врз девизниот пазар, при режим на фиксен девизен курс, наметнаа потреба од зголемување на заостреноста на монетарната политика на НБРМ.

Различната стратегиска поставеност на монетарните политики на НБРМ и ЕЦБ, беше причина за различна монетарната реакција на ударите од глобалната криза. Дивергентните промени во политиките доведоа до проширување на каматниот распон помеѓу приносите на домашните и странските финансиски инструменти. Повисоките приноси на домашните финансиски инструменти придонесоа за намалување на склоноста на конверзија на домашната валута во странска валута и стабилизирање на движењата на девизниот пазар во македонската економија.

Монетарните мерки, како и подобрите и помалку неизвесни прогнози за светската економија од почетокот на втората половина на 2009 година, придонесоа за значително стабилизирање на очекувањата и враќање на довербата во

стабилноста на денарот. Ова, заедно со посилното прилагодување на увозната побарувачка и позитивните трендови кај капиталните текови, овозможи промена на движењата на девизниот пазар во втората половина на годината, при што од јуни до крајот на 2009 година НБРМ интервенираше со откуп на девизи.

Интересот за инвестирање во благајнички записи од страна на банките, продолжи да се одржува на релативно високо ниво и во текот на втората половина на годината, што во одредена мерка може да се објасни со намалената склоност на банките за изложување кон ризици во период на пад на економијата и неизвесност околу идните движења, како и со исклучително нискиот принос на девизните средства во странски банки.

Подобрувањето на состојбата и прогнозите за глобалната и домашна економија коишто имаа позитивен ефект врз надворешната позиција и очекувањата, отворија простор за олабавување на монетарната политика. На крајот на ноември 2009 година, НБРМ донесе одлука за намалување на каматната стапка на благајничките записи од 9% на 8,5%.

По намалувањето на каматната стапка на крајот на ноември 2009 година, во првата половина од 2010 година, НБРМ во пет наврати изврши постепено намалување на основната каматна стапка за вкупно 350 базични проценти. Со тоа каматната стапка на благајничките записи во јуни 2010 година се сведе на 5%.

Ваквата монетарна реакција беше условена од задржувањето на континуитетот на релативно поволните движења на девизниот Пазар, и подобрите прогнози за надворешниот сектор. Аргументи во прилог на олабавување на монетарната политика, дојдоа и од реалниот сектор на економијата имајќи предвид дека остварувањата од првиот квартал укажаа на сè уште крeвко закрепнување на економската активност и простор за поактивна кредитна поддршка од страна на банкарскиот сектор.

Треба да се има предвид, дека во услови на слаба домашна побарувачка кредитната активност на банките не претставуваше позначителен фактор на ризик за макроекономската стабилност. Позицијата на монетарната политика беше дополнително олеснета од задоволителното ниво на девизни резерви како клучен амортизер на потенцијалните шокови.

Секако, намалувањето на основната каматна стапка беше во прилог на полесно надминување на негативните последици од кризата врз реалниот сектор, без да се загрози одржувањето на ценовната стабилност и стабилноста на девизниот курс. Очекувањата беа во насока на раздвигување на кредитниот Пазар, и постепено враќање на оптимизмот кај инвеститорите и потрошувачите создавајќи поволни услови за одржлив излез на домашната економија од фазата на рецесија.

И покрај намалувањето на основната каматна стапка, банките продолжија со засилено инвестирање на своите слободни средства во безризични инструменти на НБРМ, при што во првиот квартал побаруваа износ повисок од достасаниот за 11,7%. Ваквите поместувања укажуваа на сè уште присутната одбивност кон ризик на банките, односно воздржаност од пласирање на слободните средства во форма на кредитни продукти кај приватниот сектор од една страна и намалена емисија на државни хартии од вредност, како алтернативен безризичен инструмент, од друга страна. Веќе од вториот квартал беа видливи знаци на прилагодување на банките на

пониската каматна стапка на НБРМ преку значително намалување на побарувачката на благајнички записи.

Во втората половина на 2010 година, продолжи олабавувањето на монетарната политика. Имено, во август, НБРМ повторно ја намали основната каматна стапка за 0,5 п.п. односно на 4,5% и во декември на 4% што претставува историски најниско ниво. Одлуката беше овозможена од релативно стабилниот девизен пазар при умерено раздвижување на кредитниот пазар, ниска инфлација и подобрување на индикаторите и оценките за надворешниот сектор.

Во текот на 2011 година, НБРМ ја задржа основната каматна стапка непроменета на 4%. По фазата на постепено олабавување на монетарните услови, карактеристична за целата 2010 година, одржувањето на непроменето ниво на каматна стапка произлезе од стабилните движења на девизниот пазар, продолжување на закрепнувањето на домашната економска активност и умерено забрзување на растот на општото ценовно ниво.

Во текот на февруари 2011 година, НБРМ воведе нов инструмент – запис за шестмесечен депозит кај НБРМ. Новиот инструмент беше насочен кон поддршка на финансиската стабилност. Во текот на месец септември 2011 година, НБРМ направи промени во поставеноста на монетарниот инструмент □ задолжителна резерва (стапува на сила 11.1.2012 година) и во Одлуката за управување со ликвидносниот ризик на банките (стапува на сила 1.10.2011 година). Целта на овие промени беше поефикасно управување со ликвидноста од страна на банките и стимулирање на долгорочното штедење, што од своја страна би придонело за поповолен економски амбиент, без притоа да се загрози ценовната стабилност, стабилноста на девизниот курс и финансиската стабилност.

Кај монетарниот инструмент, **задолжителна резерва** главна измена е ослободувањето на банките од издвојување задолжителна резерва (примена на стапка на задолжителна резерва од 0%) за обврските на банките кон физичките лица за орочени депозити со договорна рочноста над две години, како и на обврските врз основа на репо трансакции во денари. Оваа измена има за цел да го поттикне долгорочното штедење од страна на физичките лица, како и развојот на репо пазарот како сегмент на пазарите на пари. Со овие измени може да се очекува дека ќе се ослободи еден дел од средствата на банките пласирани во задолжителна резерва што ќе значи дополнителен потенцијал на банките за кредитирање на приватниот сектор.

Со промените во **Одлуката за управување со ликвидносниот ризик** на банките се изврши олабавување на условите за исполнување на пропишаното минимално ниво на ликвидност од страна на банките. Имено, во услови на зајакната ликвидност на банките, оваа промена имаше за цел да се овозможи полесно управување со ликвидноста од страна на банките што од своја страна може да даде позитивен импулс врз кредитниот раст и поддршка на економската активност.

Во следниот период потребна е голема внимателност во поглед на спроведувањето на монетарната политика. Имено, главните ризици се поврзани со темпото на закрепнување на светската економија, пред сè земјите од ЕУ, развојот на должничката криза во еврозоната и непредвидливоста на последиците врз македонската економија. Послабиот раст на земјите од ЕУ може да доведе до

послаби извозни остварувања и помали капитални приливи во нашата земја, а со тоа и притисоци врз девизните резерви.

5.4.2. Владини мерки за надминување на кризата

Македонските претпријатија сериозно ги чувствуваат последиците од намалената деловна активност на своите партнери од регионот и од Европа. За извозниците тоа значи намалено производство, ниски приходи и опасност за самите работници. За да ги ублажи последиците, Владата во целиот период од почетокот на глобалната финансиска криза, донесе повеќе пакети антикризни мерки наменети за помош на македонското стопанство.

Како резултат на рецесијата во којашто се наоѓаа нашите најголеми трговски партнери, а со цел да се ублажат ефектите од кризата врз фирмите и да се подобри нивната финансиска кондиција, во ноември 2008 година Владата го донесе **првиот пакет на антикризни мерки**. Вкупниот проценет износ на фискалниот стимул за домашната економија со овој пакет-мерки беше 330 милиони евра. Мерките од овој пакет беа насочени кон претпријатијата со нарушена ликвидност и наталожени проблеми од минатото, но и кон фирмите што добро работат.

Во склоп на овие мерки беа воведени олеснувања кај данокот на добивка, со што фирмите се стекнаа со право да ги искористат заштедените средства за одржување на ликвидност, исплата на плати и задржување на вработените во време на намален извоз.

Меѓу другите мерки беа намалувањето на царинските давачки за увоз на сировини и намалување на стапките за социјални придонеси воведени повторно со истата и единствена цел – справување со економската криза со што помали последици врз економскиот стандард на граѓаните, одржување на макроекономската стабилност и стабилноста на девизниот курс.

Во рамките на овој владин пакет беа преземени и мерки за поддршка на претпријатијата со наследени и долгогодишни ликвидносни проблеми и наталожени долгови кон државата заради лошата приватизација во раните 90-ти. Овие мерки беа во насока на решавање на проблемот со хронична презадолженост на овие фирми преку отпишување на собраните неисплатени камати на даноци и придонеси, но и трансформација на даночните долгови на поранешни државни претпријатија во траен влог односно во државни акции.

Во текот на 2009 година, со влошување на економските показатели, владата во два наврати објавуваше мерки за справување со кризата.

Во текот на месец март 2009 година, владата како **втор пакет антикризни мерки** ја донесе осумгодишната Програма за реализација на инфраструктурни проекти во вкупен износ од околу 8 милијарди евра. Пакетот мерки опфаќаше проекти во патната и железничката инфраструктура, енергетскиот сектор, станбената изградба, животната средина, спортската инфраструктура и други капитални проекти. Овој пакет мерки беше насочен кон усогласување на буџетската потрошувачка и дизајнирање буџет, насочен кон инфраструктурата и капиталните инвестиции. Функционалноста на проектот е несомнена, од една страна

ќе се обезбеди патна инфраструктура којашто со години наназад создава пречки при поврзувањето на различни региони од земјата, а од друга страна ќе има влијание врз економскиот раст главно преку поддршката на градежниот сектор. На долг рок, овој пакет-мерки беше насочен кон подобрување на конкурентноста на македонската економија.

Во текот на месец април 2009 година, владата го најави **третиот пакет антикризни мерки** - нови 70 мерки со цел да ги ублажи ефектите од кризата врз македонската економија. Овие мерки беа насочени кон три сегменти:

- Ребаланс на Буџетот - Во рамки на овој сегмент, позначајни мерки во насока на намалување на буџетските трошоци се: привремена забрана за нови вработувања во јавната администрација во 2009 година, контрола на вработувањата преку агенциите за привремени вработувања, одложување на зголемувањето на платите од 10%, намалување на тековните расходи за 16%, во просек, продолжување на забраната за непродуктивни расходи до крајот на годината, редуцирање на трошоците кои се однесуваат на рекламирање, спонзорства, бизнис патувања, строга контрола над менаџерските бенефиции и плати во јавните претпријатија, намалување на тековните и капиталните расходи на јавните претпријатија, препорака за намалување на издатоците за локалната администрација и др.
- Кредитна поддршка на претпријатијата, односно директна поддршка на малите и средните претпријатија од извозниот сектор и од останатите сектори од економијата¹⁹³.
- Други мерки за поддршка на претпријатијата коишто се однесуваат на: 54 мерки за поедноставување на царинското работење и побрз проток на стоките на граница, во рамки на II фаза од Регулаторна гилотина; прифаќање на десетина мерки предложени од страна на стопанските комори; прифаќање на дел од мерките за поддршка на превозниците.

Третиот пакет антикризни мерки во 2009 година беше најконкретен во делот на кредитната поддршка на малите и средните претпријатија, со 100 милиони евра од Европската инвестициона банка и 60 милиони евра од домашните банки, сите насочени кон обезбедување на кредити за македонските компании. Значењето на оваа мерка е разбирливо ако се има предвид фактот што речиси 99% од претпријатијата се регистрирани како мали и средни и во нив се вработени 55% од вработените во приватниот сектор.

Четвртиот пакет на антикризни мерки кој беше објавен во март 2010 година се состоеше од 24 мерки коишто се таргетирани во областите на даночната политика, кредитната политика, земјишната политика, имотно-правните прашања, земјоделството, градежништвото и социјалната политика. Овој пакет антикризни мерки истовремено е пропратен со мерки на третата фаза на регулаторната гилотина и мерки за подобрување на деловната клима.

¹⁹³ пакетот со овие мерки се состои од четири програми за поддршка на економијата: Програма за кофинансирање и гаранции за долгорочни инвестициски кредити и субвенционирање камата; Програма за кофинансирање и гаранции за кредити за обртни средства и субвенционирање камата; Програма за субвенционирање камати за краткорочни кредити за обртни средства; и Програма за гаранции

Со четвртиот пакет на антикризни мерки се прават измени во Законот за ДДВ со кој фирмите наместо на 15-ти можат да ги плаќаат обврските по однос на ДДВ на 25-ти во месецот. Исто така, со овие мерки се предвидува намалување на надоместокот за приватизација на градежното земјиште кај правните лица за 30%, подобрување на условите за користење на кредитната линија од Европската инвестициона банка и Македонската банка за поддршка на развојот. При тоа се предвидува воведување нова кредитна линија за поддршка на микро, мали и средни трговски друштва, воспоставување фонд за земјоделско земјиште наменет за доделување на невработени лица кои живеат во руралните средини, скратување и забрзување на повеќе постапки во делот на градежништвото.

Со овој пакет мерки се предвидува спречување на увозот на производи кои не се произведени по одредени меѓународни стандарди што ги има прифатено нашата земја со цел заштита на домашните производители и потрошувачи од несоодветна конкуренција.

Во текот на јуни 2010 година, Владата донесе нов пакет мерки за штедење. Овие мерки предвидуваат: намалување на платите на премиерот, министрите, замениците министри и на именуваните државни функционери за 10% до 2011 година; пролонгирање на замрзнувањето на платите во јавниот сектор до септември 2012 година; 80% од добивката, јавните претпријатија да ја уплаќаат во буџетот во текот на 2010 и 2011 година; да не се доделуваат К-15 и награди за вработените во текот на 2010 и 2011 година; се намалуваат надоместоците за управни и надзорни одбори за 30% во текот на 2010 и 2011 година; се укинуваат дневниците за патување во земјата, додека дневниците за патување во странство се намалуваат за 30% до крајот на 2011 година; намалување на лимитите за службените мобилни телефони за 30% заклучно со 2011 година; намалување на апанажата во однос на досегашното решение кои обезбедуваше 12 месечна апанажа независно колку функционерот бил на функција.

Во текот на 2011 година, владата продолжи со донесување на нови пакет мерки. Имено во текот на септември 2011 година беа донесени мерки кои имаа цел подобрување на бизнис климата, кои ќе имаат позитивно влијание врз стандардот на граѓаните и подобрување на можностите на компаниите. Со овие мерки посветинува зелената карта за патничките и товарните моторни возила; се намалува ДДВ-то од 18% на 5% за туристички услуги (фокусот е на туризмот каде што се креираат поголем број работни места, поголеми девизни приливи, се овозможува локален економски развој и промоција на културното наследство) и за прометот и увозот на сурово масло коешто се употребува при производство на масло за јадење (што ќе се одрази на крајната цена на малсото за јадење); даночните обврзници чиј вкупен приход остварен во претходната година по сите основи не изнесува повеќе од три милиони денари целосно ќе бидат ослободени од обврската за плаќање на данок на добивка. На трговските друштва коишто во текот на годината остваруваат 3 до 6 милиони денари приход со измените на Законот за добивка ќе им се овозможи избор на моделот за оданочување (ќе имаат можност за плаќање данок на вкупен приход во висина од 1%, наместо данок на добивка од 10% согласно постојното законско решение). Со овие мерки се стимулира развојот на приватниот сектор, самовработувањето, формирањето на нови и растот на постојните мали бизниси.

Во исто време беше донесен и предлог закон за субвенционирање на кредити за купување стан и куќа (пола-пола рата за првите пет години или 50% учество за купување на стан или изградба на куќа), со цел да се помогне на оние граѓани на кои не им е решено станбеното прашање. Во исто време, со спроведување на законот ќе се поттикнат активностите и вработувањето во секторот граѓиништво, а со прелевање на ефектите, ќе се поттикне активноста и во други сектори од економијата.

Кон крајот на 2011 година се донесоа мерки со кои се предвидува намалување на царините на сировините и репроматеријали во земјоделството, прехранбената и машинската индустрија. Овие мерки имаат за цел да придонесат за зголемување на продуктивноста на компаниите, за развој на малите и средните претпријатија и отворање на нови работни места. Во исто време со овие мерки се подобрува конкурентноста на македонското стопанство односно се помага на домашните фирми со пониски царини и пониски тришоци за влез да произведуваат и извезуваат повеќе.

5.5. Потенцијални ризици и препораки за македонската економија

Постепеното закрепнување на домашната економија (од ефектите од глобалната финансиска криза) во текот на 2010 година, беше прекинато кон средината на 2011 година, во услови наметнати од интензивирањето на европската должничка криза - намалена странска побарувачка и намалување на цените на нашите главни извозни производи.

Имено, кон крајот на 2010 година, дојде до повторна дестабилизација на одредени сегменти на глобалниот финансиски пазар, што произлезе од проблемите со преголемите долгови на одредени земји членки од еврозоната. Иако преземените мерки за финансиска поддршка (финансиски пакети од страна на ЕЦБ, ЕУ и ММФ) навидум ги смируваа тензиите на финансиските пазари, сепак и понатаму постои стравот од банкрот на Грција, можната зараза во рамките на еврозоната, па дури и распад на монетарната унија.

Главните ризици околу темпото на економско закрепнување на нашата земја произлегуваат од: темпото на закрепнување на светската економија, пред сè земјите на ЕУ како наши најважни трговски партнери, надворешната позиција на економијата, движењето на цените на металите како главен извозен производ, движењето на цените на храната и нафтата, движењата на пазарот на труд, очекувањата на економските субјекти, влезот на странските директни инвестиции и сл.

Европската должничка криза ги направи неповолни трендовите во земјите членки на еврозоната, како наш најзначаен трговски партнер, што укажува на забавување односно надолно движење на растот на економската активност на нашата земја во следниот период. Неповолната економска состојба на нашите најзначајни трговски партнери можеме да очекуваме да се одрази неповолно врз инвестициите, што заедно со падот во производството и забавувањето на извозот ќе доведе и до забавување кај увозот.

Бавното закрепнување на извозната побарувачка би значело понизок извоз од очекуваниот и генерално послаби остварувања во извозниот сектор (помала

искористеност на капацитетите, пониско производство и пониска вработеност). Овој фактор на ризик освен директните ефекти преку помала извозна активност и помали капитални приливи, има и индиректни ефекти преку очекувањата на домашните субјекти и со тоа влијание врз нивната склоност кон потрошувачка и инвестиции.

Сепак, голем дел од проблемите во надворешнотрговскиот сектор произлегуваат од неадекватната структурираност на македонската економија:

- Висок степен на увозна зависност при увозот на сировини, репроматеријали и готови производи за коишто не постои замена во домашната економија
- Чувствителност на извозот на надворешни шокови односно:
 1. Низок степен на географска диверзификација на извозот, што ја прави македонската економија чувствителна на негативните движења во економиите на земјите што се најголеми увозници на нашите производи
 2. Низок степен на производствена диверзификација на извозот кај две групи производи (железо и челик и текстилни производи) што придонесува македонската економија да биде исклучително чувствителна на шокови, какви што се случија во текот на 2008 и 2009 година (намалување на цената на металите на светските берзи и намалување на побарувачката за текстилните производи).

Иако во текот на 2007 година, беше забележан пораст на извозот, тој се должеше на растот на цената на металите, а не на одредени реструктурирања на македонскиот извоз во правец на зголемување на учеството на производи или услуги со повисока додадена вредност. Структурата на извозот, заснована врз производи со ниско ниво на обработка и зависна од конјуктурните движења на светските пазари не може да претставува солидна основа за подобрување на надворешнотрговската размена на домашната економија. Во таа смисла од пресудно значење е подобрувањето на степенот на техничко-технолошката опременост на економските субјекти, како и подобрувањето на образовниот профил на македонската работна сила. Инвестициите во иновации и истражувања и воведување на нови технологии ќе значат подобрување на конкурентноста, динамизирање на економската активност и создавање нови работни места. Воведувањето на стандарди и сертификати за квалитет, со цел препознавање на нашите производи во развиените пазарни економии како и инвестиции во нови лаборатории за истражувања и верификација на квалитетот, исто така би придонеле за подобрување на конкурентноста на нашите производи и услуги.

Во иднина, можните мерки за намалување на трговскиот дефицит би можеле да се насочат во следниве правци:

- На страната на извозот – 1.) Субвенционирање на дел од извозните гранки (металската индустрија) и откривање на нови пазари во странство, односно земји што не се или се помалку погодени од кризата (хемиска, текстилна индустрија, земјоделство). 2.) Дополнително, државата нема свои бренд производи по коишто би била препознатлива на странските пазари. Во таа насока, во иднина треба да се обрне поголемо внимание на мерките, начините и можностите за реструктурирање на економијата во насока на нејзината

извозна ориентираност. 3.) Со оглед на тоа што 90% од вкупниот извоз се реализира во земјите од ЕУ и Западен Балкан, натамошната либерализација со овие земји преку спогодбата за стабилизација и асоцијација и ЦЕФТА ќе даде позитивни ефекти врз трговскиот биланс

- На страната на увозот – да се зголемат акцизите на одредени производи (за поскапите автомобили, нафта и нафтени деривати, цигари, алкохол, благородни метали и сл.) На тој начин ќе дојде до поскапување, а со тоа и до намалување на увозот на соодветните стоки и услуги

Инфраструктурата игра важна улога во подобрувањето на деловната клима и конкурентноста на домашната економија. За нашата земја од стратешка важност е развојот на коридорите 8 и 10, како во транспортната, така и во енергетската инфраструктура. Изградбата на автопатите низ овие коридори ќе создаде поповолни услови за забрзување на трговската и економската соработка со земјите од регионот и пошироко. Покрај транспортот, за развојот на индустријата во намалување на трошоците и подобрување на конкурентноста важна улога игра и енергетската инфраструктура, односно интерконекциите за електрична енергија со земјите од регионот, како и гасификацијата како алтернативен извор на енергија покрај електричната енергија.

Во следниот период можеме да очекуваме намалени инфлациски притисоци како резултат на очекувањата за пониски светски цени на храната и енергијата, поврзано со послаб раст од очекуваниот на глобалната економија, како и поголемо забавување на домашната економска активност од очекуваното.

Постојаниот раст на депозитниот потенцијал, како и стабилноста и сигурноста на банкарскиот систем укажуваат на тоа дека во наредниот период постои простор за посилна кредитна активност на банките. Но, и покрај солидниот потенцијал кај банките за зголемена кредитна активност (односот на кредитите и депозитите во ноември 2011 година, изнесува 90%), кај банките е присутна поголема воздржаност за дополнителна кредитна изложеност.

Банкарските согледувања за присуство на с□ уште релативно високо ниво на ризици придонесоа за конзервативен пристап кон нова кредитна изложеност, а во главниот фокус на банките беше обезбедувањето сигурност во пласирањето на средствата. Имено тие се насочија кон инвестирање во безризични хартии од вредност-благајнички и државни записи.

Обемот на кредитирање во следниот период во најголема мера ќе зависи од квалитетот на кредитните барања и кредитната способност на клиентите. Имено, посилна динамика на економски раст би делувало позитивно врз кредитната способност на приватниот сектор, а со тоа и врз подготвеноста на банките за поголемо кредитирање. Воедно банките, покрај олеснувањето на каматните услови¹⁹⁴, ќе треба да ги олабават и останатите услови чиешто олеснување е значајно за поголема достапност до кредити: обврските за обезбедување, покриеноста на кредитите со обезбедување, достасувањето на заемите и сл.

¹⁹⁴Во согласност со намалувањето на стапката на благјаничките записи од страна на НБРМ

Сепак, согледувањата на банките за степенот на ризик, економската состојба на земјата и финансиската состојба на приватниот сектор ќе бидат основните фактори од коишто ќе зависи динамиката на кредитниот раст во наредниот период. Во следниот период актуелизирањето на прашањето околу проблемите со европската должничка криза и евентуалните ефекти врз домашната економија можат да влијаат на однесувањето на банките во поглед на воздржаност од дополнителна кредитна активност кон приватниот сектор.

Што се однесува до пазарот на капитал во следниот период, неговото раздвижување во голема мера ќе зависи од случувањата во еврозоната, што с□ уште претставува фактор на неизвесност и може да делува врз зголемената аверзија кон ризик кај домашните и странски инвеститори. Дополнителна причина којашто може да придонесе за намалување на склоностите за инвестирање на пазарот на капитал во нашата земја се и очекувањата за постепено забавување на растот на домашната економија и на економиите од регионот, како резултат на забавената странска побарувачка.

Главниот поттик на пазарот на капитал, треба да дојде од инвестициите на странските инвеститори коишто и понатаму се воздржани, при оцени за бавно закрепнување на глобалната економија. Потребен е подолг период на постојан и одржлив раст на економијата и позитивни остварувања на компаниите за да може да дојде до повторен раст на присуството на странските инвеститори на домашниот пазар на капитал.

Во случајот со македонската берза, евентуалното зголемување на интересот на странските инвеститори за повторно враќање на Македонската берза е условено од повеќе фактори како што се: заздравувањето на глобалните берзи, брзината со којашто тоа би се почувствувало во нашиот регион, апетитите на странските инвеститори за преземање на ризици во еден посткризен и неизвесен период, брзината на заздравување на домашниот реален сектор, унапредувањето на финансиската позиција на домашните претпријатија, како и приносите коишто би ги обезбедиле домашните хартии од вредност.

На крај, интеграциите во ЕУ и НАТО се клучни за стабилноста и економската перспектива на земјата. Во услови на глобализација, за мала и отворена економија, како нашата земја, интеграцијата е клучна за проширување на пазарите и зголемување на инвестициите коишто ќе придонесат за креирање на нови работни места и подобрување на животниот стандард.

ЗАКЛУЧОК

Ж

Глобалната финансиска криза којашто започна во 2007 година, го привлече вниманието на светската финансиска јавност. Со разорните последици што глобалната финансиска криза ги имаше врз реалните економии и финансиските пазари на глобално ниво, го заслужи епитетот најлоша криза по Големата Депресија од триесетите години од минатиот век.

Годините што претходеа на кризата, беа години на висок економски раст на глобално ниво. Имено, постоеше висок раст на продуктивноста, а стапката на инфлација беше стабилна во повеќето земји укажувајќи дека растот во активноста беше во согласност со растот на економскиот потенцијал. Краткорочните каматни стапки беа исклучително ниски во годините пред кризата, што укажуваше на експанзивната монетарна политика. Централните банки ја одржуваа ниската и стабилна стапка на инфлација со ниски реални каматни стапки.

Ниските реални долгорочни каматни стапки го одразуваа високото ниво на штедење на глобално ниво. Особено, високата побарувачка за сигурни средства од страна на азиските и земјите извознички на нафта придонесоа за намалување на приносот на долгорочните државни хартии од вредност. Реалните долгорочни каматни стапки останаа на ниско ниво и по затегнувањето на монетарната политика што беше извршено во 2003 година. Периодот пред кризата се карактеризираше со огромни глобални дебаланси, односно, висок дефицит на тековната сметка на САД и високи суфицити на тековните сметки на остатокот од светот. Корените на овие дебаланси произлегуваа од: 1.) високите заштеди во Азија (особено Кина) и земјите извознички на нафта и ниското ниво на штедење во САД; 2.) преференциите за инвестирање на глобално ниво во средствата во САД коишто се сметаат за помалку ризични и поликвидни во споредба со повеќето други средства. Оваа географска дистрибуција на заштеди и преференции за вложување на средства, придонесе за големи приливи на капитал од азиските и земјите извознички на нафта во САД.

Од една страна, ниските каматни стапки и капиталните приливи во САД, го потхранија создавањето на системскиот ризик. Сепак, главниот виновник мора да се бара во недостатокот на регулација. Ниските каматни стапки заедно со зголемениот и прекумерен оптимизам, ги зголеми цените на средствата (цените на акциите, недвижниот имот) во САД, како и во други развиени земји и земји во развој. Капиталните приливи поттикнати од побарувачката за државни хартии од вредност придонесоа приносите на државните хартии од вредност (сафе асете) да бидат ниски. Приватните инвеститори бараа финансиски средства што нудат поголем принос. Делумно како одговор на зголемената побарувачка, финансискиот систем создаде нови инструменти коишто практично беа многу поризични отколку што се мислеше во почетокот на нивното создавање. Широката употреба на специјалните наменски правни лица ја маскираше рочната неусогласеност што постоеше во

банкарскиот систем и неговата ранливост на ликвидносни шокови. Со соодветна регулација требаше овие случувања да бидат сопсени, но тоа не се случи.

Особено значајно е статистичкото испитување на влијанието на финансискиот леверидж врз процентуалната промена на пазарната капитализација, на инвестиционите банки од САД, Европа и Јапонија. Врз основа на извршената анализа се потврдува дека повисокиот коефициент на финансиски леверидж придонесува за поголемо намалување на пазарната капитализација на набљудуваните инвестициони банки.

Ниските каматни стапки во 2000 година, придонесоа за огромното задолжување, што придонесе за зголемување на финансискиот леверидж на финансиските институции. Врз основа на направената анализата за висината на финансискиот леверидж и анализата за рочната неусогласеност на средствата и обврските на петте најголеми инвестициони банки во САД (Беар Стеарнс, Лехман Бротхерс и Мерилл Линч, Голдман Сајкс и Морган Станлес) можеме да заклучиме дека зголемувањето на финансискиот леверидж кај анализираните инвестициони банки во САД во период од 2003 година до 2007 година, ги зголеми нивните загуби за време на кризата. Високиот финансиски леверидж, надополнет со зголеменото користење на краткорочен долг, како и рочна неусогласеност на средствата и обврските беше клучен фактор за загубата на довербата на инвеститорите, ликвидносни и проблеми со солвентноста, како резултат на тоа што само дел од нив ја преживеаја финансиската криза.

Процесот за справување со кризата на глобално ниво се одвиваше во три основни фази. **Првата фаза** опфаќаше интервенции со цел да се запре пренесувањето на кризата и враќање на довербата во системот. Таа содржеше интервенции со цел зајакнување на финансиските сектори во земјите зафатени од кризата. На макроекономско ниво, ова вклучуваше политички акции како што се намалување на каматните стапки, зголемување на понудата на пари, квантитативни олеснувања и враќање на довербата во кредитните пазари. На микроекономско ниво, вклучуваше акции за решавање на непосредните проблеми и ефекти од кризата вклучувајќи финансиски пакети за спас на компаниите со проблеми, гарантирање на депозитите во банките, капитални инјекции, отстранување на „токсичните“ средства и реструктурирање на долговите. Ова во некои случаи вклучуваше мерки без преседан. Преземените активности беа насочени кон спасување на финансиските институции коишто се сметаше дека се „премногу големи за да пропаднат“, вклучуваа преземање од страна на владата на финансиски институции, спојување и аквизиции и купување од страна на владата на проблематична актива. Голем број од високо развиените земји и земји во развој ги спроведуваа делумно или во целост овие акции.

Во **втората фаза** земјите се справуваа со секундарните ефекти од кризата, посебно со глобалната рецесија и бегството на капитал од земјите во развој. Финансиската криза наскоро се прошири во реланиот сектор и имаше негативно влијание врз целата економија, производството, фирмите, инвеститорите и домаќинствата. Голем број од земјите, посебно оние во развој почувствуваа пад на извозот и цените на стоките. Во овие случаи владите се свртеа кон традиционалните монетарни и фискални инструменти со цел да се справат со рецесијата, намалувањето на даночните приходи и зголемувањето на невработеноста. Како

одговор на рецесијата или забавувањето на економската активност многу земји усвојуваа пакети со фискални стимули дизајнирани да помогнат во економското закрепнување.

Третата фаза вклучуваше промени во финансискиот систем, со цел да се минимизира ризикот и да се спречат идни кризи. Со цел да им се даде на овие промени и предлози политичка поддршка, светските лидери започнаа серија на меѓународни состаноци со цел регулација и надзор на финансиските пазари, деривативни инструменти и 'хедџинг' активности, стандарди за адекватност на капиталот, како и шеми за финансирање и спроведување на идни финансиски интервенции доколку е потребно. Притоа беа дадени конкретни препораки во следните области: избегнување на регулаторни политики коишто ги влошуваат подемите и падовите на бизнис циклусот; разгледување и усогласување на глобалните сметководствени стандарди, а особено комплексните хартии од вредност во кризен период; зајакнување на транспарентноста на пазарите на кредитни деривативи и намалување на системските ризици.

Кризата не ја заобиколи и Република Македонија. Македонската економија не беше директно погодена од превривањата на меѓународните финансиски пазари, но почнувајќи од средината на 2007 година, се појави зголемено ниво на макроекономски ризици. Како и поголемиот дел од економиите во светот, во РМ започнаа да се чувствуваат зголемени инфлациски притисоци како одраз на засилените глобални инфлациски притисоци, предизвикани од порастот на цените на енергенсите и храната. Дополнителен фактор на ризик претставуваше и влошувањето на надворешната позиција на РМ. Имено, кризата се пренесе врз македонската економија во голема мерка преку надворешниот сектор. Така, индустријата како сектор којшто беше најмногу ориентиран кон извоз, почувствува и најголеми последици од глобалната економска криза. Контракцијата на светската трговска размена придонесе за намалување на странската побарувачка за македонските извозни производи. Притоа први и најмногу погодени од кризата беа извозно ориентираните претпријатија. Металуршката индустрија имаше најголем пад како резултат на намалувањето на побарувачката и цените на металите на светските берзи.

Кризата не ја заобиколи и македонската берза. Кон крајот на 2007 година и покрај објавените одлични резултати од страна на компаниите, нивните цени бележеа значителни падови.

Банкарскиот систем не беше директно погоден од глобалната економска криза, но индиректните ефекти од глобалните шокови се прелеаја преку домашниот реален сектор. Стабилноста на македонскиот банкарски систем се должеше пред сè на неговата затвореност кон меѓународните финансиски пазари, непостоењето на изложеност кон т.н. „токсични продукти“, неговата релативно силна капитална и ликвидносна позиција. Врз основа на направената анализа за висината на финансискиот левериџ кај анализираните македонски банки се потврдува дека македонските банки во годините пред почетокот на глобалната финансиска криза за разлика од инвестиционите банки во САД, имаа ниски нивоа на финансиски левериџ односно за периодот од 2003 до 2007 година имаа коефициенти на финансиски левериџ не повисоки од единаесет. Врз основа пак на направената анализа за рочната (не)усогласеност на средствата и обврските кај анализираните

македонски банки, се потврдува дека македонските комерцијални банки во годините непосредно пред почетокот на кризата имаа избалансирана рочна структура на нивните средства и обврски што во значителна мерка придонесе за стабилноста на македонскиот банкарски систем во текот на глобалната финансиска криза.

Глобалната финансиска криза ги истакна структурните слабости на домашната економија и високата изложеност на глобалните ценовни промени. Во текот на кризата дојде до израз значењето на високата концентрација на извозот во само неколку преработувачки дејности зависни од странската побарувачка, високата енергетска зависност на земјата од увоз и условеноста на размената од движењата на цените на енергентите и на металите на светските берзи.

Врз основа на компаративните анализи и споредби коишто беа направени во оваа докторска дисертација од страна на авторот се дадени потенцијалните ризици и препораки за македонската економија во поглед на надворешнотрговскиот сектор, увозот, извозот, трговскиот дефицит, движењето на стапката на инфлација, пазарот на капитал, инфраструктурата и сл.

ПРИЛОГ 1: ТАБЕЛИ

Табела бр.1: Состојба на тековни сметки на високоразвиените земји и земјите во развој (1996, 2000, 2004-2006)	20
Табела бр.2: Обврски и акционерски капитал на Лехман Бротхерс	102
Табела бр.3: Оперативни перформанси на АИГ	105
Табела бр.4: Структура на средствата и обврските на анализираните инвестициони банки во САД во 2007 година	111
Табела бр.5: Регресиона статистика	112
Табела бр.6: Волатилност на Сп500, (03.01.2005 - 30.11.2009)	122
Табела бр.7: Движење на цените на недвижностите во Европа (реален ценовен индекс на недвижности 1985=100)	148
Табела бр.8: Буџетски дефицит (-)/суфицит (+) во земјите членки на еврозоната, % од БДП (2007-2010)	171
Табела бр.9: Јавен долг во земјите членки на еврозоната, % од БДП, (2007-2010)	172
Табела бр.10: Износ на грчки долг во портфолијата на европските банки (септ.2011)	195
Табела бр.11: Стапка на финансиски левериџ и однос помеѓу материјален акционерски капитал и средства за европските банки, 2011 година	197
Табела бр.12: Волатилност на стапката на инфлација во земјите на ОЕЦД (1980-2009)	204
Табела бр.13: Обезбедени гаранции од земјите членки на еврозоната	247
Табела бр.14: Буџетски дефицити на одделни земји (% од БДП), 2005-2009	301
Табела бр.15: Рочна структура на средствата и обврските на анализираните македонски банки за 2007 година	337

ПРИЛОГ 2: ГРАФИКОНИ

Графикон бр.1: Биланс на тековните сметки на Кина, Азија, ЕУ, САД и земји извознички на нафта, како % од светскиот БДП (1980 - 2009)	16
Графикон бр.2: Билатерални салда на тековната сметка на САД со тековните сметки на Кина, Јапонија, ЕУ, ОПЕК (1999 - 2008)	17
Графикон бр.3: Реални каматни стапки на 5-годишни државни обврзници во Канада, САД, В.Британија, Јапонија, Германија, Италија и Франција (1971 - 2005)	24
Графикон бр.4: Краткорочни и долгорочни каматни стапки во САД (1999-2010)	25
Графикон бр.5: Референтната стапка на САД и препораките согласно Тејлоровото правило (2000 кв. 1 – 2009 кв.1)	28
Графикон бр.6: Стапка на штедење на глобално ниво (1990 - 2010)	30
Графикон бр.7: Стапки на штедење и инвестирање во САД, Кина, ЕУ, Јапонија, Азија, земји извознички на нафта, како % од БДП, (1990-2008)	31
Графикон бр.8: Проценета акумулација на резерви по региони, со исклучок на злато (1990 - 2006)	35
Графикон бр.9: Индекс на цени на недвижниот имот и берзанскиот индекс (<i>Сит</i>) во САД (1970 - 2006)	37
Графикон бр.10: Индекс на цени на објекти за домување во САД (1890-2006)	38
Графикон бр.11: Однос помеѓу цена на недвижен имот и расположлив доход по жител и однос помеѓу цена на недвижен имот и рента во САД, Јапонија, Германија, Франција, Италија, В.Британија, Канада, Австралија, Данска, Холандија, Ирска и Шпанија (1970 - 2005).....	40
Графикон бр.12: Номинални и реални цени на објекти за домување и тренд на движење на цените на објектите за домување во САД (1970-2010)	43
Графикон бр.13: Вкупно издадени кредити и издадени кредити со лош квалитет во САД (1994-2007)	46
Графикон бр.14: Стапка на сопственици на домови (<i>Хомеонерсхий райџе</i>), 1965-2009	47
Графикон бр.15: Рефинансирање со кеш (<i>цасх-оуџ хоме морџџаџе рефинанцинџ</i>), 1998-2007	49
Графикон бр.16: Процент на кредити коишто се со задоцнување 60 дена или повеќе, по година на издавање (2000 - 2007)	50
Графикон бр.17: Пазарно ориентирано финансирање и депозитно ориентирано финансирање (1990 кв. 1 – 2008 кв. 3)	51
Графикон бр.18: Секјуритизација на хипотекарни кредити, во % (1995-2008).....	55
Графикон бр.19: Вкупен износ на неагенциски секјуритизирани хипотекарни кредити (1995 - 2008)	55
Графикон бр.20: Износ на постоечки хипотекарни кредити, секјуритизирани и несекјуритизирани, (1995 - 2008)	56

Графикон бр.21: Конструкција на колатерализирани обврска за долг (<i>цоллајтерализед дебиџ облигацион ЦДО</i>)	59
Графикон бр.22: Вредност на кредитни дефолт свопови - (<i>ЦДС</i>) во САД (2001-2008)	64
Графикон бр.23: Намалување на кредитните рејтинзи од страна на кредитните рејтинг-агенции (2001 кв.1 – 2007 кв.1)	67
Графикон бр.24: Левериџ на домаќинствата во САД (1987 кв.1 – 2008 кв.4)	70
Графикон бр.25: АВХ индекси (2007-2009)	85
Графикон бр.26: Каматен распон на комерцијалните хартии од вредност со рочност преку ноќ и референтната стапка на ФЕД (Јануари 2004 - Октомври 2008)	92
Графикон бр.27: Комерцијални хартии од вредност во оптек (Јануари 2004 – Октомври 2009)	93
Графикон бр.28: Издавање на комерцијални хартии од вредност, (Јануари 2004 – Октомври 2009)	95
Графикон бр.29 : Движење на ТЕД распон (август 2002 - август 2009)	96
Графикон бр.30: Движењето на цената на акцијата на Беар Стеарнс (јануари 2007-март 2008)	100
Графикон бр.31: Движење на <i>ЦДС</i> спредовите за вкупно 45 банки од САД и Европа (јули 2002 – ноември 2008)	103
Графикон бр.32: Движење на цената на акциите на <i>Фанниџ Маџ</i> и <i>Фреддиџ Маџ</i> (јануари 2007 – јули 2008)	108
Графикон бр.33: Движење на цената на <i>ЦДС</i> на <i>Фанниџ Маџ</i> и <i>Фреддиџ Маџ</i> на 5 - годишен долг со приоритет при исплата (<i>сениор дебиџ</i>) и 5-годишен долг со послаб приоритет при исплата (<i>субординаџед дебиџ</i>) (јануари 2007 - јули 2008)	109
Графикон бр.34: Финансиски левериџ на анализираните инвестициони банки во САД, (2003-2007)	110
Графикон бр.35: Корелациона линија	113
Графикон бр.36: Дијаграм на растурање.....	114
Графикон бр.37: Деловен циклус.....	115
Графикон бр.38: Индустрии кои го победуваат просекот	116
Графикон бр.39 : Компаративна споредба на приносот на индуstriите, декември 2008 година	116
Графикон бр.40: Процентуална промена на вредноста на светските берзански индекси 2008/2007.....	118
Графикон бр.41: Движење на <i>Доњ Јонес Индустриал Авераџџ</i> (2007-2011)	119
Графикон бр.42: Индекс на волатилност (<i>ВИЦ Индеџ</i>), 2007-2011	121
Графикон бр.43: Стапка на раст на фиксни инвестиции (2004 кв.3 – 2009 кв.2).....	123
Графикон бр.44: Раст на потрошувачката (2004 кв.3–2009 кв.2).....	123
Графикон бр.45: Стапка на раст на БДП во САД (2007-2011).....	124
Графикон бр.46: Индекс на потрошувачки цени (% годишна промена), август 2007 - јуни 2008.....	126
Графикон бр.47: Стапка на инфлација во САД (годишна промена на <i>ЦПИ</i> индекс), 2007-2011	127
Графикон бр.48: Стапка на невработеност во САД (2007 - 2011)	128
Графикон бр.49: Стапка на невработеност во САД и учество на долгорочна невработеност (1979-2010)	130

Графикон бр.50: Тековна сметка на САД, (1985-2010).....	132
Графикон бр.51: Движење на вредноста на доларот во однос на еврото, (2007-2011).....	134
Графикон бр.52: Буџетски дефицит/суфицит во САД (2000-2021), остварен и проекција...	140
Графикон бр.53: Движење на цената на нафтата, (2007-2011)	141
Графикон бр.54: Индекс на цени на недвижности во САД наспроти Европа (2000-2009)....	149
Графикон бр.55: <i>ЛИБОР – ОИС</i> распон (јануари 2006 – април 2009)	152
Графикон бр.56: Бруто домашен производ на еврозоната, квартален пораст, (2007-2011)	153
Графикон бр.57: Бруто домашен производ на одделни земји од еврозоната (2007-2011)	157
Графикон бр.58: Стапка на инфлација во еврозоната (2007-2011)	158
Графикон бр.59: Стапка на инфлација за поединечни земји членки на ЕУ за декември 2011 година	160
Графикон бр.60: Стапка на невработеност во еврозоната, (2007-2011)	163
Графикон бр.61: Стапки на невработеност по земји членки на еврозоната (ноември 2011 година)	164
Графикон бр.62: Стапки на невработеност во одделни земји членки на еврозоната (2007-2011)	164
Графикон бр.63: Трговски дефицити во одредени земји од еврозоната, % од БДП (2000-2008)	176
Графикон бр.64: Каматни распони помеѓу државните обврзници на земјите од еврозоната и германската државна обврзница (Јануари 2008 - Мај 2010)	178
Графикон бр.65: Каматни распони помеѓу 10-годишните државни обврзници на Португалија, Италија, Ирска, Грција и Шпанија и Германската државна обврзница (2007 - 2011)	179
Графикон бр.66: Распони на 5-годишни кредитни дефолт свопови на државниот долг (<i>ЦДС суреадс</i>) на Германија, В.Британија, Франција, Белгија, Холандија и Австрија (јануари 2008 - септември 2011)	182
Графикон бр.67: Распони на 5 годишни кредитни дефолт свопови на државниот долг (<i>ЦДС суреадс</i>) на Грција, Португалија, Ирска, Кипар, Италија и Шпанија (јануари 2008-септември 2011)	183
Графикон бр.68: Вкупни средства на 25 најголеми банки на глобално ниво, како % од националниот БДП, 2010 година	194
Графикон бр.69: Берзански индекс во Исланд - <i>ОМЦ ИЦЕЦ15</i> , (2002-2008)	202
Графикон бр.70: Кредитни дефолт свопови на Исландските банки (<i>ЦДС</i>), април 2007 – јули 2009	206
Графикон бр.71: Берзански индекси во Исланд (2007 - 2010)	208
Графикон бр.72: Стапка на инфлација на Исланд (2003 - 2011)	210
Графикон бр.73: Движење на референтната стапка на САД (2005 - 2011)	214
Графикон бр.74: Процентуална промена на позајмувањето во САД (2008 кв. 2/ 2007 кв. 2)	215
Графикон бр.75: Каматен распон помеѓу три месечен <i>ЛИБОР</i> и референтната каматна стапка (јануари 2007-мај 2008, дневно)	219
Графикон бр.76: Репо стапка и референтна каматна стапка (февруари – април 2008 година)	220
Графикон бр.77: Користење на дисконтниот прозорец и <i>ПДЦФ</i> (1 јануари 2008-15 јули 2009)	223

Графикон бр.78: Вкупно комерцијални хартии од вредност во оптек (2008-2010)	225
Графикон бр.79: Каматен распон на меѓубанкарските депозити и краткорочните државни записи (2006-2010)	229
Графикон бр.80: Трошоци на задолжување на домаќинствата, компаниите и општините во САД, за периоди: 2003-2006; кулминација на криза; октомври 2010	229
Графикон бр.81: Референтна стапка на Европска централна банка (2006-2011)	237
Графикон бр.82: Клучни каматни стапки на ЕЦБ и ЕОНИА (јануари 2007- септември 2010)	241
Графикон бр.83: Средства кои се употребуваа како колатерал во кредитните операции на Евросистемот (2004-2010)	242
Графикон бр.84: Каматен распон помеѓу три месечен ЕУРИБОР и ОИС (овернигхт индекседа сај рајсе), јануари 2007- септември 2010	243
Графикон бр.85: Кредити на приватниот сектор (јануари 2007- јули 2010)	244
Графикон бр.86: Каматен распон помеѓу 10 годишни државни обврзници на Ирска, Грција, Шпанија, Италија и Португалија (ПИИГС) и германската државна обврзница (јануари 2007- септември 2010)	245
Графикон бр.87: Состав на стимулативни фискални мерки во евро-зоната (2009-2010)	258
Графикон бр.88: Кредитирање на ММФ, во милијарди СДР (1985 –2010)	262
Графикон бр.89: Годишни стапки на раст на националните и композитните регионални берзански индекси, 2007	271
Графикон бр.90: Споредба на движењето на берзанските индекси, 2007	271
Графикон бр.91: Индекс на обврзници на Македонската берза (ОМБ) во 2007 година	272
Графикон бр.92: Реален раст на БДП по квартали (%) (2008 кв. 1 – 2011 кв.3)	278
Графикон бр.93: Годишна стапка на раст на БДП (2001-2014)	278
Графикон бр.94: Инфлација и цени на храната и енергијата, годишни промени во %, (2006 - 2011)	284
Графикон бр.95: Стапка на невработеност во Република Македонија (2008 кв.1 – 2011 кв.3)	287
Графикон бр.96: Буџетски дефицит на Република Македонија и земјите од ЕУ (2009 / 2010 година)	302
Графикон бр.97: Аукции на благајнички записи и каматна стапка (2009 кв.1 – 2011 кв.1)	307
Графикон бр.98: Монетарни инструменти на НБРМ (2009 кв.1 – 2011 кв.4)	309
Графикон бр.99: Каматни стапки на државни записи (во просек, во%), 2007 кв.1 – 2011 кв.3	311
Графикон бр.100: Интервенции на НБРМ на девизниот пазар (2008 - 2011)	313
Графикон бр.101: МБИ 10, МБИД и берзански промет остварен со класично тргување (2007 - 2011)	317
Графикон бр.102: ОМБ и класично тргување со обврзници (јули 2006 - август 2011)	317
Графикон бр.103: Трансакции на резидентите (2008 - 2011)	320
Графикон бр.104: Трансакции на нерезидентите (2008 - 2011)	320
Графикон бр.105: Ниво и годишни стапки на раст на вкупните депозити на нефинансиските субјекти (2003 - 2010)	321
Графикон бр.106: Состојба и годишна релативна промена на кредитите на нефинансиските субјекти (2005 - 2010)	323
Графикон бр.107: Движење на стапките на поврат на активата (лево) и поврат на капиталот (десно) на банкарските системи на одделни земји	

	(2008 и 2009 година)	326
Графикон бр.108:	Движење на показателите на вкупна ликвидност на банкарскиот систем (март 2008-септември 2011)	332
Графикон бр.109:	Споредба на стапката на адекватност на капиталот по одделни земји (Грција, Словенија, Полска, Романија, Чешка, Македонија, Бугарија, Хрватска, Турција, Србија, Естонија) за 2010 година	336
Графикон бр.110:	Финансиски левериџ на анализираните македонски банки во период од 2003 до 2007 година	338

ПРИЛОГ 3: ПОДАТОЦИ ЗА СТАТИСТИЧКАТА АНАЛИЗА

Бр.	Инвестициона банка	Финансиски левериџ 2006	Пазарна капитализација декември 2006 (во милиј \$)	Пазарна капитализација март 2006 (во милиј \$)	% промена на пазарната капитализација
1	Барцлас, УК (БЦС)	50,35	94,600	13,830	-85,38%
2	УБС АГ, Сњитзерланд (УБС)	48,23	131,360	26,700	-79,67%
3	Деутсхе Банк АГ, Германс (ДБ)	34,33	66,450	22,870	-65,58%
4	Морган Станлес, УСА (МС)	32,71	80,620	24,470	-69,65%
5	Њелс Фарго, УСА (ЊФЦ)	10,60	120,050	95,940	-20,08%
6	Цредит Суисс груп, Сњитзерланд (ЦС)	28,82	84,800	36,120	-57,41%
7	Беар Стеарнс, УСА	28,00	18,880	0,236	-98,75%
8	Лехман Бротхерс, УСА	26,00	54,000	0,000	-100,00%
9	Голдман Сапс Гроуп Инц, УСА (ГС)	25,64	82,950	48,960	-40,98%
10	Цитигроуп Инц, УСА (Ц)	15,86	273,690	13,950	-94,90%
11	ЈП Морган Чхасе њџо, УСА (ЈПМ)	11,67	167,550	99,800	-40,44%
12	Банк оф Америца, УСА (БАЦ)	11,02	239,760	43,660	-81,79%
13	Росал Банк оф Канада, Канада (РС)	25,47	56,880	32,900	-42,16%
14	ББЏ Цорп, УСА (ББТ)	10,33	23,760	9,480	-60,10%
15	Цоњен Гроуп, Инц, УСА (ЦОЊН)	3,14	0,275	0,061	-77,82%
16	Номура Холдингс, Јапан (НМР)	16,98	36,110	13,100	-63,72%
17	Еверцоре Парнерс, Инц, УСА	2,68	0,169	0,188	11,24%

	(ЕВР)				
18	ЦМЕ Грууп	2,83	17,740	16,350	-7,84%
19	ТД Америтраде Холдинг Цорпоратион	9,57	9,720	8,140	-16,26%
20	МаркетАцесс Холдингс Инц.	1,10	0,396	0,261	-34,09%
21	Јеффриес Грууп Инц, УСА (ЈЕФ)	11,32	3,190	2,260	-29,15%
22	Расмонд Јамес Финанциал, УСА (РЈФ)	7,81	3,550	2,410	-32,11%
23	Греенхилл иЦо УСА (КЦГ)	1,91	2,110	2,080	-1,42%
24	СНЅС Грууп Инц, УСА (СНЅС)	16,09	0,640	0,426	-33,44%
25	Унитед Банксарес Инц УСА (УБСИ)	10,59	1,590	0,740	-53,46%
26	Банко Билбао Аргентариа, Спаин (ББВА)	22,62	82,900	30,470	-63,24%
27	Банк оф Иреланд, Иреланд (ИРЕ)	28,11	21,970	0,410	-98,13%
28	Банцо Сантадер, Спаин (СТД)	18,59	116,710	56,270	-51,79%
29	У.С. Банцорп, УСА (УСБ)	10,85	63,620	25,690	-59,62%
30	Ллојдс Банкинг Грууп ПЛЦ, УК (ЛЈСГ)	30,80	65,930	4,480	-93,20%
31	Банко де Цхиле, Цхиле (БЦХ)	15,29	6,490	5,150	-20,65%
32	Банко Билбао Аргентариа, Спаин (ББВА)	22,62	82,900	30,470	-63,24%

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

1. Acharya V.V. and Chnabl, F. (2010) "Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–09", IMF Economic Review Vol. 58, No. 1; 37–73. doi10.1057/imfer.2010.4; published online 20 July 2010
2. Adrian, T., Burke, C.R. and McAndrews, J. (2009) "The Federal Reserve's Primary dealer Credit Facility", Current issues in economics and finance, Volume 15, Number 4, Federal Reserve Bank of New York
3. Adrian, T., Kimbrough, K. and Marchioni, D. (2010) "The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 423
4. Ahrend, R., Catte, P. and Price, R. (2006) "Factors behind Low Long Term Interest Rates", Economics Department Working Paper No. 490
5. Aït-Sahalia, Y., Andritzky, J., Jobst, A., Nowak, S. and Tamirisa, N. (2009) "How to Stop a Herd of Running Bears? Market Response to Policy Initiatives during the Global Financial Crisis" IMF Working Paper, WP/09/204
6. Arezki, R., Candelon, B. and Amadou N.R. (2010) "Bad News – Spreads", Finance & Development, December 2010, Vol. 47, No. 4
7. Armantier, O., Krieger, S and McAndrews, J. (2008) "The Federal Reserve's Term Auction Facility", Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance 14, no. 5 (July)
8. Ashcraft, A.A. and Schuermann, T. (2008) "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit" Staff Report no. 318

9. Asian Development Bank (2008) "Navigating the Global Storm", A Policy Brief on The Global Financial Crisis, Pacific Studies Series, ISSN no. 978-971-561-743-7
10. Baily, M.N., Litan, R.E. and Johnson, M.S. (2008) "The Origins of the Financial Crisis", The Brookings Institution, November 2008, Fixing finance series – paper 3
11. Baker, D. (2008) "The housing bubble and the financial crisis", real-world economics review, issue no. 46, Center for Economic and Policy Research, USA
12. Barbosa, L. and Costa, S. (2010) "Determinants of sovereign bond yields spreads in the Euro Area in the context of the economic and financial crisis", Estudos e Documentos de Trabalho Working Papers 22 | 2010
13. Barrios, S., Iversen, P., Lewandowska, M. and Setzer, R., (2010) "Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis" ECB Public Finance Workshop Friday 29, Frankfurt
14. Belke, A. and Gros, D. (2010) "Global Liquidity, World Savings Glut and Global Policy Coordination", German Institute for Economic Research
15. Benassy, A. and Boone, L. (2010) "The Euro Zone Crisis: Debts, Institutions and Growth", CEPIL, Paris, 2010, Editorial Offices, No. 300
16. Bergin, A., Conefrey, T., Fitzgerald J. and Kearney, T. (2010) "Fiscal Policy for Recovery: The Case of Ireland", Paper presented at EUROFRAME Conference, Amsterdam
17. Bernanke, B. (2005) "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", remarks by Governor Ben Bernanke At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia
18. Bernanke, B. (2007) "Global Imbalances: Recent Developments and Prospects", At the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany
19. Bernanke, B. (2010) "Monetary policy and the housing bubble", Speech at At the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia
20. Bernanke, B. (2010) "Rebalancing the global recovery" Speech at At the Sixth European Central Bank Central Banking Conference, Frankfurt, Germany
21. Blundell-Wignall, A. and Slovik, P. (2010) "The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 4
22. Blundell-Wignall, A., Atkinson, P. and Lee, S.H. (2008) "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues", ISSN 1995-2864 Financial Market Trends
23. Bosworth, B. and Flaaen, A. (2009) "America's Financial Crisis: The End of an Era" The Brookings Institution
24. Broome, L.L., (2011) "The DoDD-Frank Act: TARP Bailout Backlash and too big to fail", North Carolina Banking Institute, Vol. 15, p. 101, 2011 UNC Legal Studies Research Paper No. 1794271
25. Brow, W. (2010) "Financial Markets Regulation - Financial Crisis Highlights Need to Improve Oversight of Leverage at Financial Institutions and across System", Testimony Before the Subcommittee on Oversight and Investigations, Committee on Financial Services, House of Representatives
26. Brunnermeier (2009), "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008", Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 77–100
27. Buckle, R.A. (2010) "Before and After the Global Financial Crisis", The Institute of Policy Studies, School of Government at Victoria University of Wellington, Policy Quarterly – Volume 5, Issue 4
28. Bullard, J. (2010) "The Global Recovery and Monetary Policy", Speech at The Institute of Regulation and Risk North Asia The InterContinental Hotel, Tokyo Bay, Japan June 14, 2010
29. Caballero, R., E. Farhi, and Gourinchas, P.O. (2008), "Financial Crash, Commodity Prices, and Global Imbalances", Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, European Central Bank, December 1-2, 2008

30. Caballero, Ricardo J., Emmanuel F. and Gourinchas P. (2006) "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," NBER Working Paper Series 11996
31. Cannata, F. and Quagliariello, M. (2009) "The role of Basel II in the subprime financial crisis: guilty or not guilty?", European Banking Authority; Bank of Italy, January 14, 2009, CAREFIN Research Paper No. 3/09
32. Carey, D. (2009) "Iceland: The Financial and Economic Crisis", OECD Economics Department Working Papers, No. 725, OECD Publishing. doi: 10.1787/221071065826, WP/10/44
33. Case-Shiller U.S. National Home Price Index
34. Cecchetti, S.G. (2008) "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008", C.E.P.R Policy Insight No. 21
35. Cecchetti, S.G. (2009) "Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis", Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 51–75
36. Cho-Hoi, H., Genberg, H. and Tsz-Kin, C. (2009) "Funding Liquidity Risk and Deviations from Interest Rate Parity during The Financial Crisis of 2007-2009", Working Paper 13/2009
37. Chomsisengphet, S. and Pennington, A. (2006) "The Evolution of the Subprime Mortgage Market", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 88(1), pp. 31-56
38. Čihák, M. and Brooks, P.K. (2009) "From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area" IMF Working Paper No. 09/69
39. Claessens, S., Dell'Ariccia, G., Igan, D. and Laeven, L. (2010) "Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis", IMF Working Paper, WP /10/44, Paper presented at the 50th Panel Meeting of Economic Policy, Tilburg, October 23-24, 2009
40. Conway, P. (2010) "The IMF and the International Financial Crisis", Prepared for the Egon Sohmen Memorial Conference at University of Tübingen, 11 June 2010
41. Cornett, M.M., McNutt, J.J., Strahan, P. E. and Tehranian, H. (2010) "Liquidity Risk Management and Credit Supply in the Financial Crisis", Journal of Financial Economics 2011, Vol. 101, pp. 297-312
42. Covitz, D., Liang, N. and Suarez, G. (2009) "The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market", Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and
43. Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C, 2009-36
44. Criado, S., Rixtel A. (2008) "Structured Finance and The Financial Truimol of 2007-2008", Document No.0808, Bank of Spain
45. Cwik, T. and Wieland, V. (2010) "Keynesian Government Spending Multipliers and Spillovers in the Euro Area", ECB Working Paper Series, No. 1267 / November 2010
46. Demyanyk and Hemert V., (2008) "Subprime mortgage market crisis", Economic essay
47. Desroches, B and Francis, M. (2007) "World Real Interest Rates: A Global Savings and Investment Perspective" Bank of Canada Working Paper 2007-16
48. Downing, C. and Oliner, S. 2007, "The term structure of commercial paper rates", Journal of Financial Economics 83, 59-86
49. Dunaway, S. (2009) "Global Imbalances and the Financial Crisis", Council Special Report No. 44
50. Dwyer, G.P. and Tkac, P (2009), "The Financial Crisis of 2008 in Fixed Income Markets", Working Paper 2009-20
51. ECB, (2008) Monthly bulletins (January – December 2008)
52. ECB, (2010) "EU Banking sector Stability", September 2010
53. ECB, (2010) "ECB response to the financial crisis", Monthly bulletin, October 2010

54. ECB, (2010) “Euro area fiscal policies and the crisis”, European Central Bank Occasional Paper Series No. 109, April 2010
55. ECB, (2010) “Measures taken by euro area governments in support of the financial sector”, Monthly Bulletin, April 2010
56. Eichengreen, B., Mody, A., Nedeljkovic, M., and Sarno, L. (2012) “How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads”, *Journal of International Money and Finance*, doi: 10.1016/j.jimofin.2012.02.002
57. Eminescu, I. S. (2009) “Structure of Government Debt in Europe in 2009”, Eurostat, Statistics in focus 3/2011
58. EU/IMF Programme of Financial Support for Ireland, Dublin, 3 December 2010
59. Eubanks, W.W. (2010) “The European Union’s Response to the 2007-2009 Financial Crisis”, CRS Report for Congress Prepared for Members and Committees of Congress, August 13, 2010, Congressional Research Service 7-5700
60. European Central Bank, (2009) Annual report
61. European Commission, (2009) “Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis”, *Economic Papers* 388
62. European Commission, (2009) “European Economy - 7/2009 — Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses”, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, ISBN 978-92-79-11368-0, doi 10.2765/84540
63. European Commission, (2010) “The Economic Adjustment Programme for Greece Second review – autumn 2010”, *European Economy. Occasional Papers*. 72. December 2010. Brussels. Paper and internet. 131pp. Tab. Graph. Ann. Bibliogr. Free
64. Featherstone, K.(2011), “The Greek sovereign debt crisis and EMU”, *Journal of Common Market Studies*, Volume 49, Issue 2, pages 193-217
65. Felton, A. and Reinhart, M.C. (2008) “The First Global Financial Crisis of the 21st Century”, Part II June – December, Centre for Economic Policy Research, A VoxEU.org Publication
66. Fender, I. and Gyntelberg, J. (2008) “Overview: global financial crisis spurs unprecedented policy actions”, *BIS Quarterly Review*, December 2008
67. Financial Crisis Inquiry Commission (2010), “Securitization and the mortgage crisis”, Preliminary staff report
68. Financial Services Authority, (2009) “The Turner Review A regulatory response to the global banking crisis”, March 2009
69. Fleming, M.J. and Garbade, K.D. (2007) “Dealer Behavior in the Specials Market for U.S. Treasury Securities.” *Journal of Financial Intermediation* 16, no. 2 (April): 204-28
70. Fleming, M.J., Hrungr, W.B. and Keane, F.M. (2009) “The Term Securities Lending Facility: Origin, Design, and Effects”, *Current issues in economics and finance*, Volume 15, Number 2, Federal Reserve Bank of New York
71. Fontana, A. and Scheicher, M. (2010) “An analysis of Euro Area Sovereign CDS and their relation with government bonds”, Working paper series no. 1271
72. Fullbrook, E. (2009) “Crash - Why it happened and what to do about it”, vol 1, Published by Real-world Economics Review
73. Gary, G. B. (2008) “The Subprime Panic, Yale School of Management” National Bureau of Economic Research (NBER), Yale ICF Working Paper no. 08-25
74. Gerlach, S. and Lewis, J. (2010) “The Zero Lower Bound, ECB Interest Rate Policy and the Financial Crisis,” CEPR Discussion Papers 7933, C.E.P.R. Discussion Papers

75. Gian, M. and Ferretti, M. (2010) “The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis”, Centre for Economic policy Research, Fifty-Second Panel Meeting
76. Glick and Lansing, (2009) “Discussion of Household Leverage and the Recession of 2007-2009”, 10th Jacques Polak Annual Research Conference International Monetary Fund
77. Gourinchas, P. (2010) “U.S. Monetary Policy, ‘Imbalances’ and the Financial Crisis”, Financial Crisis Inquiry Commission Forum, Washington DC, February 26-27, 2010
78. Gros, D. (2010) “Monetary Policy, Fiscal Policy and Financial Stability”, Directorate General For Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policies
79. Guillén, M.F. (2012) “The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline”, The Lauder Institute, University of Pennsylvania
80. Haugh, D., Ollivaud, P. and Turner, D. (2009), “What Drives Sovereign Risk Premiums?: An Analysis of Recent Evidence from the Euro Area”, OECD Economics Department Working Papers, No. 718, OECD Publishing, doi: 10.1787/222675756166
81. Haughwout, A., Peach, R. and Tracy, J. (2008) “Juvenile Delinquent Mortgages: Bad Credit or Bad Economy?”, Federal Reserve Bank of New York
82. Henry, D., Matthew, G. and Matlack, C. (2008) “A Lethal Loophole at Europe’s Banks.” 21 Oct. 2008 Business Week
83. Higgins, M. and Klitgaard, T. (2007) “Financial Globalization and the U.S. Current Account Deficit”, Federal Reserve Bank of New York, Volume 13, Number 11
84. Hilbers, P., Hoffmaister, A.W., Banerji, A. and Shi, H. (2008) “House Price Developments in Europe: A Comparison” International Monetary Fund Working Paper WP/08/211
85. Hördahl, P. and King, M.R. (2008) “Developments in repo markets during the financial Turmoil”, BIS Quarterly Review, December 2008
86. <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
87. <http://www.eubusiness.com>
88. <http://www.googlefinance.com>
89. <http://www.imf.org/external/index.htm>
90. <http://www.investopedia.com/articles>
91. <http://www.morningstar.com>
92. <http://www.mse.org.mk>
93. <http://www.nbrm.mk>
94. <http://www.sec.gov>
95. <http://www.sec.gov.mk>
96. <http://www.seekingalpha.com>
97. <http://www.seekingalpha.com>
98. <http://www.tradingeconomics.com>
99. <http://www.worldbank.org/>
100. <http://www.yahoofinance.com>
101. <http://www.ycharts.com>
102. <http://www.zerohedge.com>

103. <http://www.zerohedge.com>
104. Hui, C., Genberg, H. and Chung, T. (2009) "Funding Liquidity risk and deviations from interest-rate parity during the financial crisis of 2007-2009", Working Paper 13/2009, Hong Kong Monetary Authority
105. Hull, J. (2010) "Credit Ratings and the Securitization of Subprime Mortgages", Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta 2010 Financial Markets Conference Up from the Ashes: The Financial System after the Crisis Atlanta, Georgia May 11, 2010
106. IMF (2007) "Money for nothing and checks for free, Recent developments in the US Subprime Mortgage Markets, Lessons from Subprime turbulence", IMF Working paper WP/07/188
107. IMF (2008), "House Price Developments in Europe: A Comparison", IMF Working paper, WP 08/2011
108. IMF (2009), World Economic Outlook, "Sustaining the Recovery", World Economic and Financial Surveys
109. IMF (2010), "Global Economic Prospects and Policy Challenges", Meeting of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors
110. IMF (2010), "Sovereigns, Funding and systemic Liquidity", Global Financial Stability Report, October 2010
111. IMF, (2008) "Evidence from the 2007 Subprime Crisis" IMF Working Paper, WP/08/200
112. IMF, (2008) "Global Financial Stability Report"
113. IMF, (2008), IMF World Economic Outlook October 2008
114. IMF, (2008) "US Subprime contagion"
115. IMF, (2008) "Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness", World Economic and Financial Surveys
116. IMF, (2008a, December) "Iceland", IMF Country Report, No. 08/368. Retrieved 17 May 2011 from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08368.pdf>
117. IMF, (2008b, 19 November) "IMF Executive Board Approves US\$2.1 Billion Stand-By Arrangement for Iceland", Press Release, No.08/296
118. IMF, (2009) "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management", Monetary and Capital Markets Department
119. IMF, (2009) "Global Financial Stability Report", World Economic and Financial Surveys, Market Developments and Issues
120. IMF, (2009) "Crisis and Recovery" World Economic outlook, April 2009
121. IMF, (2009), "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy", Research Department
122. IMF, (2009a), "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management", Monetary and Capital Markets Department
123. IMF, (2009b). "Initial Lessons of the Global Crisis for the Global Architecture and the IMF", Strategy, Policy, and Review Department
124. International Monetary Fund (2010) "Greece: Stand-By Arrangement — Review Under the Emergency Financing Mechanism", IMF Country Report
125. Jackson, J.K. (2010) "Iceland financial crisis", CRS Report for congress, Congressional Research Service, Library of Congress, Washington, DC
126. James, W.E., Park, D., Jha, S., Jongwanich, J., Terada-Hagiwara, A. and Sumulong, L. (2008) "The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End?" ADB Economics Working Paper Series, No. 139
127. John, H. (2010) "Credit ratings and the Securitization of the subprime mortgages", Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta 2010 Financial Markets Conference

- 128.Kacperczyk, M.and Schnabl, P. (2010) “When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009”, *Journal of Economic Perspectives*—Volume 24, Number 1—Winter 2010—Pages 29–50
- 129.Kahn, G.A. (2010) “Taylor Rule Deviations and Financial Imbalances”, *Federal Reserve Bank of Kansas, Economic review*, Second Quarter 2010
- 130.Kluwer, (2002), *Rating, Ratings agencies and the Global financial system*, New York: Kluwer Academic Press
- 131.Kohler, M. (2010) “Exchange rates during financial crises” *BIS Quarterly Review*, March 2010
- 132.Kuijs, L. (2005) “Investment and savings in China” *World Bank Policy Research Working Paper No. 3633*
- 133.Larosiere, J. (2009) “The high level group on financial supervision in the EU”, *European Commission report*, Brussels, 25 February 2009
- 134.Lawrence, W.J. (2009) “The Credit rating agencies and the subprime debacle”, *Critical review, A Journal of Politics and Society* Volume 21, Issue 2-3, 2009
- 135.Leamer, E. (2007) “Housing Is the Business Cycle”, *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, pp. 149-233
- 136.Levitin, A. and Wachter, S.M. (2009) “Explaining the Housing Bubble”, *Georgetown Business, Economics and Regulatory Law Research Paper No. 10-16*
- 137.Lindgren, C., Baliño, J.T., Enoch, C., Gulde, A.M., Quintyn, M. and Teo, T. (1999) “Financial Sector Crisis and Restructuring Lessons from Asia”, *IMF Occasional Paper no. 188*
- 138.Little, B. and Lafrance, R. (2006) “Global Imbalances—Just How Dangerous?”, *Bank of Canada Review*
- 139.Loutskina, E. and Strahan, P. (2008), “Securitization and the Declining Impact of Bank Financial Condition on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates”, *Financial Cycles, Liquidity and Securitization Conference*
- 140.Lundstrom, A. and Tiberg, J. (2010) “Characteristics of the 2009/2010 Financial Crisis in Greece and the probability of a bank run”
- 141.Manda, K. (2010) “Stock market volatility during the 2008 financial crisis”, *Glucksman Institute for Research in Securities Markets*
- 142.Manganelli, S. and Wolswijk, G., (2007) “Market discipline, financial integration and fiscal rules. What drives spreads in the euro area government bond market?”, *ECB WP 745*
- 143.Mason, J. and Rosner, J., (2007) “How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?”, *Paper as presented at Hudson Institute, February 15, 2007*
- 144.Mayer, C. and Pence, K. (2008) “Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom?”, *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Fed, Washington, D.C*
- 145.McAndrews, J., Sarkar, A. and Wang, Z. (2008) “The Effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate”, *Federal Reserve Bank of New York Research Paper Series - Staff Report No. 335*
- 146.McGuire, P. and Peter, G., (2009) “The US dollar shortage in global banking” *BIS Quarterly Review*
- 147.Meghir, C., Vayanos, D. and Vettas, N. (2010) “The economic crisis in Greece: A time of reform and opportunity”
- 148.Merrouche, Q. and Nier, E. (2010) “What Caused the Global Financial Crisis? —Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007”, *IMF Working Paper, WP/10/265*
- 149.Mian, A and Sufi, A. (2010), “House prices, Home equity - based borrowing, and the US household leverage crisis”, *paper provided by National Bureau of Economic Research, Inc in its series NBER Working Papers no.15283*
- 150.Mian, A. and Sufi, A. (2009), “The household leverage driven recession of 2007 to 2009”, 10th Jacques Polak annual research conference, November 5-6, 2009, Hosted by the International Monetary Fund

151. Mohan, R. (2009) "Global financial crisis – causes, impact, policy responses and lessons", Speech by Dr Rakesh Mohan, Deputy Governor of the Reserve Bank of India, at the 7th Annual India Business Forum Conference, London Business School, London, 23 April 2009
152. Munnell, Alicia H., Lynn E. Browne, James McEneaney, and Geoffrey M.B. Tootell. (1992) "Mortgage Lending in Boston: Interpreting HMDA Data." Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper No. 92-7. October.
153. Nanto, D.N. (2009) "The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications", Congressional Research Service
154. Nathaniel, F. (2008), "Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime crisis", IMF Working Paper WP/08/200
155. Nelson, R.M., Belkin, P. and Mix, D.E. (2010) "Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications", CRS Report for Congress Prepared for Members and Committees of Congress, Congressional Research Service 7-5700
156. Неновски, Т. (2010) "Македонија и светската економска криза", Нам прес, 2010
157. Norgren, C. (2010) "The Causes of the Global Financial Crisis and Their Implications for Supreme Audit Institutions", Stockholm, October 2010
158. OECD, (2005) "Recent house price developments : The role of fundamentals" Economic Outlook 78
159. OECD, (2010) Employment outlook 2010 "Moving beyond the job crisis" ISBN 978-92-64-084681
160. Panico, C. (2010), "The Causes of the Debt Crisis in Europe and the Role of Regional Integration", Working paper Series, No 234
161. Panico, C. and Purificato, F. (2010), "European Policy reactions to the financial crisis", published in special issue of Studi Economici
162. Peter, S. R. (1991) "Commercial bank management", publisher McGraw- Hill
163. Peter, W.J. (2010) "Government housing policy and the financial crisis", Cato Journal, Vol. 30, No. 2
164. Петковски, М. (2008) "Глобалната финансиска криза во 2008 година – причини и последици", Прилози, Одделение за општествени науки XXXIX 2
165. Pinto, E. (2008a) "Sizing Total Federal Government and Federal Agency Contributions to Subprime and Alt-A Loans in U.S" First Mortgage Market as of 6.30.08
166. Prasad, E. (2009) "Rebalancing growth in Asia", IZA discussion paper 4298; Kuijs L (2006): "China in the future: a large net saver or net borrower?", Mimeo, World Bank
167. Rogoff, K., and Reinhart, C. (2008) "Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different?" An International Historical Comparison," American Economic Review: Papers and Proceedings, Vol. 98, pp. 339-44
168. Ronald, U. (2008) "The subprime mortgage market collapse: a Primer on the causes and possible solutions", Published by the Heritage Foundation
169. Roubini, (2008) "Current financial crisis", Economic Research
170. Ruffing, K. A. and Horney, J. R. (2010) "Critics still wrong on what's driving deficits in coming years", Center on Budget and Policy Priorities, Economic Downturn, Financial Rescues, and Bush-Era Policies Drive the Numbers
171. Sabry, F. and Okongwu, C. (2009) "Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets", American Securitization Forum
172. Schimek, R. EVP i CFO na AIG Property Casualty Group
173. Sengupta R. and Tam, Y.M. (2008) "The LIBOR-OIS Spread as a Summary Indicator", Economic Synopses, short essays and reports on the economic issues of the day, 2008, Number 25

174. Servin, L. and Nguyen, H. (2009) "Global Imbalances Before and After the Global Crisis", The World Bank Development Research Group June 2010, Policy Research Working Paper 5354
175. Sgherri, S. and Zoli, E. (2009) "Euro Area Sovereign Risk During the Crisis" IMF Working Paper No. 09/222
176. Shelburne, R.S. (2009) "The Global Economic and Financial Crisis: Regional Impacts, Responses and Solutions: Europe, North America and the CIS", from the Selected Works of Robert C. Shelburne, published as chapter II in The Global Economic and Financial Crisis, New York: United Nations, 2009 and available as UN Sales No. E.09.II.F.18 (ISBN 978-92-1-120585-5)
177. Sher, V. (2009) "Who is hit hardest during a financial crisis? The Vulnerability of Young Men and Women to Unemployment in an Economic Downturn" Discussion Paper No. 4359 August 2009
178. Shiller, R. (2006) "Irrational Exuberance" (2nd edition). Princeton, NJ: Princeton University Press
179. Shiller, R. (2008) "The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It" Princeton: Princeton University Press
180. Shiller, R.J. (2008) "The Subprime Solution", published by Princeton University Press
181. Shin, H. S. (2008) "Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock", published by Princeton University
182. Shin, H. S. (2009) "Securitisation and Financial Stability", The Economic Journal, 119 (March), 309–332, Royal Economic Society 2009, published by Blackwell Publishing
183. Shin, H. S. (2009), "Leverage, Securitization and Global Imbalances", Hong Kong Institute for Monetary Research
184. Shin, H.S. (2009) "Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis", Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 101–119
185. Shorter G. (2009) "Bear Stearns Crisis and "Rescue" for a major provider of mortgage related products", CRS Report for Congress
186. Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. and Cottarelli, C. (2008) "Fiscal Policy for the Crisis", IMF Staff Position Note SPN/08/01
187. Spruk, R. (2010) "Iceland's Financial and Economic Crisis: Causes, Consequences and Implications", European Enterprise Institute Policy Paper No. 2010-1
188. Stigum and Crescenzi, (2007) "Stigum's money market", 4th edition
189. Stigum and Crescenzi, (2010) "Does the LIBOR reflect banks' borrowing costs?"
190. Stoll, J.D., Matthew, D., McCracken, J. and Mitchell, J. (2008) "Big Three Seek \$34 Billion Aid: GM, Chrysler Warn of Collapse This Month as Lawmakers Explore Bankruptcy." The Wall Street Journal. (3 December). Internet. Available from <http://online.wsj.com/article/SB122823078705672467.html>; accessed 30 January 2010
191. Sylvia, A. and Devon, L. (2010) "The composition of the unemployed and long-term unemployed in tough labor markets", Monthly Labor Review, October 2010, US Bureau of Labor Statistics
192. Taylor, J. (1993) "Discretion versus Policy Rules in Practice," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39 (December), pp. 195-214
193. Taylor, J. (2007) "Housing and monetary policy," Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 463-476
194. Taylor, J. B. (2009) "Monetary Policy and the Recent Extraordinary Measures Taken by the Federal Reserve", Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, February 26, 2009
195. Taylor, J.B. (2008) "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", Empirical research projects, available on the Global Markets Working Group web site: <http://www.hoover.org/research/globalmarkets>

196. Temkin K, Johnson J., Levy D., The Urban Institute (2002) "Subprime Markets, the Role of GSEs, and Risk-Based Pricing", Report, Office of Policy Development and Research
197. Thornton, D.L. (2009) "What the Libor-OIS Spread Says", Economic Synopses short essays and reports on the economic issues of the day 2009, Number 24
198. Tropeano, D. (2010) "The monetary policy response to the financial crisis in the Euro area and in the United States: a comparison", Università degli Studi di Macerata
199. Truman, E.M. (2009), "The IMF and the Global Crisis: Role and Reform", Remarks delivered to the Tulsa Committee on Foreign Relations on January 22, 2009 and to the Dallas Committee on Foreign Relations on January 23, 2009
200. United States Government Accountability Office, (2010) "Office of Financial Stability (Troubled Asset Relief Program) Fiscal Years 2010 and 2009 Financial Statements", Report to congressional Committees
201. US Department of the Treasury, Office of Financial Stability, (2010) "Troubled Asset Relief Program: Two Year Retrospective", October 2010
202. US Government Printing Office, (2010) "Rescuing the economy from the Great recession", Economic Report of the President
203. US Government Printing Office, (2011) "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States", Government publications, US Government Printing Office
204. Valderrama, L. IMF, (2010) "Macroprudential Regulation under Repo Funding", IMF Working Paper, September 2010, WP/10/220
205. Wallison, P.J. (2010) "Cause and effect: Government policies and the financial crisis", Financial Services Outlook, Critical Review, 21: 2, 365 — 376
206. White, L. J. (2009) "Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response", Journal of International Banking Law and Regulation
207. White, L.J. (2010) "The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge Too Far? Or Not Far Enough?" Suffolk University, Law Review 2010
208. William, S.K. (2009) "The AIG bailout", Working Paper, Mar. 5, 2009
209. World Bank (2010) "Global imbalances before and after the global crisis" policy research working paper no. 5354
210. Wyplosz, C. (2010) "The Eurozone in the Current Crisis", ADBI Working Paper 207, Tokyo: Asian Development Bank Institute
211. Xafa, M. (2010) "Role of the IMF in the Global Financial Crisis", Cato Journal, Vol. 30, No. 3 (Fall 2010)
212. Xiaolian, H. (2009) "On the Roots of the Current Financial Crisis", Centre for Development policy and Research
213. Zhang, J.E., Shu, J., and Brenner, M. (2010) "The New Market for Volatility Trading", Journal of Futures Markets, Volume 30, Issue 9, pages 809-833, September 2010
214. Zingales Before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 6, 2008
215. Zingales, L. (2008) "Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy", Testimony before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 6, 2008