

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



КООРДИНАЦИЈА НА МОНЕТАРНАТА И
ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

- ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА -

КАНДИДАТ:

М-Р ЈОРДАН ДАМЧЕВСКИ

МЕНТОР:

ПРОФ. Д-Р МИХАИЛ ПЕТКОВСКИ

СКОПЈЕ, 2012 ГОДИНА

UNIVERSITY „SS. CYRIL AND METHODIUS“ - SKOPJE
FACULTY OF ECONOMICS - SKOPJE



**COORDINATION BETWEEN MONETARY AND FISCAL
POLICY IN THE REPUBLIC OF MACEDONIA**

- DOCTORAL DISSERTATION -

CANDIDATE:

JORDAN DAMCEVSKI, M.Sc.

MENTOR:

PROF. MIHAIL PETKOVSKI, Ph.D.

SKOPJE, 2012

Апстракт

Императивот за функционално координирање на монетарната и фискалната политика, како два најзначајни елементи за остварување на целите на макроекономската политика, е постојан и насекаде. Улогата на овие две политики во различни услови се менува, со доминација на едната или другата, но со иста цел за креирање оптимални услови за економски раст. Начинот на водење на монетарната и фискалната политика се одразува врз останатите политики, и влијае врз постигнување на внатрешен и надворешен еквилибриум. Ефикасноста на монетарната и фискалната политика во постигнување еквилибриум во економијата се разликува во зависност од степенот на мобилност на капиталот и видот на режимот на девизен курс. Главна цел на овој труд е анализата на степенот и механизмите на координација меѓу монетарната и фискалната политика во Република Македонија. Во раните години од транзицијата, радикално рестриktivните и тотално некоординирани монетарна и фискална политика не придонесоа за макроекономска стабилизација, како предуслов за раст. Напротив, тоа доведе до високи каматни стапки, ниско ниво на инвестиции, висок буџетски дефицит, висок дефицит во тековната сметка од платниот биланс, ниско ниво на девизни резерви и ниски стапки на економски раст. Во последнава декада, а особено последниве неколку години, постои многу подобра координација, при што фискалната политика е доминантна и го одредува однесувањето на монетарната политика, која презеде акомодативна функција. Фактот што фискалната политика е дисциплинирана во тој период, овозможи порелаксирана монетарна политика, поголеми инвестиции и побрз раст. Анализите покажуваат дека динамиката на раст на јавниот долг во последниве неколку години е неодржлива и потребно е остварување на пониски примарни буџетски дефицити. Во услови на постоење реални ризици однадвор, натамошно олабавување на монетарната политика е неизводливо.

Клучни зборови: координација, макроекономска стабилизација, монетарна доминација, фискална доминација, монетарна политика во Република Македонија, фискална политика во Република Македонија, монетарна стратегија, девизен курс, јавен долг, фискална одржливост, координација во услови на криза.

Abstract

The imperative for functional coordination of monetary and fiscal policy, as the two most important elements for achieving macroeconomic policy goals, is constant and widespread. The role of these two policies alters in different circumstances, one dominating at a time, but with the same goal for creating optimal conditions for economic growth. The way of conducting monetary and fiscal policy affects the other policies, as well as the achievement of internal and external equilibrium. The efficiency of the monetary and fiscal policy in achieving equilibrium in an economy differs depending on the capital mobility and the exchange rate regime. The main goal of this dissertation is to analyze the level and mechanisms of coordination between monetary and fiscal policy in the Republic of Macedonia. In early years of transition, radically restrictive and completely uncoordinated monetary and fiscal policy did not contribute to a macroeconomic stabilization, as a prerequisite for growth. To the contrary, it led to high interest rates, low level of investments, high budget deficit, high current account deficit, low level of international reserves and low growth rates. In the last decade, and particularly in the last few years, there is much better coordination, with fiscal policy dominating and determining the behaviour of the monetary policy, which undertook accommodative function. The fact that fiscal policy has been rather disciplined in that period, provided for a more relaxed monetary policy, higher investments and faster growth. The analysis shows that growth dynamics of the public debt in the last few years is unsustainable and there is a need for lower primary budget deficits. Further relaxation of monetary policy is not recommended when real external risks still exist.

Key words: coordination, macroeconomic stabilization, monetary dominance, fiscal dominance, monetary policy in the Republic of Macedonia, fiscal policy in the Republic of Macedonia, monetary strategy, exchange rate, public debt, fiscal sustainability, coordination in crisis periods.

Содржина

Вовед	8
1. Актуелност на истражувањето и научен придонес.....	8
2. Предмет, цели и задачи на истражувањето	12
3. Методологија на истражувањето.....	13
4. План на презентирање на материјата	15
I. Монетарната и фискалната политика - основни нишки на макроекономската политика	23
1.1. Цели на макроекономските политики.....	23
1.1.1. Конфликти во остварувањето на основните цели.....	25
1.2. Внатрешна и надворешна рамнотежа.....	27
1.2.1. Дефиниции.....	27
1.2.2. Комбинации на макроекономска нерамнотежа.....	28
1.2.3. Макроекономски врамнотежен реален девизен курс.....	29
1.3. Фактори кои влијаат на внатрешната рамнотежа.....	33
1.4. Како да ја утврдиме нерамнотежата на надворешната позиција.....	34
1.4.1. Релација меѓу надворешните нерамнотежи и јазот во домашните ресурси	35
1.5. Причини за макроекономска нестабилност	37
1.6. Значењето од воспоставување и одржување макроекономска стабилност	39
1.6.1. Макроекономско прилагодување.....	40
1.6.2. Финансирање наспроти прилагодување.....	41
1.7. Монетарна наспроти фискална доминација	42
1.7.1. Фискална теорија на ценовното ниво.....	43
1.8. Модел за макроекономска стабилизација во отворена економија	47
1.9. Ефикасност на монетарната и фискалната политика во зависност од мобилноста на капиталот и режимот на девизен курс	51
1.9.1. Фискална експанзија	51

1.9.2. Монетарна експанзија.....	53
1.9.3. Ефикасност на политиката на девизен курс	57
1.9.4. Ограничувања на моделот <i>IS-LM-BP</i>	58
1.10. Влијанието на монетарната и фискалната политика врз домашната побарувачка и платниот биланс.....	59
1.10.1. Емпириски докази.....	59
1.10.2. Мобилност на капиталот и внатрешна-надворешна рамнотежа.....	62
1.11. Стабилизација и структурни реформи	66
1.11.1. Општи забелешки.....	66
1.11.2. Основни политики за стабилизација.....	68
1.11.3. Монетарна стабилизација наспроти стабилизација базирана врз девизен курс.....	69
1.11.4. Структурни политики и нивните принципи.....	70
1.11.5. Главни политики на структурни реформи	70
1.11.5.1. Ценовно прилагодување и либерализација	71
1.11.5.2. Даночни, расходни и буџетски реформи	72
1.11.5.3. Реформа на државните претпријатија, приватизација и реструктурирање	73
1.11.5.4. Рационализација на мрежите за социјална заштита.....	74
1.11.5.5. Реформи во финансискиот сектор.....	76
1.11.5.6. Реформи на надворешниот сектор, трговска либерализација и конвертибилност	77
1.11.5.7. Подобрено управување и транспарентност во владините активности.....	78
1.11.6. Меѓузависноста на стабилизацијата и структурните реформи	80
1.12. Интеракција на монетарната и фискалната политика во услови на глобални кризи	81
1.13. Последици од некоординираност на политиките	85
II. Дизајнирање на монетарната политика	89
2.1. Цели и задачи на монетарната политика.....	89
2.1.1. Специфични цели на централна банка.....	91
2.2. Инструменти на монетарната политика	92
2.2.1. Операции на отворен пазар	94

2.2.2. Распожлив кредит.....	95
2.2.2.1. Распожлив кредит за рефинансирање	96
2.2.2.2. Механизам за апсорпција.....	97
2.2.3. Задолжителна резерва.....	98
2.3. Предизвици при имплементирање на монетарната политика	99
2.3.1. Таргетирање на ценовното ниво наспроти таргетирање на инфлацијата	101
2.3.2. Транспарентност	102
2.3.3. Стратегии за монетарна политика ориентирана кон стабилизација	104
2.4. Потреба и принципи за утврдување таргети	105
2.4.1. Интермедијарни таргети на монетарната политика	107
2.5. Правила наспроти дискрециона монетарна политика	108
2.6. Монетарната политика и алокација на средствата	112
2.6.1. Монетарната политика и каматните стапки.....	113
2.6.2. Кредитна алокација.....	114
2.6.3. Влијание врз финансиските пазари.....	116
2.6.4. Влијание врз потрошувачката и инвестициите	118
2.6.5. Влијание врз распределба на доходот	119
2.7. Критериуми за оценка на ефикасноста на монетарната политика во алокација на средствата	120
2.8. Механизми на трансмисија.....	123
2.8.1. Канал преку каматни стапки.....	124
2.8.2. Кредитен канал на трансмисија	126
2.8.3. Канал на трансмисија преку цени на активата.....	127
2.8.4. Очекувањата како канал на трансмисија	129
2.8.5. Трансмисија преку девизниот курс.....	133
2.9. Стабилизациска монетарна политика.....	135
2.9.1. Анализа на политиките за намалување на расходите: монетарна перспектива.....	136
2.9.2. Политики на прераспределба на расходите: прилагодување на девизниот курс.....	138
2.10. Раководењето со монетарната политика и позицијата на платниот биланс и буџетското салдо.....	140

2.11. Монетарната политика и политиката на девизен курс.....	144
2.11.1. Кога е потребно менување на девизниот курс?	146

III. Фискалната политика во функција на макроекономска

рамнотежа.....	148
3.1. Теоретска поставеност	148
3.2. Ефектите од фискалната политика врз агрегатната побарувачка	153
3.2.1. Кејнзијански пристап и истиснување (crowding out)	154
3.2.2. Некејнзијански ефекти на фискалната политика.....	157
3.3. Ефектите од фискалната политика на страната на понудата	161
3.4. Ефектите од фискалната политика врз девизниот курс	163
3.5. Ефектите од фискалната политика врз каматните стапки.....	165
3.6. Ефектите врз монетарната политика и банкарскиот систем.....	167
3.7. Ефективност на фискалната политика во стимулирање економски раст	170
3.8. Автоматски стабилизатори	172
3.9. Фискални правила	175
3.9.1. Ограничување на дефицитот.....	177
3.9.2. Правило на непозајмување од монетарната власт	178
3.9.3. Лимитирање на јавниот долг	178
3.9.4. Фискални правила наспроти дискрециони одлуки.....	178
3.10. Транспарентност на фискалната политика	180
3.11. Меѓувременско буџетско ограничување на државата	183
3.12. Буџетско салдо - дефинирање и финансирање.....	184
3.13. Мерки на фискална (не)рамнотежа	187
3.13.1. Позајмување од страна на јавниот сектор.....	187
3.13.2. Суфицит при полна вработеност.....	187
3.13.3. Тековно фискално салдо	188
3.13.4. Примарно буџетско салдо	189
3.13.5. Оперативен дефицит/суфицит	190
3.14. Фискална одржливост и индикатори.....	191
3.14.1. Принцип на солвентност	192

3.14.1.1. Позитивна Нето Вредност.....	193
3.14.1.2. Примарен јаз.....	193
3.14.1.3. Среднорочен јаз.....	194
3.15. Врска меѓу фискалната одржливост и одржливоста на надворешната позиција.....	195
3.16. Дефинирање и опфат на јавниот долг.....	197
3.16.1. Опфат на јавниот долг.....	199
3.17. Управување со јавниот долг.....	200
3.18. Критериуми за мерење на јавниот долг.....	201
3.19. Јавниот долг и економскиот раст.....	202
3.20. Фискален одговор на должнички и финансиски кризи.....	204

IV. Координираност на фискалната и монетарната политика во

Република Македонија..... 210

4.1. Макроекономската поставеност на политиките во македонската економија.....	210
4.1.1. Монетарното осамостојување на Република Македонија.....	210
4.1.2. Програма за стабилизација.....	212
4.2. Цели на монетарната политика.....	216
4.2.1. Фактори кои ја детерминираат стабилноста на цените како основна долгорочна цел на монетарната политика.....	216
4.2.2. Прашањето за независноста на Народна банка на Република Македонија.....	219
4.2.3. Монетарна стратегија на НБРМ за остварување на основната цел.....	221
4.3. Инструменти за остварување на монетарните цели.....	226
4.3.1. Операции на рефинансирање.....	227
4.3.2. Кредитни ограничувања.....	228
4.3.3. Инструменти од типот „операции на отворен пазар“.....	231
4.3.3.1. Аукција на депозити.....	231
4.3.3.2. Аукција на благајнички записи.....	233
4.3.3.3. Аукции на репо-трансакции.....	234
4.3.4. Дефинитивни трансакции.....	235
4.3.5. Задолжителна резерва.....	235

4.3.6. Кредити за дневна ликвидност	237
4.3.7. Ломбарден кредит	237
4.3.8. Своп трансакции.....	238
4.3.9. Расположлив кредит преку ноќ	239
4.3.10. Интрадневен кредит	239
4.4. Анализа на монетарната политика во Република Македонија во периодот 1992 - 1994 година	239
4.5. Монетарната и фискалната политика во мала отворена економија со режим на фиксен девизен курс	241
4.6. Монетарната политика, каматните стапки и инвестициите	247
4.7. Ефектите од водењето на монетарната политика врз реалната економија	251
4.8. Монетарната политика во услови на експанзивна и рестриктивна фискална политика	257
4.9. Фискалната политика и даночниот систем во Република Македонија	263
4.9.1. Анализа на фискалната политика - цели, задачи и остварување	263
4.9.2. Реформа на даночниот систем	265
4.10. Буџетско салдо и фискално прилагодување во Република Македонија	271
4.11. Јавните расходи и нивната структура	273
4.12. Ефикасност и ефективност во извршувањето на јавните инвестиции.....	276
4.13. Примарниот буџетски дефицит како индикатор на динамичкиот ефект на фискалната политика.....	279
4.14. Управување со јавниот долг - дали е одржлив на долг рок?	281
4.14.1. Јавен долг на Република Македонија	281
4.14.2. Фискална одржливост	284
4.14.3. Динамика на движење на долгот на централната влада според неколку сценарија.....	287
4.14.4. Динамика на движење на јавниот долг според неколку сценарија.....	292

4.15. Ефектите од водењето на фискалната политика врз платниот биланс и девизниот курс.....	296
4.16. Ефектите од водењето на фискалната политика врз каматните стапки и инвестициите	298
4.17. Истиснување (crowding out) во Република Македонија?	301
4.18. Степен и механизми на координација на монетарната и фискалната политика во остварување макроекономска стабилност.....	304
4.19. Монетарната и фискалната политика во Република Македонија во услови на глобална криза.....	307
V. Заклучни согледувања.....	316
Литература	336
Прилог 1.....	347
Прилог 2.....	349

Вовед

1. Актуелност на истражувањето и научен придонес

Макроекономските политики во основа се насочени кон остварување неинфлаторен, стабилен раст на националната економија. За да се постигне тоа, постојат две главни групи инструменти: едната е поврзана со мерките на монетарната политика, а другата со мерките на фискалната политика. Монетарните инструменти се во рацете на централната банка, додека фискалните инструменти се во рацете на владата, најчесто преку министерството за финансии. Целите и импликациите од мерките и политиките преземени од двете институции често се во меѓусебен конфликт. Тоа го наметнува императивот за креирање механизам за координација меѓу двете институции за подобро функционирање на целокупната економија. Актуелноста на ваквиот императив е постојана и насекаде.

Интеракцијата меѓу монетарните и фискалните власти е поврзана со финансирањето на буџетскиот дефицит и последиците од тоа врз раководењето со монетарната политика. Експанзивна фискална политика ја зголемува агрегатната побарувачка и влијае во насока на раст на инфлацијата. Од друга страна, активноста на монетарната политика влијае врз способноста на владата да го финансира буџетскиот дефицит преку влијание врз трошоците за сервисирање на долгот и преку лимитирање или зголемување на достапните извори за финансирање.

Во доцните 60-ти години од минатиот век се водеше голема дебата меѓу економистите околу релативната ефективност на монетарната или фискалната политика во стабилизирање на побарувачката. Денес, иако монетарната политика, имплементирана од независна и кредибилна централна банка, е доминантна алатка за стабилизација во многу економии, постојат економисти кои гледаат значајна стабилизациска улога за фискалната политика, дејствувајќи во координација со монетарната политика. Уште повеќе, некои економисти ја застапуваат тезата дека без оглед на степенот на независност на централната

банка, монетарната политика може да не биде доволна во детерминирањето на ценовното ниво, а тука на сцена стапува и фискалната политика. Конечно, иако и монетарната и фискалната политика се користат за да се постигнат истите поставени таргети на макроекономската политика, потребни се концентрирани и интензивни напори за истите да се употребуваат на координиран начин.

Истражувањето во овој труд дава одговор на прашањето зошто е потребна координација на монетарната и фискалната политика. Фискалната и монетарната политика имаат длабоко влијание врз нивото и структурата на штедењето, инвестициите, производството, вработеноста, како и на позицијата на екстерната сметка. Притоа, во услови на некоординираност доаѓа до нарушување на внатрешната стабилност, како и на стабилноста на надворешната позиција. Појавата на рецесии значи непотполно искористување на капацитетите на сите ресурси, што доведува до невработеност, и ниво на производство пониско од потенцијалното. Од друга страна, пак, прегревање на економијата предизвикува инфлаторни притисоци кои вградуваат инфлаторни очекувања за иднината, и во тој случај трошоците за економијата се поголеми, а финансискиот сектор заостанува во развојот. Нарушувањето на позицијата во надворешната сметка, пак, значи неспособност за финансирање на дефицитот во тековната сметка, што на долг рок води до криза во платниот биланс, која се рефлектира со нагли падови на бруто домашниот производ (БДП). Притоа, најчесто се потребни големи корекции на девизниот курс, фискалната позиција станува неодржлива, а се јавува несолвентност во финансискиот и во корпоративниот сектор.

Централен придонес на трудот е анализа на нивото и механизмите на координација меѓу фискалната и монетарната политика во Република Македонија. Со тоа се настојува да се даде научен придонес во анализата на водењето на тие две политики во периодот на транзиција на земјата. Од особен интерес е да се анализира прилагодливоста на монетарната политика на мерките преземени од фискалната политика во различни економски услови. Притоа, трудот дава придонес и во обработка на континуираниот конфликт меѓу носителите на фискалната и монетарната политика во однос на каматната политика и нивото на каматните стапки во Република Македонија. Поврзано со тоа, материјата обработена во трудот дава одговор на прашањето дали

монетарната политика делуваше поттикнувачки или вршеше контракција на растот на економијата.

Еден од значајните придонеси на овој труд е обидот за првпат да се анализира и утврди дали е одржлива фискалната позиција и какво ниво на примарен буџетски дефицит треба да се одржува на долг рок за задржување на нивото на јавниот долг во проектираните рамки. Исто така, трудот детално го анализира извршувањето на буџетот и ги детерминира основните причини за непотполно извршување на капиталните инвестиции. Во тој контекст, трудот дава препораки за ефикасноста на фискалната политика во насока на поттикнување на економскиот раст.

Во последниве неколку години, експанзивната фискална политика значително ја зголеми јавната потрошувачка, но истовремено тоа беше проследено и со зголемени приходи во државната каса преку промена на некои од инструментите. Како одговор на зголеменото буџетско трошење, монетарната политика, со цел одржување на потребната рамнотежа, стана порестриктивна и притоа вршеше стерилизирање на вишокот ликвидност, што притискаше кон депрецијација на домашната валута. Како резултат на рестриктивноста, бизнис секторот се соочуваше со отежнат пристап до финансирање, а од друга страна, државата преку даночните инструменти зафаќаше поголеми средства. Во овој контекст, трудот дава придонес кон тоа да се даде одговор на прашањето дали државата врши истиснување (crowding out) на приватниот сектор, што се прави преку анализа на движењата на приватната потрошувачка, каматните стапки и инвестициите.

Значаен научен придонес трудот дава и со делот посветен на истражување на комбинацијата мерки на монетарната и фискалната политика во услови на кризни периоди во македонската економија, како и мерките што се преземаат како одговор на ефектите од глобалната економска криза. Тековната должничка криза во Европската унија (ЕУ), која има влијание врз реалниот сектор од македонската економија, е особена актуелна и недоволно истражувана материја, која е предмет на поширока анализа во овој труд.

Трудот придонесува за сублимирање на теоретските, научните, емпириските и практичните сознанија за водењето усогласени монетарна и фискална политика, како основни нишки на макроекономската политика, со чија оптимална комбинација на инструменти може да се остварат целите на макроекономската политика. Конкретно, посочени се недостатоците во координацијата меѓу носителите на тие две политики во Република Македонија, и дадени се насоки како тоа да се остварува во иднина со цел конвергенција на нивото на економска развиеност кон она на земјите-членки на Европската унија.

Сублимирано, научниот придонес на докторската дисертација се состои од следново:

1. Извршена е детална анализа на ефектите од постоење макроекономска стабилност во една национална економија врз остварување на целите на носителите на макроекономската политика;
2. Утврдена е комбинација од монетарни мерки кои во координација со останатите политики, а првенствено со фискалната политика, придонесуваат за остварување на целите на макроекономската политика;
3. Утврдени се ефектите од водењето на монетарната политика во Република Македонија врз фискалната политика, девизниот курс, платно-билансната позиција, како и врз растот на националната економија;
4. Направена е анализа на фискалната политика во насока на проектирање одржлива фискална позиција на подолг рок, која овозможува олеснето раководење и со монетарната политика;
5. Врз основа на детална анализа за поставеноста и водењето на монетарната и фискалната политика во Република Македонија, идентификуван е степенот на координираност меѓу двете политики во различни периоди и услови;
6. Извлечени се заклучоци и врз основа на искусвениот метод применет на условите на домашната економија дадени се предлог-насоки за поефикасна интеракција на монетарната и фискалната политика во Република Македонија.

2. Предмет, цели и задачи на истражувањето

Предмет на истражување во овој труд е поставеноста на монетарната и фискалната политика во насока на остварување макроекономска рамнотежа. Овие две политики претставуваат стожери на макроекономската политика на секоја земја и од успешното раководење со нив во голема мера зависи стапката на развој на економијата. Иако истражувањето се фокусира на овие две политики, не е занемарена анализата на ефектите од комбинацијата на монетарната и фискалната политика врз останатите значајни политики, како политиката на доход, надворешно-трговската политика, девизната политика и сл. Притоа, истражувањето во голема мера се однесува на состојбите во македонската економија, односно, на водењето монетарна и фискална политика од осамостојувањето наваму.

Главна цел на истражувањето е да се утврдат механизмите за воспоставување најдобра комбинација меѓу монетарната и фискалната политика, која ќе овозможи ангажираност на сите фактори на производство што е можно поблиску до потенцијалната, што овозможува стабилна макроекономска рамка. Во таква поставеност, се зголемува довербата во институциите, а инвеститорите тоа го препознаваат и се чувствуваат комотни да размислуваат и инвестираат на подолг рок што, од своја страна, подразбира креирање работни места и брз економски прогрес.

Не помалку важна цел на истражување во овој труд е да се согледа колку и дали постои координација меѓу активностите на креаторите на монетарната и фискалната политика во Република Македонија. Во периодот на транзиција македонската економија минуваше и сè уште минува низ периоди полни со предизвици од различен карактер, и во трудот се направи обид преку анализа на досегашните политики да се идентификуваат мерки и политики кои ќе дејствуваат во насока на подобра координација на макроекономските политики со цел забрзан економски раст и конвергенција на нивото на економска развиеност на Република Македонија со земјите-членки на Европската унија.

Целта на истражувањето се и ограничувачките фактори, како економски така и политички, при водењето на монетарната и фискалната политика, особено во услови на фиксен девизен курс, што може да предизвика макроекономска нерамнотежа.

Поединечните цели на истражувањето може да се идентификуваат преку барањето одговори на следниве прашања:

- Кои се придобивките од стабилна макроекономска рамка врз деловната клима и економскиот раст?
- Кои се научените лекции од досегашното водење на монетарната и фискалната политика во Република Македонија?
- Колку е одржлива фискалната политика при сегашната поставеност и какво ниво на јавен долг обезбедува одржливост на среден и долг рок?
- Дали и како монетарната политика може да стимулира економски раст во услови на фиксен девизен курс?
- Која е најдобрата комбинација на монетарна и фискална политика во мала отворена економија со режим на фиксен девизен курс?
- Дали поединечните мерки на носителите на фискална и монетарна политика во Република Македонија се конвергентни или дивергентни од аспект на остварување на основната и интермедијарната цел на макроекономската политика?

Задача на трудот е да ја оствари главната и поединечните цели наведени погоре. Притоа, да се направи анализа на комбинацијата на монетарна и фискална политика и да се дадат насоки во случајот на Република Македонија за поефикасна координација меѓу овие две политики, која ќе ја задржи стабилната макроекономската рамка, но истовремено ќе го поттикнува растот на бруто домашниот производ. Впрочем, светското искуство досега покажало дека стабилните економии најбрзо се развиваат.

3. Методологија на истражувањето

Во трудот, при теоретско-методолошката анализа на степенот и механизмите на координација меѓу монетарната и фискалната политика, применета и во случајот

на Република Македонија, користена е современа литература од релевантни меѓународни институции и автори од ова поле на научен интерес. Методолошки, обработката на материјата во овој труд се остварува преку користење на следниве истражувачки методи, кои се применети во зависност од предметот на истражување:

Метод на индукција и дедукција - Преку методот на индукција се испитани изворите на податоци и врз основа на нив се извлечени соодветни заклучоци, согласно со претходно наведените цели и задачи на истражувањето, т.е. согледување на процесот на координација на монетарната со фискалната политика, со претходна анализа како на монетарната така и на фискалната политика, факторите кои влијаат врз нив, како и ефектите од таквата координација. Методот на дедукција е употребен во врска со практична примена на заклучоците од истражувањето.

Квантитативни методи - се користат за квантифицирање на различни показатели кои укажуваат на одредени аспекти од водењето одредена комбинација на монетарна и фискална политика. Овој метод е особено користен во делот од докторската дисертација кој се занимава со презентирање на состојбите и движењата во монетарните агрегати и индикатори на монетарната политика, како и на индикаторите кои укажуваат на водењето на фискалната политика во Република Македонија.

Покрај ова, анализата се спроведува и со методот на *квалитативна анализа*, со оглед на фактот дека во одредени случаи квантитативните методи се недоволни и потребно е квалитативно толкување на одредени резултати од истражувањето.

Методот на анализа и синтеза - се користи речиси во секој сегмент од трудот. Преку методот на анализа се констатираат состојбите и движењата во монетарната и фискалната политика, додека со помош на методот на синтеза се доаѓа до сублимирани заклучоци за одредени варијабли и/или политики, кои ќе водат кон остварување на основната цел на истражувањето - согледување и давање препораки за координираноста на монетарната и фискалната политика во Република Македонија.

Статистички метод - е користен при анализа на движењата на значајни макроекономски индикатори во македонската економија, при што врз основа на големи временски серии податоци, кои систематски се сублимирани и презентирани во бројни табели и графикони, се прави анализа на ефектите од водењето на монетарната и фискалната политика врз останатите важни индикатори, како салдото на тековната сметка од платниот биланс, девизниот курс на домашната валута, инфлацијата, бруто домашниот производ, јавниот долг и сл.

Потребата од временска и просторна компарација на значајни макроекономски варијабли во трудот ја наметна примената и на *методот на компаративна анализа*, но и на *историскиот метод*.

Метод на моделирање и проектирање - кој е користен при анализата на фискалната одржливост во Република Македонија на долг рок.

4. План на презентирање на материјата

Тематски, материјалот што се обработува во докторската дисертација според планот на презентација, покрај воведот, е структуриран во пет дела, кои по еден логичен причинско-последичен сооднос и редослед осветлуваат одредени сегменти од истражуваната материја, за да бидат заокружени во една хомогена целина со заклучните согледувања за основните констатации од истражувањето.

Во првиот дел е истакнато значењето на монетарната и фискалната политика во креирањето и остварувањето на макроекономската политика. Во овој дел се идентификуваат основните цели на макроекономската политика кои можат да се остварат со одредена комбинација на монетарни и фискални мерки. Исто така, се разработува и концептот за конфликт при остварувањето на целите. Сите политики во рамките на макроекономската политика се насочени кон остварување на целите на макроекономската политика. Во тој процес монетарната и фискалната политика заземаат многу значајно, дури и одлучувачко место, без намера притоа да се намали значењето и на останатите

политики. Понатаму, во овој дел детално се анализираат факторите кои придонесуваат за нарушување на внатрешната рамнотежа во економијата, како и на рамнотежата во надворешната позиција на земјата.

Основните цели кои се настојува да се постигнат при креирањето на макроекономската матрица е да се обезбеди внатрешна стабилност и стабилност на надворешната позиција на земјата. Внатрешната стабилност подразбира економијата да функционира на начин на кој сите фактори на производство се искористуваат со нормален интензитет, односно, остварен е полн капацитет, бруто домашниот производ е еднаков или блиску до потенцијалниот, а стапката на инфлација е ниска и предвидлива. Стабилност на надворешната позиција на една земја подразбира способност позицијата на тековната сметка од платниот биланс на земјата да може редовно и навремено да се финансира, без притоа да се врши значително прилагодување на девизниот курс и/или сериозно реструктурирање на надворешниот долг. Преку утврдување на негативните ефекти од нарушената рамнотежа се извлекува заклучок зошто е важна макроекономската стабилност. Притоа, тука се презентираат ризиците и трошоците за една економија од нарушување на макроекономската стабилност, при што се разработува и концептот за макроекономско прилагодување.

Во овој дел понатаму се обработени и идеите за монетарна наспроти фискална доминација. Истите се добро познати, но често во практиката проблемот е во имплементација на одредениот модел, и како тоа се рефлектира при координирањето меѓу тие две политики. Истражувањето во овој дел го презентира и моделот на Мандел-Флеминг (Mundell-Fleming) за макроекономска стабилизација во отворена економија. Исто така, во овој дел се прави преглед врз основа на досегашните практични искуства за ефикасноста на монетарната и фискалната политика во зависност од мобилноста на капиталот и во услови на различен режим на девизен курс.

Со оглед на значењето од постоење макроекономски фундаменти, како предуслов за брз економски развој, внимание е посветено на мерките на политиките за стабилизација, кои би ја довеле агрегатната побарувачка во сооднос со агрегатната понуда. Притоа, тоа е надополнето со разработка на

структурни реформи во значајни сегменти од економијата, кои придонесуваат за зголемување на ефективност на политиките за стабилизација. Предмет на презентација во првиот дел се и неодамнешните искуства од водењето на монетарна и фискална политика во услови на глобална економска криза и рецесија. Овој дел е заокружен со констатации за последиците кои може да настанат врз економијата доколку постои неконзистентност и некооперативност меѓу монетарната и фискалната политика во една национална економија.

Во вториот дел од трудот подетално се разгледува и обработува монетарната политика како еден од инструментите на макроекономската политика за остварување на нејзините цели. Во таа насока, може да заклучиме дека целите на монетарната политика, во суштина, се совпаѓаат со крајните цели на макроекономската политика. Сепак, монетарната политика има и некои свои специфични цели како, на пример, стабилност на каматните стапки, одржување на стабилноста на банкарскиот систем и спречување финансиски паники и шокови, како и ефикасна дистрибуција на финансиските средства.

Остварувањето на стабилноста на цените, како долгорочна цел на монетарната политика, е детерминирано од правилниот избор на монетарна стратегија, што ќе води кон успешно управување и контрола на понудата на пари. Меѓутоа, правилниот избор на монетарна стратегија треба да биде проследен со примена на соодветен сет инструменти за монетарно регулирање. Токму прашањата за монетарната стратегија која се применува при спроведување на монетарната политика, како и инструментите за монетарно регулирање, се обработуваат во овој дел од трудот. Во продолжение се разработува темата за начинот на водење на монетарната политика, односно, дилемата за користење правила наспроти потпирање повеќе врз дискрециони одлуки.

Предмет на обработка во овој втор дел од трудот е и ефикасноста на монетарната политика при алокација на средствата. Целта е да се согледаат ефектите од водењето одредена монетарна политика на микроекономско ниво. Доколку целокупната редукција на приходите како резултат на рестриктивна монетарна политика би паднала на товар само на една социјална група, тогаш можеби монетарната политика не би требало да се користи како политика за

стабилизација и таа улога да ја препушти на некоја друга политика во одреден временски период. Сепак, поплаките за дисторзивните ефекти на монетарната политика кои наметнуваат потешкотии за одредени сектори во економијата, најчесто се однесуваат на влијанието од високи и/или растечки каматни стапки. Токму ефектите од монетарната политика врз каматните стапки се предмет на обработка во овој дел. Во овој сегмент посебно внимание е посветено и на прашањата за кредитна алокација, влијанието врз финансиските пазари, влијанието врз капиталните инвестиции и влијанието врз потрошувачката.

Понатаму, во вториот дел се презентирани начините на кои монетарната политика влијае врз номиналниот доход, односно преку кои канали се пренесуваат монетарните мерки и како делуваат. Значаен простор во овој дел е одвоен и за анализата на односите на монетарната политика со буџетското салдо, при што преку апсорпциониот пристап се воспоставува врската меѓу остварувањето на овие политики. Втората тематска целина е заокружена со обработка на односите меѓу монетарната и девизната политика, со што ќе се согледаат импликациите врз платно-билансната состојба на земјата и врз девизниот курс.

Третиот дел, насловен „фискалната политика во функција на макроекономска рамнотежа“, во суштина, ги обработува ефектите од фискалната политика врз различни економски варијабли и политики. Притоа, анализата започнува со теоретските аспекти на различните пристапи. Посебно внимание во овој дел се посветува на фискалните правила што може да се применуваат при водење на фискалната политика, со поединечно објаснување на трите основни: правилото на лимитирање на дефицитот, правилото на непозајмување од монетарната власт и правилото на лимитирање на јавниот долг. Понатаму, се обработува прашањето на буџетско ограничување на јавниот сектор и потребата од водење транспарентна фискална политика.

Во литературата и практиката не постои единствен или најдобар начин на мерење на фискалната рамнотежа. Во зависност од целта, во практиката може да се користат алтернативни концепти на фискална рамнотежа дефинирани во согласност со различни аналитички критериуми, кои се детално презентирани во

овој дел од докторската дисертација. Вкупниот дефицит или суфицит како процент од бруто домашниот производ (БДП) најчесто се користи како сумарен показател на фискалните перформанси и можеби е најшироко прифатениот индикатор за мерење на фискалната позиција на земјата. Сепак, за појасна слика, презентирани се и другите показатели на успешноста во водењето на фискалната политика. Покрај квантитативните индикатори, за да се обезбеди сепфатност, сумарниот показател ги зема предвид и структурните аспекти на фискалната политика, како што се наплатата на приходите и реализацијата на расходите, односно, се прави и квалитативна анализа на буџетското извршување.

Изборот на соодветен концепт за мерење на фискалната рамнотежа се базира на неколку фактори: 1. видот на нерамнотежа; 2. опфатност (централна влада, општ буџет или јавен сектор); 3. метод на евидентирање (кеш основа или пресметковна основа); и 4. статусот на условните обврски. Во овој дел од трудот детално се елаборирани неколку показатели за мерење на фискалната рамнотежа, како што се позајмување од страна на јавниот сектор, тековно фискално салдо, примарен фискален дефицит/суфицит и оперативен дефицит/суфицит.

Посебно внимание во третиот дел од трудот се посветува на многу актуелното прашање за фискалната одржливост на среден и долг рок и како таа се одразува врз надворешната позиција на земјата. Притоа, обработени се индикаторите на фискалната одржливост, како што се принципот на солвентност и принципот на позитивна нето вредност. Во изминативе неколку години прашањето за одржливоста на фискалната политика привлече значително внимание. И покрај фактот што не постои унифицирана дефиниција за тоа што претставува одржлива фискална политика, општо прифатено е толкувањето дека фискалната политика не е одржлива доколку сегашната и идната фискална позиција резултираат со постојан и брз раст на јавниот долг изразен како процент од БДП.

Според ова, клучниот индикатор на одржливоста се базира на висината и стапката на раст на односот јавен долг/БДП. Практиката во многу земји покажува дека континуирано високиот процент на јавниот долг во однос на БДП е скап за финансирање на долг рок и неминовно станува неодржлив, при што е потребна ревизија како на фискалната така и на политиката на долгот. Токму

обработката на прашањата поврзани со јавниот долг ја заокружуваат третата тематска целина од докторската дисертација. Во тој контекст, актуелноста на прашањето ја наметна потребата да се направи и анализа на фискалниот одговор на глобалната криза и последиците од тоа.

Четвртиот дел од трудот, всушност, го претставува неговиот најзначаен дел, во кој ги презентираме, анализираме и укажуваме на предностите, слабостите, потенцијалните можности и правците за иден развој на процесот на координација на монетарната и фискалната политика во Република Македонија. Во ова поглавје, најпрво преку едно воведно излагање, ја образложуваме макроекономската поставеност на политиките во македонската економија. Ова е потребно за да се согледа улогата што монетарната и фискалната политика, чија координација е централен фокус на истражување на овој труд, ја играат при остварувањето на крајните цели на макроекономската политика на Владата на Република Македонија. Притоа, неизбежна е анализата на институционалната поставеност на двете политики и интеракцијата меѓу Централната банка и Владата на Република Македонија, како имплементатори на тие две политики.

Во понатамошниот дел од овој сегмент направен е осврт на дефинирањето на основната цел на монетарната политика. Преку теоретски и емпириски методи е утврдено дека основна ориентација на Народна банка на Република Македонија, како креатор на монетарната политика, треба да биде долгорочната стабилност на цените како единствено средство за остварување трајна материјална благосостојба во земјата. Во тој контекст, Народна банка на Република Македонија избра соодветна монетарна стратегија и инструменти преку кои ја остварува долгорочната цел, што е предмет на анализа во овој дел од трудот.

Како логичен континуитет на истражувањето по поставеноста на монетарната политика следува согледувањето на ефикасноста од водењето на таквата монетарна политика. Притоа, посебно внимание се посветува на ефектите од тоа како монетарните мерки се рефлектираат на каматните стапки, инвестициите, деловната клима, вработеноста, платниот биланс на земјата и поттикнувањето на растот на бруто домашниот производ. Посебен акцент се става на движењето на курсот на домашната валута и се разгледува влијанието на монетарната политика

во услови на фиксен режим на девизен курс. Анализата на монетарната политика не се врши како изолирана категорија, туку предвид се земаат и останатите политики, валидни во одреден временски периоди.

Посебно место во овој дел од трудот зазема анализата на монетарната политика во услови на експанзивна и рестриктивна фискална политика. Притоа, истата се однесува на целиот период од осамостојувањето до денес, при што се разгледува и квантифицира движењето на основните монетарни агрегати, референтната каматна стапка, каматните стапки на банките, како и движењето на буџетското салдо.

Понатаму се анализира и водењето на фискалната политика во Република Македонија во различни временски периоди, при што се елаборираат промените во даночниот систем во земјата. Фокусот е насочен кон буџетското салдо и фискалното прилагодување, при што како посебни се издвојуваат анализите на структурата на јавните приходи и јавните расходи. Посебен интерес во овој сегмент претставува согледување на ефектите од водењето на фискалната политика врз монетарната политика. Се согледува респонзивноста на монетарната политика со свои мерки како одговор на промена на инструментите на фискалната политика (таканаречените фискални мултипликатори) при процесот на координација. Во продолжение, значајно внимание се посветува и на анализа на ефектите од водењето на фискалната политика врз јавниот долг, врз каматните стапки, инвестициите, а особено врз платниот биланс и курсот на денарот.

Во фокусот на истражувањето во овој дел од трудот е и обидот да се даде одговор на прашањето дали постои ефект на истиснување (crowding out) од фискалното однесување во одредени периоди. Во таа насока, се прави анализа на ефикасноста и продуктивноста на јавното трошење со утврдување на факторите кои влијаат врз остварувањето на јавните инвестиции. Прашањето за фискалната рамнотежа во Република Македонија се разгледува многу детално, аргументирано со бројни податоци кои се презентираат во табели и графикони.

Преку анализа на буџетот и неговите проекции за идниот период, како и преку анализа на стратегијата за управување со јавниот долг, посебно внимание во четвртиот дел од трудот се посветува на фискалната одржливост на среден и долг рок. Во овој дел преку поставување модел од равенки, се изработени повеќе сценарија за движењето на долгот на централната влада и јавниот долг, со цел утврдување на неговата одржливост. Како посебен придонес е моделирањето на проектирано движење на јавниот долг до 2030 година според неколку сценарија, при што идејата е пронаоѓање најадекватно ниво на примарен буџетски дефицит кој обезбедува долгорочна одржливост на јавниот долг во рамките на проекциите на Владата. Исто така, како заокружување на ова тематско подрачје, во посебен сегмент направен е осврт врз водењето на монетарната и фискалната политика во Република Македонија во услови на кризи.

Петтиот дел од трудот, во суштина, претставува заклучни согледувања од истражувањата во претходните делови. Тоа е со цел да се апострофираат најзначајните елементи од спроведеното истражување на степенот и механизмите на координација меѓу монетарната и фискалната политика во Република Македонија. Преку синтетизирање на сознанијата од истражувањето во претходните делови, овде се дадени и препораки за некои водечки принципи за подобра усогласеност на двете многу значајни политики за остварување на крајните цели на макроекономската политика. Притоа, заклучоците се базираат на досегашното сопствено искуство, земајќи ги предвид и некои од искуствата на развиените економии, ставени во контекст на условите на македонската економија.

I. Монетарната и фискалната политика - основни нишки на макроекономската политика

1.1. Цели на макроекономските политики

Макроекономската политика, како сумарен пакет од економски политики во една економија, во суштина настојува да ги насочи економските агрегати во правец на остварување макроекономска стабилизација. Досегашните емпириски искуства покажале дека најдобар амбиент за економски развој на една економија е доколку е обезбедена стабилност на главните макроекономски агрегати, како што се инфлацијата, курсот на националната валута, салдото во тековната сметка од платниот биланс, нивото на јавниот долг, буџетскиот дефицит и сл. За остварување на посакуваните таргети на горенаведените индикатори задолжени се поединечните политики кои ја сочинуваат макроекономската политика на една економија како, на пример, монетарната политика, фискалната политика, политиката на девизен курс, надворешно-трговската политика.

Сите поединечни политики кои ја креираат целокупната макроекономска политика, покрај своите специфични цели, ги имаат предвид основните цели на макроекономската политика: брз и одржлив економски раст, високо ниво на вработеност и ценовна стабилност¹. Некои автори зборуваат и за четврта цел на макроекономската политика која може да се сумира како еквилибриум во трговската размена со странство и стабилност на девизниот курс (Mayer, Duesenberry и Aliber, 1981 г., и Фити и други, 1998 г.).

Најпрво ќе дискутираме за секоја од наведените цели поединечно, а потоа ќе го разгледаме прашањето за нивната конзистентност во смисла на тоа дали е возможно едновремено остварување на сите основни цели.

Спојката на економски раст, во суштина, може да се декомпонира на стапка на раст на потенцијалниот бруто национален производ (БНП) и промената на односот меѓу потенцијалниот и фактичкиот БНП. Целта на макроекономската

¹ Mayer и други, (1981), Money, Banking, and the Economy, стр. 487 - 489.

политика е да обезбеди такво ангажирање на сите фактори во економијата кои ќе го приближат, а по можност и ќе го изедначат фактичкиот со потенцијалниот БНП. Долгорочна цел, пак, претставува одржлива релативно висока стапка на економски раст, која ќе значи зголемување на потенцијалниот БНП. Тоа најдобро се постигнува преку инвестирање, кое не значи само повеќе капитал по единица труд (работник), туку и иновативност преку воведување нови технологии и пософистицирана опрема. Сепак, да резимираме, мнозинството економисти, а секако и носителите на политиките (властите) во секоја економија, сметаат дека остварувањето високи стапки на економски раст е пожелно.

Високата вработеност е очигледна цел. При анализирање на ова прашање почесто се користи индикаторот стапка на вработеност отколку колкав процент од вкупната популација се вработени, бидејќи познато е дека секогаш постои таканаречената фрикциона невработеност. Ефикасен пазар на труд треба да овозможи рамнотежа меѓу понудата и побарувачката на соодветна работна сила и работни места, така што на нивото на цената на трудот (платата) која преовладува во една национална економија не постои ниту вишок побарувачка ниту вишок понуда на работна сила.

Висока стапка на невработеност укажува дека пазарот на труд е неефикасен, односно, постои неискоритеност на потенцијалните фактори на производство. Притоа, нејасно е колкава треба да биде фрикционата невработеност во различни економии. Таа ја претставува долната граница под која, доколку се спушти стапката на невработеност, би дошло до зголемување на инфлацијата. Оттука, многу економисти ја дефинираат полната вработеност, односно „соодветната“ стапка на невработеност, како минимално ниво на невработеност кое е конзистентно со одржување ценовна стабилност, што подразбира прифатлива, нерастечка стапка на инфлација.

Ценовната стабилност е една од основните цели на макроекономската политика заради дисторзиите во економијата што ги предизвикува ценовната нестабилност. Генерално, наглите непредвидени промени, особено нагоре, на општото ниво на цени предизвикуваат неоптимална алокација на ресурсите. Тоа ги нарушува пазарните сили на понудата и побарувачката кои слободно ја

формираат рамнотежената цена на сите добра и услуги. Притоа, високата инфлација доведува до редистрибуција на доходот и богатството во едно општество меѓу различните доходовни групи. Таа им штети на кредиторите, а е во корист на должниците. Понатаму, таа доведува до редистрибуција на доходот и во рамките на иста доходовна група, бидејќи некои се нето кредитори а некои се нето должници. Ценовната нестабилност погрешно ги насочува инвестициите бидејќи го отежнува проценувањето на профитабилноста на компаниите или проектите, а профитот е она што ги насочува инвестициите.

Конечно, ценовната нестабилност креира неизвесност и несигурност, која се одразува во деловната заедница со неможност од долгорочно планирање и откажување од долгорочни вложувања и проекти. Истото се случува и кај домаќинствата што се одразува негативно врз потрошувачката, но и креира генерална недоверба кон носителите на политиката и недоверба во домашната валута. Тоа, пак, од своја страна, доведува до притисоци врз девизниот курс и негативни последици врз платниот биланс на земјата. Одржувањето стабилност на општото ниво на цените подразбира задржување ниска и предвидлива стапка на инфлација која економските субјекти нема да ја вградуваат во своите деловни одлуки.

Девизниот курс, како цена на домашната валута изразена во странски валути, влијае врз трговската размена со странство, и оттаму врз вкупната економска активност во една економија и нејзиниот раст. Ова е особено значајно со оглед на тоа што сите економии учествуваат во меѓународната трговија настојувајќи да ги искористат своите компаративни предности и да бидат што поконкурентни. Депрецијација или апрецијација на девизниот курс го менуваат салдото на трговската размена со странство, а индиректно влијаат врз домашното производство, инфлацијата и вработеноста.

1.1.1. Конфликти во остварувањето на основните цели

Во економската литература и во практиката не постои универзален рецепт кој укажува каква комбинација на економските политики треба да се примени за да се остварат сите цели на макроекономската политика едновремено. Всушност,

остварувањето на сите цели едновременно е исклучително тешко заради тоа што примената на едни политики во одредени услови со цел остварување на една цел може да има спротивни ефекти во остварување на друга цел. Во продолжение накратко ќе ги анализираме конфликтите кои може да се појават при остварување на основните три цели на макроекономската политика.

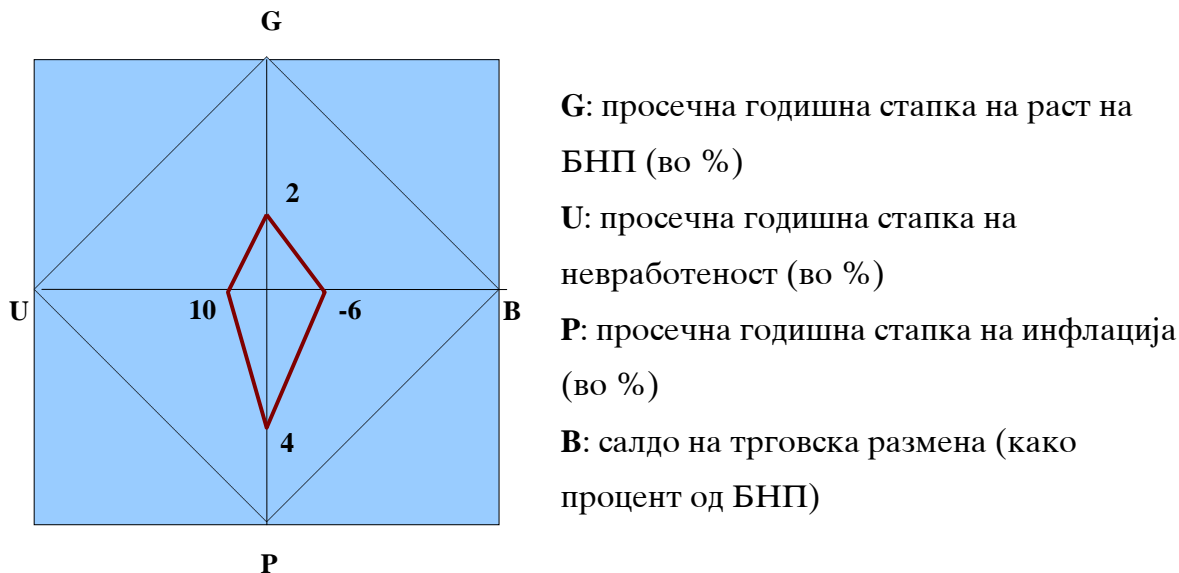
Ќе започнеме со целта остварување економски раст, како најзначаен индикатор за движењето на економијата. На долг рок, оваа цел не е во конфликт ниту со ценовната стабилност, ниту со високото ниво на вработеност, односно ниската невработеност. Имено, ниската инфлација ја зголемува агрегатната побарувачка и ја поместува границата на потенцијалното производство нагоре, што во услови на стабилност придонесува за зголемување и на фактичкото производство. Зголемената економска активност придонесува и кон отворање нови работни места и намалување на невработеноста. На краток рок може да се појави конфликт меѓу остварувањето висок економски раст во услови кога веќе има растечка инфлација. Во таков случај, монетарната политика, како еден од инструментите на макроекономската политика, станува рестриktivна со цел намалување на инфлацијата. Тоа доведува до зголемување на невработеноста, што значи зголемена неискористеност на капацитетите, намалени инвестиции и, следствено, забавување на економскиот раст.

Потенцијален конфликт во едновременно остварување ниска инфлација и висока вработеност се појавува кога невработеноста паѓа под нејзината природна стапка, односно, под нивото на фрикциона невработеност. Тоа најчесто доведува до пораст на побарувачката за труд, пораст на платите и активирање на спиралата плати - цени, односно, поместување на Филипсовата крива надесно и континуиран раст на инфлацијата. Дури и враќање на невработеноста на нивото на фрикционата невработеност нема да ја сопре инфлацијата туку само ќе го сопре нејзиниот галопирачки раст, а ќе се задржи на стапката на очекуваната инфлација која претходно била вградена во очекувањата на економските субјекти.

Постои дебата дали остварувањето висока вработеност и ценовна стабилност се конфликтни цели во услови и кога невработеноста е над стапката на природна

невработеност. Монетаристичката школа тврди дека експанзивната монетарна политика значително ги зголемува цените во услови на висока невработеност.

Графикон 1.1 Магичен четириаголник



Извор: Пример на авторот.

Водењето макроекономска политика најчесто подразбира избирање на приоритети меѓу спротивставени цели. Тоа значи носење храбри одлуки за многу дилеми. Погоре е даден еден пример за постигнатите резултати од водењето макроекономска политика во развиена економија, чиј приоритет е релативно ниска невработеност (до 10%) и стабилен економски раст (од 2%). Од графиконот се забележува дека за сметка на тие цели, замислената економија има двојно повисока инфлација од нивото кое се смета за прифатливо за развиените економии од околу 2% годишно. Ид еално би било доколку магичниот четириаголник има форма на правилен ромб, што би значело дека економијата едновременно остварува ниска инфлација, ниско ниво на невработеност, стабилен економски раст, поткрепен со низок трговски дефицит.

1.2. Внатрешна и надворешна рамнотежа

1.2.1. Дефиниции

Внатрешната рамнотежа е состојба при која фактичкото производство е еднакво на или блиску до неговото потенцијално ниво или капацитет, а инфлацијата е

ниска и нерастечка. Според оваа дефиниција ниту една од следниве ситуации не може да се смета за внатрешна рамнотежа: ниска инфлација во комбинација со бавен или негативен раст или брз раст комбиниран со висока инфлација. Надворешната рамнотежа најчесто се дефинира како состојба на тековната сметка од платниот биланс, која е поддржана од приливи на капитал компатибилни со можностите за раст на една економија без притоа да се посегне кон рестрикции во трговската размена и плаќањата, при што нивото на девизни резерви е адекватно и релативно стабилно. Надворешната рамнотежа не значи нулто салдо на тековната сметка или нулто вкупно салдо на платниот биланс, но понекогаш заради поедноставување и двата предуслови може да се земат предвид. Единствено треба земјата да не посега по големо прилагодување на девизниот курс или да има потреба да се впушта во исклучителни трансакции, како барања за ослободување од плаќање долг, акумулирање надворешни обврски, или неплаќање на надворешните обврски.

1.2.2. Комбинации на макроекономска нерамнотежа

Внатрешната и надворешната рамнотежа зависат од две фундаментални варијабли кои ги рефлектираат основните економски постулати на макроекономската политика: нивото на реална домашна побарувачка и реалниот девизен курс. Така, на пример, дефицит во тековната сметка на платниот биланс се појавува во случај кога реалниот девизен курс е значително преценет и/или кога постои вишок на реална домашна побарувачка. Во спротивен случај, имаме суфицит во тековната сметка. Исто така, значително потценет реален девизен курс или вишок на реална домашна побарувачка создава инфлаторни притисоци. Ако пак се случи спротивна ситуација, тоа ќе резултира со намалено производство. Оние економии кои се соочуваат со проблеми во платниот биланс, вообичаено, истовремено се исправени и пред уште еден предизвик - да ја коригираат или стапката на раст или стапката на инфлација.

Носителите на економските политики генерално настојуваат да постигнат внатрешна и надворешна рамнотежа истовремено, што подразбира соодветна комбинација меѓу реалниот девизен курс и реалната домашна побарувачка. Врз основа на дефинициите за внатрешна и надворешна рамнотежа дадени погоре,

различните комбинации на макроекономски нерамнотежи може да се класифицираат во четири категории, и тоа:

1. Вишок домашна побарувачка и инфлација со истовремен дефицит во тековната сметка на платниот биланс;
2. Домашна рецесија со истовремен дефицит во тековната сметка на платниот биланс;
3. Вишок домашна побарувачка и инфлација со истовремен суфицит во тековната сметка на платниот биланс;
4. Домашна рецесија со истовремен суфицит во тековната сметка на платниот биланс.

1.2.3. Макроекономски врамнотежен реален девизен курс

За реален девизен курс кој овозможува економијата да ја задржи како внатрешната така и надворешната рамнотежа велме дека е макроекономски врамнотежен реален девизен курс. Како што беше споменато претходно, внатрешната и надворешната рамнотежа зависат од нивото на реалната домашна побарувачка и реалниот девизен курс, што со равенки би можело да се претстави како:

$$CA = f(A, R, \dots), \frac{\partial f}{\partial A} > 0, \frac{\partial f}{\partial R} < 0,$$

Каде CA = состојба на тековната сметка од платниот биланс (во продолжение само тековна сметка);

A = реална домашна побарувачка;

R = реален девизен курс (во единици странска валута за единица домашна валута, прилагоден со релативните цени).

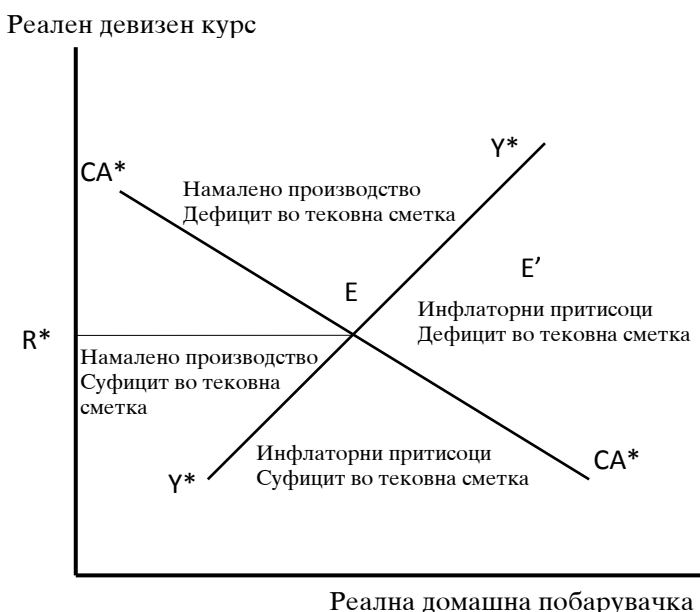
Со оглед на тоа што реалната домашна побарувачка, меѓу другото, зависи од реалниот доход или производство, а реалниот доход претставува збир од реалната домашна побарувачка и реалното салдо на тековната сметка, нивото на реалниот доход (Y) може да се претстави како:

$$Y = g(A, R, \dots), \frac{\partial g}{\partial A} > 0, \frac{\partial g}{\partial R} < 0,$$

при што $Y = \bar{Y}$, а \bar{Y} покажува производство при полн капацитет. Доколку постои вишок на агрегатна побарувачка, тоа ќе резултира со појава на инфлација.

Прикажаниот графикон е познат како Swan дијаграм, наречен по T.W. Swan кој првпат го прикажал во 1955 година за да покаже како се детерминирани вработеноста и платниот биланс.² Надворешната рамнотежа, претставена со линијата на тековната сметка CA^* има надолен пад бидејќи пораст на реалната домашна побарувачка при непроменети останати варијабли ќе доведе до влошување на салдото на тековната сметка, освен доколку тоа не се неутрализира со депрецијација на реалниот девизен курс. Линијата која ја прикажува внатрешната рамнотежа, односно, движењето на производството (Y^* , бруто домашниот производ), има нагорен тренд бидејќи пораст на реалната домашна побарувачка ќе доведе до зголемување на побарувачката за домашно производство, освен во случај кога евентуална апрецијација на реалниот девизен курс не ја пренасочи побарувачката кон увозни производи.

Графикон 1.2 Макроекономска рамнотежа



Извор: Chong-Huey Wong, Adjustment and the Internal-External Balance.

² Види поопширно кај Swan, T.W. (1963), "Long-Run Problems of the Balance of Payments", *The Australian Economy: A Volume of Readings*.

Оттука може да се заклучи дека во која било точка над линијата CA^* , тековната сметка е во дефицит, и обратно, под линијата истата е во суфицит. Истовремено, во која било точка лево од линијата на бруто домашниот производ доаѓа до негово намалување, а десно од линијата се јавуваат инфлаторни притисоци. Точката E , каде што се сечат линијата на тековната сметка и линијата на бруто домашниот производ, е она ниво на реален девизен курс и реална домашна побарувачка при кое постои истовремено внатрешна и надворешна рамнотежа во економијата. Реалниот девизен курс при кој е постигната рамнотежата, R^* на графиконот 1.2, е макроекономски рамнотежен реален девизен курс или еквилибриум реален девизен курс.

Макроекономски рамнотежениот реален девизен курс може да се промени со тек на време бидејќи е под влијание на економски фундаменти (понекогаш наречени фундаменти на реалниот девизен курс). Тука, пред сè, се вклучени технолошкиот прогрес или растот на продуктивноста, условите за трговија, увозните тарифи и извозните давачки, структурата на јавните расходи и приходи, реалните каматни стапки, и контролата врз движењето на капиталот.

На пример, постојано зголемување на цената на нафтата на меѓународниот пазар ќе го зголеми еквилибриум реалниот девизен курс на земја извозничка на нафта, бидејќи линијата CA^* ќе се помести во десно. Зголемување на продуктивноста во производството на разменливи стоки во која било земја ќе ја помести линијата CA^* и линијата Y^* нагоре, бидејќи шокот од зголемена продуктивност ќе го зголеми суфицитот во тековната сметка, а воедно ќе го намали производството на неразменливи стоки, резултирајќи со вишок побарувачка на пазарот за неразменливи стоки. Во овој случај потребна е реална апрецијација на девизниот курс за повторно да се воспостави како надворешна така и внатрешна рамнотежа.

За да се дизајнира соодветна макроекономска политика и политика на девизен курс кои ќе ја придвижат економијата од комбинација на нерамнотежи кон внатрешна и надворешна рамнотежа, најпрво мора да знаеме како да го процениме рамнотежениот реален девизен курс за да одлучиме дали девизниот

курс треба да се промени. Во литературата се познати три пристапа: 1. симулации базирани на макроекономски модели; 2. проценки базирани на делумни-еквilibриум модели за тековната сметка; и 3. проценки базирани на равенки за коинтеграција³.

Првиот пристап е повеќе применлив за индустриски развиените земји. При овој пристап најпрво се воспоставува емпириски динамичен макроекономски модел. Потоа се изведуваат симулации за специфични мерки на политиката и егзогени варијабли за да се добијат стабилни вредности за реалниот девизен курс во подолг период. Стабилниот реален девизен курс се смета дека претставува рамнотежен реален девизен курс кој ги задоволува условите за внатрешна и надворешна рамнотежа⁴.

Кај вториот пристап, кој се применува како во развиените така и во земјите во развој,⁵ најпрво мора да се проценат индивидуалните бихевиористички односи за главните ставки од тековната сметка. Оттука, може да се квантифицираат релациите меѓу салдото на тековната сметка и неговите главни детерминанти. На пример, ова релација може да ја добие следнава форма:

$$CA = a + bY_t + cYF_t + dR_t$$

Каде YF_t е нивото (или индекс) на светскиот реален доход, или реалниот доход на главните трговски партнери во периодот t , а a , b , c и d се проценети параметри. При дадено YF_t , и со разумни вредности за CA_t и Y_t кои кореспондираат со надворешната и внатрешната рамнотежа, рамнотежениот реален девизен курс R_t може да се изведе од погорната равенка. Рамнотежениот реален девизен курс може да се претстави и како распон од вредности со цел да се земат предвид одредени грешки и отстапувања. За равенката да функционира, салдото на тековната сметка мора да е респонзивно на промените во домашната активност, странската активност и реалниот девизен курс. Иако овој пристап е навидум едноставен и транспарентен, неговиот најголем недостаток е што се игнорираат одредени динамички фактори, вклучувајќи го влијанието што самата постапка за

³ Clark и други, 1994 г., Montiel, 1999 г. и Williamson, 1994 г.

⁴ Clark и други, 1994 г. и Williamson, 1994 г.

⁵ Ahlers и Hinkle, 1999 г., и Wren-Lewis и Driver, 1997 г.

доаѓање до еквилибриум го има врз реалниот девизен курс. При прилагодување, на пример, ќе се појават соодноси меѓу CA и R и меѓу Y и R . Понатаму, изборот на варијаблата која се користи за постигнување надворешна рамнотежа има различни ефекти врз потенцијалното производство и реалниот девизен курс.

Третиот пристап вклучува апликации на економетрија со користење единствен корен (unit root) и е прилично комплексен. Принципот е да се утврди коинтеграција меѓу проценетиот рамнотежен реален девизен курс и економските варијабли, односно фактори од кои тој зависи, и врз основа на тоа да се добие рамнотежениот реален девизен курс.

1.3. Фактори кои влијаат на внатрешната рамнотежа

Во многу земји во развој монетарното финансирање на големите фискални дефицити е најчеста причина за внатрешна нерамнотежа, предизвикувајќи инфлација и, во некои случаи, забавен раст. Меѓутоа, покрај ова, постојат и други индикатори кои укажуваат дека внатрешната рамнотежа во една економија е нарушена или не постои. Еден од нив е неможноста директно да се измери или, пак, да се анализира потенцијалното производство, за разлика од оствареното. Проценките најчесто се фокусираат кон користење на функцијата на агрегатна понуда или, пак, долгорочен тренд на раст на бруто домашниот производ. Кога агрегатната побарувачка е значително пониска од потенцијалното производство, обично, економијата не е во внатрешна рамнотежа. Во ваков случај економијата вообичаено се соочува со висока стапка на невработеност, бавен раст, па дури и рецесија.

Поголемата агрегатна побарувачка доведува до инфлаторни притисоци во секторот неизменливи стоки, при што доаѓа до апрецијација на реалниот девизен курс и дефицит во тековната сметка од платниот биланс. Од друга страна, вишокот на побарувачка за разменливи стоки резултира со зголемен увоз.

1.4. Како да ја утврдиме нерамнотежата на надворешната позиција

За да се утврди дали во една економија постои надворешна рамнотежа најдобро е прво да се направи анализа на одржливоста на надворешниот долг. Притоа, анализата треба да покаже дали при спроведување на тековните политики надворешниот долг се зголемува побрзо од растот на економијата. Доколку се утврди дека тоа е така, тогаш со сигурност може да се заклучи дека постојат надворешни неусогласености. Дури и во случај анализата да покаже дека надворешниот долг е одржлив на долг рок, економијата може да западне во неликвидност на краток рок. Во таков случај се губи довербата кај инвеститорите и тие најчесто брзо го повлекуваат својот капитал, што уште повеќе ја влошува состојбата на платниот биланс на земјата.

Кога збирот на плаќањата на главницата (амортизација) и каматата на надворешниот долг достигнува висок процент од извозот на стоки и услуги, земјите имаат потешкотии да ги сервисираат своите обврски врз основа на надворешен долг без, притоа, значително да го ограничат увозот на стоки и услуги. Познат е случајот на Мексико, кој со неможноста за плаќање на своите надворешни обврски во 1982 година беше предизвикувач на познатата „должничка криза“ во 80-те која се прошири не само во Латинска Америка туку зафати и многу земји од Африка. Најсвеж пример за должничка криза е енормниот долг на Грција што ја доведе земјата до работ на банкрот, за кој беа потребни два „пакети“ финансиска помош од 110 и 160 милијарди евра, значително кротење на јавните расходи и сериозни структурни реформи, и сè уште е неизвесно дали сето тоа ќе помогне земјата да застане на здрави основи. Во секој случај, прилагодувањето на економијата на Грција ќе потрае повеќе години. Должничка криза, исто така ги зафати и Ирска и Португалија кои, исто така, примија финансиска инјекција од Европската унија и Меѓународниот монетарен фонд (ММФ) за стабилизирање на своите економии.

Одлевањето на капиталот, како одговор на претходен голем прилив на капитал во услови кога зависноста на земјата од капитални приливи ја прави ранлива во случај на брзо одлевање на капиталот од земјата, најдобро се покажа како фактор за предизвикување надворешна нерамнотежа во низата кризи која

започна со Мексико во 1994 - 1995 година и продолжи во Источна Азија, Русија и Бразил. Така, во голем дел од земјите од Источна Азија приливот на краткорочен капитал играше значајна улога во периодот 1991 - 1996 година во финансирањето на инвестициската потрошувачка, која имаше значајно учество во БДП и претставуваше примарна движечка сила на економскиот развој. Кога овие земји се соочија со големи одливи на капитал откако најпрво во 1997 година Тајланд мораше да дозволи нејзината валута бахт слободно да флукутира, кредитирањето од банкарскиот сектор и инвестициската потрошувачка драстично опаднаа. Тоа доведе до значително намален увоз и пад на БДП што, пак, од друга страна, доведе до неможност за исплаќање на кредитите, банкротии и масовни отпуштање во услови на слободен пад на девизниот курс. Големите нето одливи на капитал, исто така, предизвикаа корекции во билансот на тековната сметка, што придонесе земјите, како Тајланд, во рок од помалку од една година да преминат од големи дефицити во тековната сметка кон суфицит.

1.4.1. Релација меѓу надворешните нерамнотежи и јазот во домашните ресурси

Искуството од многу земји во развој, вклучувајќи ги оние од Азија, потенцираа нешто што често е занемарувано при анализите на економските нерамнотежи: дека надворешните нерамнотежи често рефлектираат јаз во домашните ресурси - нерамнотежа меѓу домашната потрошувачка и расположливите ресурси (или националното штедење и инвестициите) - кој може да се решава преку промени на домашните политики. Ова може да се види од основните равенки кои се однесуваат на националниот доход и вкупните ресурси кои ѝ стојат на располагање на земјата за потрошувачка и инвестиции. БДП може да се дефинира како збир на потрошувачката, инвестициите и нето извозот (извоз минус увоз) на стоки и нефакторски услуги, вклучувајќи ја потрошувачката на државата и недржавниот сектор.

$$GDP = C + I + (X - M)$$

при што C ја претставува потрошувачката, I инвестициите, X извозот на стоки и нефакторски услуги, а M увозот на стоки и нефакторски услуги. Со додавање на нето факторскиот доход од странство (Y_f) - нето каматни плаќања, рапатријација

на профитот, и слично - на двете страни од равенката, БДП се претвора во БДД, бруто домашен доход:

$$GDI = C + I + (X - M) + Y_f$$

Со додавање нето трансфери од странство (Tr_f) - приватни (како, на пример, дознаки од наши вработени во странство и приватни подароци) и јавни (официјални грантови) - на двете страни на равенката, БДД се претвора во бруто национален расположлив доход - БНРД:

$$GNDI = C + I + (X - M) + Y_f + Tr_f$$

Од оваа равенка може да ги одземеме потрошувачката и инвестициите, кои заедно ја претставуваат потрошувачката во економијата или апсорпцијата на ресурсите (A):

$$GNDI - A = (X - M) + Y_f + Tr_f = CAB$$

Забележете дека десната страна на равенката е, всушност, тековната сметка на билансот на плаќање. Оттука, нерамнотежата меѓу БНРД, што ги претставува ресурсите со кои земјата располага за трошење, и A , потрошувачката, автоматски се рефлектира во тековната сметка на билансот на плаќање. Во случај кога апсорпцијата (A) го надминува БНРД, се појавува дефицит во тековната сметка. Според тоа, надворешната нерамнотежа (како неодржлив дефицит на тековната сметка) може да се решава со примена на мерки на домашни политики како монетарната, фискалната или девизната политика со цел да се балансира апсорпцијата со БНРД, дури и во случај кога причина за надворешната нерамнотежа е надворешен шок (како, на пример, влошување на условите за трговија). Понатаму, со оглед на тоа што апсорпцијата ги содржи и потрошувачката и инвестициите, зголемување на кое било од двете би создало проблеми. Голем дефицит на тековната сметка може да настане не само во случај на прекумерна потрошувачка туку и во случај на прекумерно трошење предизвикано од инвестиции, како што се покажа во некои земји од Азија во периодот од 1990 - 1996 година.

Од горенаведените равенки може да се покаже односот меѓу националното штедење и инвестициите од една страна и салдото на тековната сметка. Доколку од равенката за бруто националниот расположлив доход се одземе потрошувачката од двете страни, на левата страна би го добиле националното штедење:

$$GNDI - C = I + (X - M) + Y_f + Tr_f$$

или

$$S = I + (X - M) + Y_f + Tr_f$$

со одземање на инвестициите од двете страни на равенката, се добива

$$S - I = (X - M) + Y_f + Tr_f$$

Десната страна од равенката е еднаква на салдото на тековната сметка, според што може да се заклучи дека разликата меѓу националното штедење и инвестициите го дава салдото на тековната сметка:

$$S - I = CAB$$

Со други зборови, дефицит во тековната сметка се јавува во случај кога инвестициската потрошувачка на една економија го надминува штедењето, при што е неопходно надворешно финансирање на јазот. Ова се случи во Тајланд и во неколку други азиски земји, каде што значителната инвестициска потрошувачка ги надмина дури и големите домашни заштеди. На пример, во периодот 1995 - 1996 година, националното штедење во Тајланд изнесуваше во просек 35% од БДП, но бруто инвестициите надминаа 42% од БДП, при што голем дел од нив беа искористени за непродуктивни приватни проекти.

1.5. Причини за макроекономска нестабилност

Четири квадранти на графиконот 1.2 погоре покажуваат четири различни комбинации на нерамнотежа, кои, воедно, кореспондираат со оние што

претходно беа таксативно истакнати. Нерамнотежа може да биде предизвикана од домашни или надворешни шокови, структурни ригидности, или несоодветни политики. При дизајнирање на политиките за прилагодување мора да се земат предвид овие основни причини. На пример, нерамнотежата може, но не мора да биде поврзана со несоодветен реален девизен курс (т.е. реален девизен курс кој е различен од R^* на графиконот 1.2) кој, пак, може да биде предизвикан од начинот на водењето на политиките. Така, значително апрециран реален девизен курс може да рефлектира неодржлива експанзивна фискална политика или рестриктивна монетарна политика. Тоа, исто така, може да биде предизвикано од промени во каматните стапки на меѓународниот пазар или шпекулативни движења на девизниот пазар.

Применување соодветна девизна политика ќе зависи од основните причини за нерамнотежа. Без разлика кои се причините за отстапување на реалниот девизен курс, прашањето што најчесто се поставува е дали да се промени номиналниот девизен курс и за колку. Постои оправданост за промена на номиналниот девизен курс кога реалниот девизен курс значително отстапува, а трошоците за прилагодување со користење само на монетарната и фискалната политика се премногу големи, особено кога реалниот девизен курс е значително апрециран.

Да земеме предвид ситуација во која во една економија е присутна растечка инфлација и дефицит во тековната сметка. Истовремено, реалниот девизен курс е значително над стапката на еквилибриум (т.е. тој е значително апрециран). Во таква ситуација постојат две опции за враќање кон рамнотежа. Првата е да се примени комбинација од рестриктивна монетарна и фискална политика за да се намалат домашната побарувачка и домашните цени, притоа задржувајќи го номиналниот девизен курс. Втората опција е да се комбинира депрецијација на номиналниот девизен курс со рестриктивна монетарна и фискална политика. При првата опција рестриктивната монетарна и фискална политика ќе ја намали агрегатната побарувачка, што доведува до подобрување на позицијата на тековната сметка. Во исто време, побарувачката за неизменливи стоки ќе се намали, редуцирајќи ја домашната инфлација и депрецирајќи го реалниот девизен курс. Меѓутоа, како што истакнавме порано, намалувањето на агрегатната

побарувачка би можело негативно да влијае врз производството и да ја зголеми невработеноста.

При примена на втората опција се очекува номиналната депрецијација да ги зголеми домашните цени на разменливите стоки во однос на цените на неразменливите стоки. Тоа, од своја страна, ќе ја зголеми понудата на разменливи стоки, а ќе ја намали понудата на неразменливи стоки, ќе ја намали побарувачката за разменливи а ќе ја зголеми за неразменливи стоки, што ќе доведе до подобрување на позицијата на тековната сметка. Сепак, вишокот на побарувачка за неразменливи стоки може да доведе до зголемена домашна инфлација, доколку не се применат комплементарни монетарна и фискална политика кои ќе ја ограничат побарувачката.

Како дополнување на степенот на отстапување на реалниот девизен курс и трошокот за прилагодување, одлуката за номинална депрецијација е често под влијание на оценките за ефективноста на депрецијацијата кон подобрување на позицијата на тековната сметка, изборот на номинално сидро и кредибилитетот на политиките. Генерално, политиката на девизен курс се смета за најмоќен инструмент за подобрување на позицијата на тековната сметка, најмногу заради фактот што промената во релативните цени влијае како на извозот така и на увозот.

1.6. Значењето од воспоставување и одржување макроекономска стабилност

Воспоставување и одржување макроекономска стабилност е значајно заради големите дисторзии кои ги предизвикуваат нерамнотежите кои, пак, скапо ја чинат економијата. Кои се негативните последици од внатрешна нерамнотежа? Несоодветна искористеност на ресурсите, невработеност и вишок неискористен капацитет се најчестите елементи кои рефлектираат рецесија. Од друга страна, прегревање на економијата предизвикува инфлаторни притисоци, кои може да се вградат како инфлаторни очекувања. Тоа предизвикува недоволна развиеност на финансискиот сектор и негативен ефект врз бруто домашниот производ.

Отстапување од надворешна рамнотежа, пак, предизвикува кризи во платниот биланс, што неминовно повлекува прилагодувања надолу со опаѓање на производството. Исто така, фискалната позиција најчесто станува неодржлива, а доаѓа и до несолветност во корпоративниот и во финансискиот сектор. Генерално, макроекономската нестабилност му штети на економскиот раст на тој начин што поголемата нестабилност оневозможува долгорочни планови и деловни одлуки, значи помалку инвестиции и нови технологии и помалку долгорочни кредити за приватниот сектор.

1.6.1. Макроекономско прилагодување

Што е прилагодување? Макроекономско прилагодување значи коригирање на нерамнотежата во економијата на една држава - најчесто дефинирана како значајни разлики меѓу понудата и побарувачката и значителни нарушувања на еден или повеќе сектори кои имаат влијание врз целокупната економија. Прилагодувањето повлекува примена на политики за подобрување на резултатите на клучните макроекономски варијабли, како што се стапката на инфлација или салдото на тековната сметка. Во многу случаи прилагодувањето значи промена во постоечките политики како, на пример, намалување на фискалниот дефицит и стапката на раст на паричната маса, депрецијација на валутата на земјата, или промена на режимот на девизен курс од фиксен кон флукуирачки.⁶

Макроекономското прилагодување има три клучни елементи. Еден од нив, претходно спомнат, подразбира прилагодување на агрегатната побарувачка со понудата на ресурси. Ова е клучно за прилагодување на краток рок, бидејќи вообичаено полесно е да се прилагоди агрегатната побарувачка со понудата на расположливи ресурси на краток рок отколку да се проширува базата на ресурси. Вториот елемент е да се овозможи релативните цени во економијата да даваат соодветни сигнали до учесниците на пазарот, преку промена на девизниот курс, каматните стапки, и другите регулирани цени. Овој елемент е важен најчесто во земји со голем државен сектор или значителна државна контрола во економијата, и претставуваше основен елемент од реформата и програмите за

⁶ Greene E. J. (2002), Overview of Macroeconomic Adjustment and Structural Reform

прилагодување во економиите во транзиција. Третиот елемент подразбира прилагодување на агрегатната понуда преку мерки за спроведување структурни реформи. Овој елемент е особено значаен за да ѝ овозможи на економијата да расте како за време на спроведувањето така и по спроведувањето програма за прилагодување.

1.6.2. Финансирање наспроти прилагодување

Со оглед на тоа што прилагодувањето често подразбира преземање болни чекори за намалување на потрошувачката, се поставува прашање дали понекогаш прилагодувањето може да се одложи. Прилагодувањето може да се одложи кога се чини дека нерамнотежата е привремена и земјата има доволно финансиски средства, вообичаено девизни резерви, или доколку е способна да позајми од странство за надминување на јазот во тековната или капиталната и финансиската сметка. Таков вид дефицит може да биде предизвикан од едногодишен пад на цената на светските берзи на производ кој е многу значаен за економијата, но се очекува во блиска иднина цената да се врати по старо. Во ваков случај земјата може да го надомести падот на извозот со трошење на нејзините девизни резерви. Ваквата опција се нарекува „финансирање на нерамнотежата“.⁷

Меѓутоа, за финансирањето да биде изводливо падот на приходите мора да е од привремен карактер, а властите да имаат доволно средства за да го покријат. Доколку е неизвесно дали цената на клучниот производ на светската берза ќе закрепне брзо, или доколку потребното финансирање би ги довело резервите на опасно ниско ниво, во тој случај прилагодувањето е неизбежно.

На пример, прилагодување е неопходно кога земјата има потешкотии со отплаќање на должничките обврски. Во ваква ситуација, девизните резерви и девизните средства, кои се слеваат кај монетарната власт, се недоволни за исполнување на надворешните обврски. За надминување на ваквата ситуација најверојатно ќе биде потребно да се изврши надворешно и внатрешно прилагодување со цел зајакнување на салдото на тековната сметка. Како дополнување, на земјата ќе ѝ биде потребна опсежна програма за прилагодување

⁷ Greene E. J. (2002), Overview of Macroeconomic Adjustment and Structural Reform.

за да се издејствува од официјалните кредитори ослободување од долгови. Прилагодувањето, исто така, може да биде клучно и во ситуација кога нараснуваат внатрешните нерамнотежи. На пример, инфлацијата може да се зголеми доколку не се контролира, при што владите се соочуваат со силни политички притисоци да одговорат на евентуална рецесија.

Генерално, ризично е да се претпостави дека економската нерамнотежа, а особено надворешната нерамнотежа, е од привремен карактер. „Привремените“ падови на цената на производите на светските пазари често се пролонгираат во неколку години, како што покажа искуството од доцните 70-ти години и почетокот на 80-те. Слично на тоа, привремениот раст на инвестициите рефлектиран со значителен дефицит во тековната сметка не значи дека сам по себе ќе се сврти обратно на краток рок. Оттука, прилагодувањето е често пожелно дури и кога земјата располага со значителни девизни резерви за финансирање на надворешната нерамнотежа во еден подолг период.

1.7. Монетарна наспроти фискална доминација

Традиционално, кога се зборува за одредување на движењето на цените и нивото на инфлација во секоја економија фокусот е врз улогата на монетарната политика, најчесто занемарувајќи ја улогата на фискалната политика. Повеќето анализи претпоставуваат дека е очекувано носителите на монетарната политика да ја одредат контролната варијабла за цените без да се соочат со какви било ограничувања, при што цените се детерминирани од понудата и побарувачката на пари.

Наспроти тоа, фискалните власти ги контролираат суфицитите на примарното буџетско салдо со цел обезбедување фискална солвентност, за кое било движење на нивото на цените. Ваквото сценарио во литературата се нарекува „режим на монетарна доминација“ или „Рикардов режим“, и истиот функционира на следниов начин: монетарната политика е активна, во услови кога движењето на цените е нејзино номинално сидро; додека фискалната политика се прилагодува

на пасивен начин во согласност со Рикардовото правило, така што движењето на буџетското салдо е ендогена варијабла.⁸

1.7.1. Фискална теорија на ценовното ниво

Нов пристап се појави во 90-тите години од минатиот век, кој ѝ овозможува на фискалната политика да одреди суфицити на примарното буџетско салдо кои се движат арбитрарно, што не мора да значи и компатибилно со солвентноста. Според тоа, движењето на буџетскиот суфицит е егзогено и за да се постигне фискална солвентност потребно е ендогено прилагодување на ценовното ниво. Во ваков контекст фискалната политика станува активна, при што буџетските суфицити стануваат номинално сидро, додека монетарната политика станува пасивна и може да го контролира само времето на инфлацијата. Ова е таканаречен режим на фискална доминација (не-Рикардов режим), а литературата која произлегла и е посветена на овие претпоставки е позната како *фискална теорија на ценовното ниво*. Оваа теорија е изградена врз база на придобивките од Leeper (1991 г.), Sims (1994 г.), Woodford (1994 г., 1995 г., 2001 г.), и Cochrane (1998 г., 2001 г., 2005 г.). Користена е од Kocherlacota и Phelan (1999 г.), Carlstrom и Fuerst (2000 г.), или Christiano и Fitzgerald (2000 г.); додека критички оценки може да се најдат, на пример, кај Buiter (1998 г., 2001 г., 2002 г.), McCallum (2001 г., 2003 г.), и McCallum и Nelson (2005 г.).

Оваа теорија може да биде од особен интерес за монетарните унии со оглед на тоа што може да придонесе за објаснување на различните движења на нивото на цените кај земјите-членки. Во случајот на Европската унија, фискалните ограничувања наметнати со Маастришкиот договор и подоцна со Пактот за Стабилност би требало да се интерпретираат како начин за потврда на Рикардовиот режим. Во оваа насока, Woodford (1998 г., 2001 г.) покажува дека една централна банка која е посветена на одржување на ценовната стабилност не може да биде индиферентна на тоа како е поставена фискалната политика.

Генерално, фискалната теорија на ценовното ниво вели дека грижата околу фискалната солвентност може да ја услови политиката на централната банка

⁸ Bajo-Rubio, O. et al (2006), "Deficit Sustainability and Inflation in EMU: An Analysis from the Fiscal Theory of the Price Level".

дури и кога таа има законска независност. Во таа насока, во некои случаи монетарната политика би требало да се прилагоди на движењето на расходите и приходите со цел да обезбеди фискална солвентност. Фискалната теорија на ценовното ниво ја развива оваа идеја, нагласувајќи дека политиките кои *a priori* се сметаат за неконзистентни, всушност, коегзистираат во еквилибриум, но по цена на генерирање ценовна нестабилност.

Овие аргументи може да се презентираат преку равенка за сегашната вредност на владиното буџетско ограничување како процент од БДП:

$$b_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1+x}{1+r} \right)^{j+1} E_t s_{t+j+1} + \lim_{j \rightarrow \infty} \left(\frac{1+x}{1+r} \right)^{j+1} E_t b_{t+j+1}$$

каде што b и s соодветно ги претставуваат јавниот долг и примарниот суфицит како процент од БДП; E ги претставува очекувањата; а x и r , соодветно, се стапката на раст на реалниот БДП и реалната каматна стапка. Во овој случај за поедноставување се претпоставува дека и двете се константни. Условот за фискална одржливост е:

$$\lim_{j \rightarrow \infty} \left(\frac{1+x}{1+r} \right)^{j+1} E_t b_{t+j+1} = 0$$

или, еквивалентно:

$$b_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1+x}{1+r} \right)^{j+1} E_t s_{t+j+1}$$

т.е. солвентноста бара владата да остварува очекувани идни буџетски суфицити еднакви, во сегашна вредност, на тековната вредност на акумулираниот долг.

Според конвенционалниот пристап (идентификуван како Рикардов режим или режим на монетарна доминација) ценовното ниво би се одредило на пазарот на пари во согласност со квантитативната теорија за парите, а примарниот суфицит би се прилагодило ендогено за да ја задоволи сегашната вредност на буџетското

ограничување. Погледнато во равенката погоре, примарниот суфицит би бил така поставен за да ја задоволи која било вредност на јавниот долг, независно од ценовното ниво.

Меѓузависноста на монетарната и фискалната политика уште може да се манифестира и на следниов начин: под претпоставка дека во равенката е дозволено остварување на сењораж, а јавниот долг би ги означувал сите обврски на владата, примарниот суфицит би го вклучил и приходот од сењораж. Оттука, доколку таргетот за јавниот долг е одреден, а владата сака во определен верременски период да го намали примарниот суфицит, тогаш сењоражот мора да се зголеми со цел одржување на вкупниот примарен суфицит константен. Во таков случај се појавува повисока инфлација. На овој начин, условот за фискална солвентност може да значи ограничување на опциите кои ѝ стојат на располагање на централната банка.

Токму затоа е препораката за поголема независност на централната банка на која приоритет треба да ѝ биде контролирање на инфлацијата, при што таа треба стриктно да се обврзе на разбирливи и публикувани правила при водењето на монетарната политика. Заради можноста од ваквите нарушувања, сењоражот, како извор за финансирање на буџетските дефицити, веќе не се користи во развиените економии.

Теоретската и емпириската литература за режимите на монетарна политика кои се карактеризираат со правила од типот на Тејлоровото правило (Taylor 1993 г.)⁹, го покажуваат придонесот на оваа правило кон остварување како ценовна стабилност така и стабилност на БДП. Меѓутоа, некои студии¹⁰ во последно време доаѓаат до заклучок дека правилата на монетарната политика не се доволни за гарантирање ценовна стабилност. Следствено, се аргументира дека поставување правило на фискалната политика би била корисна алатка, преку

⁹ Наречено по Џон Б. Тејлор, Тејлоровото правило одредува за колку централната банка треба да ја промени референтната номинална каматна стапка како одговор на отстапувањето на остварената инфлација од проектираната и на оствареното производството од потенцијалното. Понатаму, Тејлор го развил и таканаречениот Тејлоров принцип според кој за секој еден процентен поен на зголемена инфлација, централната банка треба да ја зголеми референтната номинална каматна стапка за повеќе од еден процентен поен.

¹⁰ Ballabriga и Martinez-Mongay (2003 г.), Jonung и Larch (2004 г.) или Larch и Salto (2005 г.)

задоволување на условот за солвентност и воведување буџетски таргети или дури и правила за дефицитот.

Од друга страна, фискалната теорија за ценовно ниво претпоставува дека фискалната политика може да го детерминира ценовното ниво дури и кога монетарните власти применуваат стратегија на таргетирање на инфлацијата. Оваа теорија би била поткрепена со не-Рикардовиот режим, или режим на фискална доминација, каде примарниот суфицит е одреден егзогено од владата, независно од нивото на јавен долг. Во ваква поставеност, ценовното ниво би се прилагодило со цел задоволување на условот за буџетското ограничување. Главна импликација на фискалната политика би била дека солвентноста на владата станува доволен услов за обезбедување ценовна стабилност.

Постоењето интеракција меѓу монетарната и фискалната политика создава можност за воведување правила како за монетарната така и за фискалната политика. Од аспект на пристапот на теоријата на игри, решението би било примена на моделот водач-следбеник. Во зависност од тоа дали монетарната или фискалната политика ги детерминира цените, се претпоставува кој носител на политика ќе реагира прв, централната банка или фискалните власти, односно владата.

Емпириската литература вообичаено применува два пристапа за тестирање на фискалната теорија на ценовното ниво: 1. Пристап со поглед наназад (backward-looking), кој имплицира дека во Рикардов режим зголемување на претходното ниво на долг би резултирало со поголем примарен суфицит денес; и 2. Пристап со поглед нанапред (forward-looking), кој имплицира дека во Рикардов режим поголем фискален суфицит денес би довел до намалување на идното ниво на долг.

Во своето истражување во периодот 1970 - 2005 година дали фискалната теорија на ценовното ниво е применлива во земјите од ЕМУ, Oscar Vajó-Rubio, Carmen Diaz-Roldan и Vicente Esteve (мај 2006 г.) не наоѓаат цврсти докази дека тоа е така, туку заклучуваат дека фискалната политика, како инструмент кој им е на располагање на земјите-членки, игра значајна улога при справување со

асиметрични шокови. Тие укажуваат на одредено фискално опуштање во некои земји кои одржувале фискална солвентност во подолг период и не ја исклучуваат можноста дека фискалните власти би можеле да се однесуваат нелинеарно, така што фискалната солвентност може да се одржува во одредени периоди, но не и во други.

1.8. Модел за макроекономска стабилизација во отворена економија

За разбирање како монетарната, фискалната и политиката на девизен курс влијаат врз економијата и како истите може да се искористат за надминување на економските нерамнотежи често се користи стандардниот модел на Mundell-Fleming за отворена економија *IS-LM* (Investment Savings- Liquidity preference Money supply) со мобилност на капиталот.¹¹

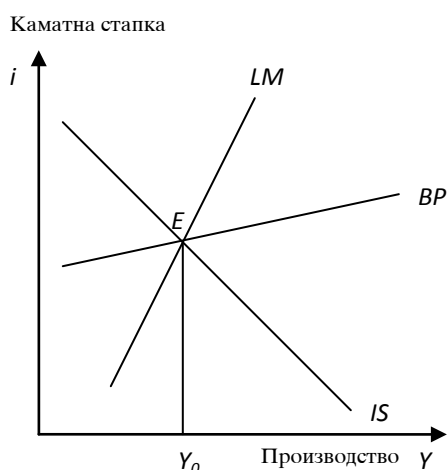
Клучна претпоставка како за верзијата на *IS-LM* моделот за отворена, така и за затворена економија, е дека цените на производите реагираат бавно на притисоците од зголемена побарувачка додека, пак, цените на активата и каматните стапки реагираат многу брзо за да елиминираат евентуален вишок било на понуда или побарувачка на средства (актива). Оваа претпоставка значи дека цените на производите се фиксни на краток рок, а дека прилагодувањето се врши преку промена на производството и каматните стапки. Друга значајна основна претпоставка е дека фискалниот дефицит е финансиран преку домашно задолжување наместо преку надворешно или преку креирање пари.

Линијата *IS* ја покажува онаа комбинацијата на каматни стапки и ниво на производство при која пазарот на стоки е во рамнотежа. Линијата има пад надолу бидејќи пад на реалната каматна стапка доведува до поголеми инвестиции и поголема агрегатната побарувачка. Оттука, за да се обезбеди еквилибриум на пазарот на стоки, агрегатната понуда (производството) исто така мора да биде повисока. Линијата *LM* ја покажува онаа комбинацијата на каматни стапки и ниво на производство при кои пазарот на пари е во еквилибриум за дадено ценовно ниво. Побарувачката за пари е позитивно корелирана со агрегатното производство, а негативно со номиналната каматна стапка. Со оглед на тоа што

¹¹ Овој модел, кој потекнува од Mundell (1963 г.) и Fleming (1962 г.) во изминатите три децении беше надграден од многу други, вклучувајќи ги Frenkel и Razin (1987 г.)

понудата на пари е детерминирана од страна на монетарните власти, при повисоки каматни стапки, еквилибриум на пазарот на пари може да се воспостави само преку зголемување на производството кое би ја зголемило побарувачката за пари. Оттука, линијата LM е позитивно накривена. Точката на пресек на IS и LM кривите го одредува нивото на каматна стапка и производство при кое и пазарот на стоки и пазарот на пари се во краткорочен еквилибриум.

Графикон 1.3 $IS-LM$ модел за отворена економија



Извор: IMF Institute, Financial Programming and Policies, Chapter 11, 2007 г.

Со цел да ја прошириме рамката на $IS-LM$ моделот во контекст на отворена економија, се воведува трета линија, BP (*Balance of Payments*), која ја покажува онаа комбинација на каматни стапки и производство при која платниот биланс е рамнотежен. Платниот биланс е во еквилибриум кога збирот од салдото на тековната сметка и салдото на капиталната и финансиската сметка е еднаков на нула. На разни позиции од ваквата линија, вишокот домашна потрошувачка над домашно производство е финансиран со промена на позицијата на нето девизната актива на остатокот од економијата. Односно, дефицитот во тековната сметка се финансира од суфицитот во капиталната и финансиската сметка. Овде се претпоставува дека промена на девизните резерви се случува само тогаш кога централната банка треба да интервенира за зачувување на паритетот на валутата во случај на фиксен девизен курс. Доколку се работи за флексибилен девизен курс, не е потребна интервенција со девизните резерви.

Уште една важна претпоставка за линијата BP е дека домашните каматни стапки единствено влијаат врз капиталната и финансиската сметка на платниот биланс, а притоа не влијаат директно врз тековната сметка. Од друга страна, пак, салдото на тековната сметка е под влијание на агрегатното производство (повисоко производство значи повисок увоз и оттаму повисок дефицит) и на реалниот девизен курс (поголема депрецијација на реалниот девизен курс доведува до поповолен трговски биланс и, оттука, понизок дефицит на тековната сметка). Во овој модел, линијата BP е закосена нагоре, бидејќи пораст на домашните каматни стапки иницира капитални приливи, создавајќи суфицит во капиталната сметка. За да се апсорбира ваквиот суфицит, потребно е зголемување на производството кое ќе ја влоши тековната сметка.

Друга значајна карактеристика на линијата BP е тоа што колку е поголем степенот на мобилност на капиталот, толку капиталните текови се почувствителни на каматните стапки. Тоа значи, при голема мобилност на капиталот потребно е позначително зголемување на производството за повторно да се воспостави еквилибриум во платниот биланс при какво било зголемување на домашните каматни стапки. Степенот на мобилност на капиталот зависи од природата на административните контроли врз меѓународните финансиски трансакции. На пример, во некои земји на домашните резиденти им е забрането да инвестираат во странски хартии од вредност. Во други, домашните резиденти имаат ограничена можност да позајмуваат од странство. Дури и во случај да нема рестрикции, трансакциските трошоци или информациските или други бариери може да ги отежнат меѓународните финансиски трансакции во некои земји, така што домашните финансиски пазари не се сосема интегрирани со меѓународните.

Евентуална депрецијација на девизниот курс ќе ја придвижи линијата BP надесно. Ова се случува бидејќи депрецијацијата ја подобрува тековната сметка, придонесувајќи за суфицит во платниот биланс. Потребно е или да се зголеми производството или каматните стапки да се намалат за платниот биланс повторно да се доведе до рамнотежа.

На местото каде што се сечат линиите IS , LM и BP економијата се наоѓа во краткорочен еквилибриум. Сепак, овој еквилибриум може да не е конзистентен

со нивото на полна вработеност, ценовна стабилност и одржлива или посакувана надворешна позиција. Во таков случај потребно е ангажирање на макроекономските политики за стабилизација за да се доведе економијата во еквилибриум кој е конзистентен со внатрешната и надворешната рамнотежа.

Пресекот на трите линии може да се случи на ниво на производство под или над потенцијалното. Доколку производството е над потенцијалното (позитивен производствен јаз), потребни се контракциски политики, додека ако тоа е под потенцијалното (негативен производствен јаз), потребна е примена на експанзивни политики.

Исто така, краткорочниот еквилибриум на пресекот меѓу линиите IS и LM (внатрешна рамнотежа) не значи дека коинцидира со воспоставена надворешна рамнотежа. Доколу тој се наоѓа над линијата BP тоа значи дека платниот биланс е недоволно финансиран и дека земјата губи девизни резерви или девизниот курс депрецира. Доколку пресекот се наоѓа под линијата BP во тој случај платниот биланс е премногу финансиран и доаѓа до непотребна акумулација на девизни резерви, а девизниот курс апрецира. Дури и во случај ако линиите IS и LM се пресекуваат точно на линијата BP платниот биланс може да не биде одрлив.

Ова се случува кога дефицитот на тековната сметка е финансиран преку нестабилни, непредвидливи и неодржливи краткорочни капитални приливи или, пак, привремени девизни приливи кои, на пример, може да се резултат на привремено зголемување на цената на некој извозен производ. Доколку носителите на политиката оценат дека дефицитот веројатно ќе се задржи подолго време, а нема доволно финансирачки приливи, тие би требало да размислуваат за применување политики за намалување на дефицитот во тековната сметка.

Во контекст на графиконот, подобрување на состојбата во тековната сметка би се случило доколку точката на еквилибриум се помести налево по должина на линијата BP , бидејќи во тој случај има пониски домашни каматни стапки, кои значат помали капитални приливи и воедно понизок дефицит во тековната сметка.

1.9. Ефикасност на монетарната и фискалната политика во зависност од мобилноста на капиталот и режимот на девизен курс

Во продолжение ќе анализираме како фискалната, монетарната и политиката на девизен курс може да го менуваат нивото на еквилибриум во услови на различни нивоа на мобилност на капиталот и различни режими на девизни курсеви.

1.9.1. Фискална експанзија

Најпрво да ја разгледаме претпоставката дека владата врши фискална експанзија. Какво е веројатното влијание врз производството, цените и тековната сметка? Притоа, да претпоставиме постоење на режим на фиксен девизен курс. Ќе разгледаме два случаја, висока мобилност на капиталот и ниска мобилност.

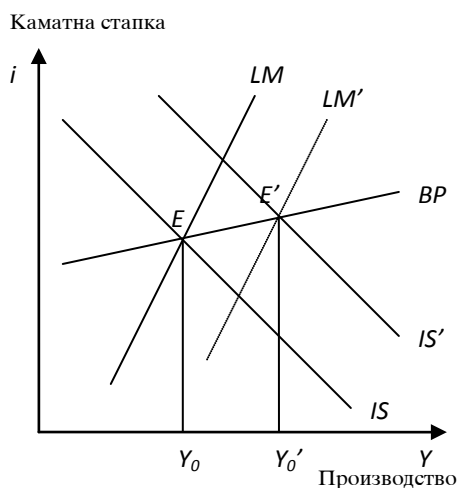
Финансирање на зголеменото владино трошење преку издавање должнички инструменти (зголемување на јавниот долг) ја поместува линијата IS на десно, при што доаѓа до зголемување на каматната стапка и производството. Повисоката каматна стапка привлекува поголеми капитални приливи. Во случај кога капиталот е високо мобилен, линијата BP е релативно хоризонтално поставена, а капиталните приливи се поголеми од она што е потребно за финансирање на повисокиот увоз кој произлегува од зголеменото производство и доход. Во ваков случај, централната банка треба да интервенира со купување странска валута и акумулирање девизни резерви. Тоа доведува до зголемена понуда на пари што предизвикува поместување на линијата LM на десно. Еквилибриум се постигнува во оној момент кога понудата на пари се зголемила доволно за да ја помести линијата LM до точката E' . На тој начин, при фиксен девизен курс и висока мобилност на капиталот, зголемувањето на јавните расходи има силен експанзивен ефект врз производството.

Во случај кога мобилноста на капиталот е ниска, линијата BP е релативно коса. Повторна фискална експанзија резултира со зголемени каматни стапки и производство, но доведува до дефицит во платниот биланс, бидејќи капиталните приливи се помали од дефицитот во тековната сметка. Во ваков случај

централната банка треба да интервенира со продавање девизни резерви за да ја откупи непосакуваната количина на домашна валута, што доведува до намалување на понудата на пари (паричната маса) и линијата LM се придвижува на лево. Новиот еквилибриум повторно се постигнува во точката E' а производството е само малку променето. Да сумираме, во услови на фиксен девизен курс, колку е поголема е мобилноста на капиталот толку е поефикасна фискалната политика во зголемување на производството.

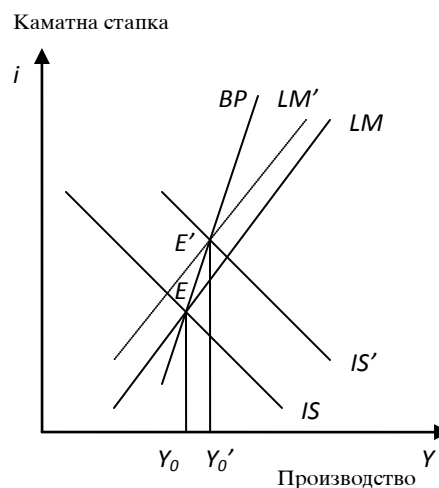
Графикон 1.4

Фискална експанзија при фиксен девизен курс и голема мобилност на капиталот



Графикон 1.5

Фискална експанзија при фиксен девизен курс и мала мобилност на капиталот



Извор: IMF Institute, Financial Programming and Policies, Chapter 11, 2007 г.

Сега да претпоставиме економија со флексибилен девизен курс. Повторно разгледуваме два случаја на мобилност на капиталот, висока и ниска. Како што појаснивме погоре, фискална експанзија ја поместува линијата IS на десно. Во услови на висока мобилност на капиталот, при почетниот девизен курс приливот на капитал е повеќе од доволен за да ја финансира тековната сметка, така што валутата треба да апрецира за да се оствари еквилибриум во платниот биланс. Тоа ја придвижува линијата BP нагоре.

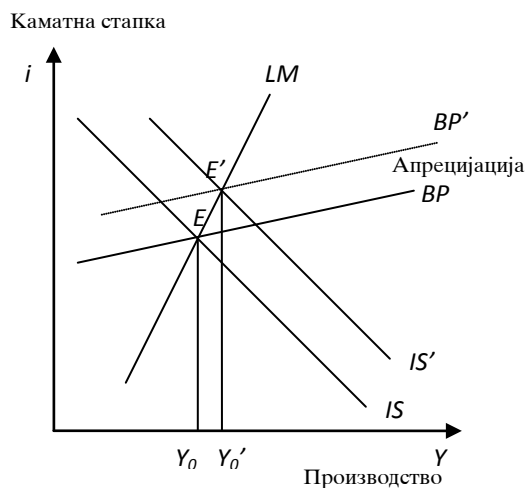
Апрецијацијата го обесхрабрува извозот, поместувајќи ја линијата IS назад во лево. При новото ниво на еквилибриум производството е повисоко, но ефектот од фискалната експанзија врз производството е помал отколку што беше

случајот со фиксен девизен курс, бидејќи апрецијацијата на валутата има неутрализирачки контракционен ефект. Во некои екстремни случаи на перфектна мобилност на капиталот, фискалната експанзија воопшто не го менува производството.

Во услови на ниска мобилност на капиталот, фискалната експанзија резултира со помали капитални приливи, кои не се доволни да го неутрализираат влошувањето на салдото на тековната сметка. Соодветно, при новото ниво на еквилибриум валутата ќе депрецира, што ќе резултира со поголемо придвижување на линијата IS на надвор отколку во случајот со висока мобилност на капиталот. За разлика од случајот со фиксен девизен курс, при флексибилен девизен курс фискалната стимулација врз производството е поголема кога мобилноста на капиталот е ниска.

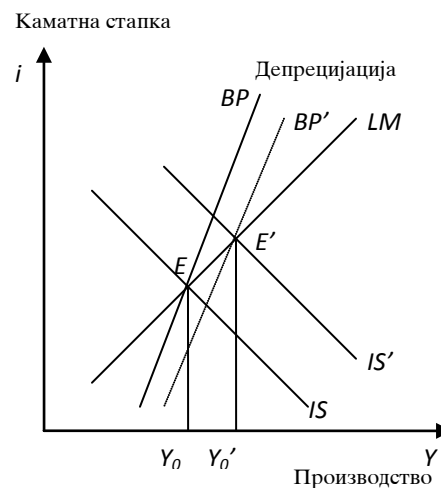
Графикон 1.6

Фискална експанзија при флексибилен девизен курс и висока мобилност на капиталот



Графикон 1.7

Фискална експанзија при флексибилен девизен курс и ниска мобилност на капиталот



Извор: IMF Institute, Financial Programming and Policies, Chapter 11, 2007 г.

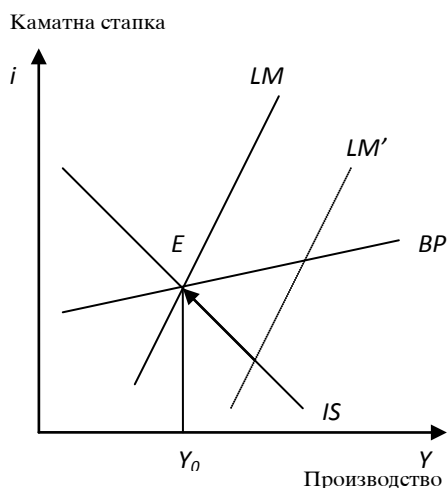
1.9.2. Монетарна експанзија

Сега да ги анализираме ефектите од монетарна експанзија. Зголемување на паричната маса (понудата на пари) ја поместува линијата LM на десно бидејќи за апсорбирање на вишокот парична маса и врамнотежување на пазарот на пари

неопходно е зголемено производство и доход, како и пониски каматни стапки. Повисокиот доход го зголемува увозот, предизвикувајќи дефицит во тековната сметка, додека пониските каматни стапки иницираат одлив на капиталот. Според тоа, монетарна експанзија доведува до дефицит во платниот биланс. Доколку земјата има фиксен девизен курс, централната банка ќе треба да продава девизни средства да го сочува паритетот. Тоа ја намалува паричната маса, ефективно неутрализирајќи ја иницијалната монетарна експанзија. Колку е повисок степенот на мобилност на капиталот толку е поголем одливот на капитал и побрз е падот на резервите и на паричната маса при монетарна експанзија. Но без оглед на степенот на мобилност на капиталот, монетарната експанзија нема никаков ефект врз производството.

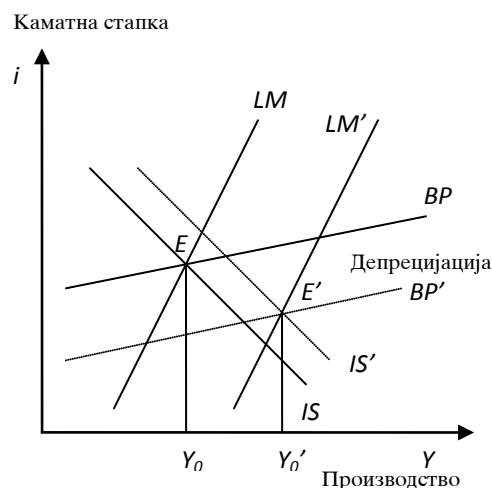
Графикон 1.8

Монетарна експанзија при фиксен девизен курс



Графикон 1.9

Монетарна експанзија при флексибилен девизен курс



Извор: IMF Institute, Financial Programming and Policies, Chapter 11, 2007 г.

Значајно е да се истакне дека со несовершена мобилност на капиталот монетарните власти може да имаат некаква ефективност на монетарната политика при фиксен девизен курс преку стерилизирање на интервенцијата на девизниот пазар, односно, прекинување на врската меѓу промените на девизните резерви и домашната парична маса. Анализата на моделот *IS-LM-BP* се однесува само на случаи кога централната банка не стерилизира¹².

¹² Кога интервенцијата на девизниот пазар е стерилизирана, падот на нето девизната актива во монетарниот преглед кој произлегува од продажбата на странска валута е неутрализиран со

При флексибилен девизен курс, дефицитот во платниот биланс, кој е резултат на монетарна експанзија предизвикува девизниот курс да депрецира, а линијата *BP* се придвижува во десно. Линијата *IS*, исто така, се поместува на надвор, како што депрецијацијата го стимулира извозот и го обесхрабрува увозот. Така, во новото ниво на еквилибриум производството е повисоко, каматната стапка е пониска, а девизниот курс е уште повеќе депрециран. Каква улога игра мобилноста на капиталот? Колку е повисока мобилноста на капиталот, толку е поголема иницијалната нерамнотежа во платниот биланс, а воедно и поголема е депрецијацијата на валутата која е неопходна за повторно воспоставување на надворешна рамнотежа. Но, поголема депрецијација значи поголемо поместување на линијата *IS*, односно, посилен стимул за производството. Така, во услови на флексибилен девизен курс, мобилноста на капиталот ја зголемува ефективноста на монетарната политика.

Табела 1.1 Ефективност на макроекономските политики

	Фиксен девизен курс	Флексибилен девизен курс
Фискална политика		
Висока мобилност на капиталот	Многу ефективна	Помалку ефективна
Ниска мобилност на капиталот	Помалку ефективна	Многу ефективна
Монетарна политика		
Висока мобилност на капиталот	Неефективна	Многу ефективна
Ниска мобилност на капиталот	Неефективна*	Ефективна

* Само доколку интервенцијата на девизниот пазар е стерилизирана.

Извор: IMF Institute, Financial Programming and Policies, Chapter 11, 2007 г.

Главните заклучоци на моделот Mundell-Fleming може да се сумираат на следниов начин: Прво, во услови на фиксен девизен курс со несовершена мобилност на капиталот, фискалната политика е поефективна од монетарната при

порастот на нето домашната актива, наместо со пад на пасивата (обврските). На тој начин, паричната маса не е променета со интервенцијата.

воспоставување внатрешна рамнотежа, односно, таа влијае врз доходот.

Влијанието на монетарната политика врз доходот е лимитирано, бидејќи истата е фокусирана кон одржување на фиксниот девизен курс. На пример, евентуално ограничување на кредитите би ја зголемило нето девизната актива заради намалувањето на увозот, како и заради зголемување на нето капиталните приливи предизвикани од повисоките домашни каматни стапки. Зголемувањето на нето девизната актива би требало да се конвертира во парична маса со цел да се задржи фиксниот девизен курс, притоа неутрализирајќи го контракцискиот ефект на кредитната рестриktivност.

Во иста мера, монетарната политика е поефикасна од фискалната политика во враќање на надворешната рамнотежа бидејќи ефектите на монетарната политика врз тековната и капиталната сметка се зајакнувачки, како што е објаснето погоре. Спротивно на тоа, поволното влијание на рестриktivна фискална политика врз тековната сметка преку намалување на увозот има тенденција да биде барем делумно неутрализирано од нејзиниот негативен ефект врз капиталната сметка преку намалување на домашните каматни стапки. Експанзивна фискална политика, од друга страна, би ја влошила тековната сметка, иако би можела да ја подобри капиталната сметка.

Второ, во услови на режим на флукуирачки девизен курс со неперфектна мобилност на капиталот, монетарната политика може да влијае врз доходот преку промени на девизниот курс и домашните каматни стапки. На пример, експанзивна монетарна политика би ги намалила домашните каматни стапки. Тоа, од своја страна, би ги стимулирало приватните инвестиции, што води кон зголемен доход и производство.

Истовремено, пониските каматни стапки би ги намалиле нето капиталните приливи, резултирајќи со депрецијација на девизниот курс, што би ја подобрило позицијата во тековната сметка и, следствено, би ги зголемило производството и доходот. Спротивно на тоа, експанзивното влијание на фискалната политика врз доходот, најверојатно, барем делумно би било неутрализирано со намалување на

приватните инвестиции и вложување на тековната сметка, како резултат на повисоките домашни каматни стапки и апрецијацијата на девизниот курс.¹³

Според тоа, се смета дека во услови на фиксен девизен курс најефикасен инструмент за контрола на производството е фискалната политика, додека монетарната политика е неефективна. Доколку девизниот курс флукутира, монетарната политика е многу ефективна, дури уште повеќе доколку мобилноста на капиталот е висока. Од друга страна, фискалната политика е помалку ефективна при висока мобилност на капиталот. При флукутирачки девизен курс, ниска мобилност на капиталот ја зајакнува ефективноста на фискалната политика, истовремено намалувајќи ја ефективноста на монетарната политика.

1.9.3. Ефикасност на политиката на девизен курс

Досега ги разгледавме ефектите на монетарната и фискалната политика при даден режим на девизен курс, фиксен или флексибилен. При режим на флексибилен девизен курс, курсот автоматски се прилагодува сè додека платниот биланс не дојде во рамнотежа. При режим на фиксен девизен курс, од друга страна, паритетот се одредува од властите и може да се менува со нивна дискрециона одлука во насока на девалвација или ревалвација. Се разбира, чести промени на паритетот го поткопуваат кредибилитетот на системот на фиксен девизен курс, но поврмени прилагодувања во одредени случаи може да бидат прифатливи или неопходни.

Сега да земеме предвид случај на девалвација. Тоа ги поместува линиите BP и IS во десно, бидејќи девалвацијата стимулира извоз и ја подобрува состојбата на тековната сметка. Централната банка акумулира резерви, врши експанзија на паричната маса, што резултира со поместување на линијата LM на десно. При новото ниво на еквилибриум, производството е поголемо, каматните стапки се пониски, а тековната сметка е подобрена. Ова е идентичен ефект како и во случајот на монетарна експанзија при флексибилен девизен курс. Девалвацијата

¹³ Може да се полемизира дека во мала отворена економија со контролиран флукутирачки девизен курс и висока мобилност на капиталот, монетарната политика би требало да се користи за управување со девизниот курс, оставајќи го управувањето со домашната побарувачка на фискалната политика. Ове е заради тоа што монетарната политика би имала многу мало или никакво влијание врз домашните каматни стапки.

им дозволува на носителите на политиките истовремено да ја стимулираат економијата и да ја подобрат тековната сметка¹⁴.

Од претходната дискусија може генерално да се заклучи дека во мала и отворена економија, иако политиката на девизен курс може да влијае врз домашната побарувачка или инфлацијата, нејзината компаративна предност е во влијанието врз тековната сметка. Имајќи го предвид ова, може да дискутираме за соодветна комбинација на овие три политики во справување со различни комбинации на нерамнотежа.

1.9.4. Ограничувања на моделот *IS-LM-BP*

Моделот *IS-LM-BP* нуди едноставна анализа на макроекономската политика на краток рок која може да биде многу корисна при одлучување за комбинацијата од монетарна, фискална и политика на девизен курс што би можела да се примени во една отворена економија. Сепак, како и сите други модели, и овој претставува симплифицирана дескрипција на реалноста. Затоа е важно да се имаат предвид ограничувањата на моделот за да не дојде до превид на клучните ефекти.

Една значајна симплифицирана претпоставка е дека фискалниот дефицит секогаш се финансира преку домашни обврзници, а не преку креирање пари или задолжување во странство. Во практика, тоа најчесто не се случува. Понатаму, моделот не ја зема предвид можноста фискалната експанзија која го зголемува буџетскиот дефицит да го зголеми штедењето на приватниот сектор, кој антиципира дека дефицитот ќе треба да се покрие преку идно поголемо оданочување. Зголемување на приватното штедење ќе го намали експанзивниот ефект на фискалната политика.

Втора клучна претпоставка е дека депрецијација на валутата секогаш има експанзивен ефект. Сепак, доколку банките, претпријатијата и државниот сектор се изложени на девизен ризик, депрецијацијата би можела да има ефекти кои се

¹⁴ Во еквилибриумот по девалвацијата каматната стапка е пониска од претходниот еквилибриум, што значи дека рамнотежата во платниот биланс е постигната со поголем дефицит во капиталната и финансиската сметка и повисок суфицит во тековната сметка.

со тенденција за неутрализирање на повољните ефекти преку реалниот девизен курс.

Трета клучна претпоставка е тоа што се игнорираат очекувањата на економските субјекти. Сепак, субјектите го формираат своето однесување не само врз основа на тековните случувања туку и на своите предвидувања што се очекува во иднина. Исто така, промените во политиките се очекува да влијаат врз промена на очекувањата на субјектите во врска со девизниот курс, каматните стапки, капиталните текови итн. Во практика, носителите на политиката мора да бидат свесни како политиките влијаат врз очекувањата и како очекувањата би можеле да влијаат врз однесувањето на потрошувачите, инвеститорите и останатите економски субјекти.

1.10. Влијанието на монетарната и фискалната политика врз домашната побарувачка и платниот биланс

Релативната ефикасност на монетарната и фискалната политика генерално зависи меѓу другото од 1. режимот на девизниот курс; 2. флексибилноста на каматните стапки и степенот на развој на пазарот на капитал; 3. степенот на мобилност на капиталот; 4. степенот на независност на централната банка; и 5. големината и структурата на државниот буџет и начинот на кој се финансира буџетскиот дефицит. Компаративната ефективност на инструментите на монетарната и фискалната политика врз домашната побарувачка и производството и врз билансот на плаќање во голема мера зависи од степенот на флексибилност на девизниот курс.

1.10.1. Емпириски докази

Нашироко е познато дека во услови на систем на фиксен девизен курс, промена на јавните расходи или во оданочувањето може да има мултиплицирачки ефект врз нивото на доход на краток рок, иако конкретни докази за таквата релација има многу малку кај земјите во развој. Понатаму, за разлика од монетарната политика која функционира преку трошоците и достапноста на кредити, фискалната политика директно влијае врз текот на доходот. Неодамнешните

истражувања покажаа дека различни видови јавни расходи во земјите во развој може да имаат различни влијанија врз приватните инвестиции, и оттаму врз производството. На пример, зголемените јавни инвестиции во инфраструктура може да стимулираат приватни инвестиции, додека други видови јавни инвестиции може да ги истиснат приватните инвестиции.

Резултатите од емпириските истражувања, главно, покажуваат дека ефектот на монетарната или кредитната политика врз производството се мали во услови на режим на фиксен девизен курс, а особено на долг рок. На пример, повеќето истражувања укажуваат дека намалување од 10 процентни поени на растот на паричната маса или домашните кредити би ја намалил стапката на раст на бруто домашниот производ за помалку од 1 процентен поен за една година.

Процентата големина и времетраење на промената во производството зависи од тоа во колкава мера промените на домашните кредити се неутрализирани од движењата на девизните резерви, меѓу другото¹⁵.

Истражувањата на Schadler и други (1995 г., стр.41) забележаа дека што се однесува до влијанието на монетарната и фискалната политика врз инфлацијата, „постои разумно блиска врска во просек меѓу успешноста во редуцирање на фискалните нерамнотежи и успешноста во задржување на инфлацијата.“

Во овој контекст, заради недоволната развиеност на финансискиот пазар во земјите во развој, најчесто постои силна поврзаност меѓу монетарната и фискалната политика, при што буџетскиот дефицит се финансира со позајмување од банкарскиот сектор. Во таков случај зголемување на дефицитот веројатно е асоциран со експанзија на домашниот кредит, освен ако не постои соодветно намалување на кредитите на приватниот сектор.

Ефектите на монетарната и фискалната политика врз платниот биланс во услови на режим на фиксен девизен курс се нашироко проучувани, особено во контекст на апсорпција и монетарни пристапи кон платниот биланс. Кај апсорпциониот пристап, буџетскиот дефицит е извор на дефицит во тековната сметка. Тој го следи принципот, при останатите варијабли константни, дека намалување на

¹⁵ Khan и Knight (1985 г.) ги сумираат некои од емпириските резултати за ефектите на монетарната и фискалната политика врз растот.

буџетскиот дефицит ќе ја подобри позицијата на тековната сметка. Меѓутоа, фискалните мерки за редуцирање на буџетскиот дефицит или зголемување на владиното штедење (на пример, преку зголемени даноци и намалени субвенции и трансфери) може негативно да влијае врз штедењето на приватниот сектор. Исто така, во земјите во развој, капиталните расходи на владата вообичено имаат значителна увозна компонента, која во најголем дел е финансирана од странска помош. Според тоа, скратување на капиталните расходи може да има пропорционално помал ефект врз вкупното салдо на платниот биланс. Овие аргументи може да се согледаат појасно преку следнава равенка:

$$CA + KP + KG = (SP + KP - IP) + (SG + KG - IG)$$

при што

CA = биланс на тековната сметка

KP = нето приватни капитални приливи

KG = нето државни капитални приливи

SP = штедење на приватниот сектор

IP = приватни инвестиции

SG = владино штедење, и

IG = владини капитални расходи.

Левата страна на равенката го претставува вкупното салдо на билансот на плаќање, а десната страна ја претставува потребата од домашно задолжување на приватниот сектор и на државата. Ефектите од фискалните мерки врз вкупното салдо на платниот биланс би биле послаби во онаа мера во која зголемувањето на SG е делумно неутрализирано со намалување на SP , а намалување на IG е делумно неутрализирано со намалување на KG .

Емпириските резултати генерално го поддржуваат монетарниот пристап кон платниот биланс. Следејќи го овој пристап, во мала отворена економија со режим на фиксен девизен курс, намалувањето на домашниот кредит има тенденција да биде неутрализирано со зголемување на нето девизната актива која ќе ја врати паричната маса на нивото барано од економските субјекти. Овој аргумент може лесно да се утврди од равенката во монетарниот преглед:

$$\Delta NFA = \Delta MO - \Delta NDC$$

при што

ΔNFA = промена на нето девизната актива на банкарскиот сектор

ΔMO = промена на широката парична маса

ΔNDC = промена на нето домашните кредити.

Еквилибриум на пазарот на пари постои кога промената во понудата на парична маса е еднаква со посакуваната промена во побарувачката за парична маса. Следствено, какво било намалување (зголемување) на нето домашниот кредит под (над) посакуваната промена на паричната маса ќе биде неутрализирано со зголемување (намалување) на нето девизната актива.

Schadler и другите (1995 г., стр. 20) забележале дека „во просек низ сите програми за стабилизација преовладува тренд на ограничување на домашниот кредит и значително зголемување на нето девизната актива. Следствено, постои значително поместување од креирање нето домашна актива кон акумулација на нето девизна актива, но само во околу 60% од земјите дошло до зголемување на растот на широката парична маса.“

1.10.2. Мобилност на капиталот и внатрешна-надворешна рамнотежа

Големата интеграција на пазарите на капитал која започна во 90-те години има значајни импликации при влијанието на капиталните приливи врз надворешната и внатрешната рамнотежа. Големите приливи на капитал најчесто се поистоветуваат со растечки инвестиции, потрошувачка, увоз и побарувачка за пари. Во зависност од аранжманот на девизен курс, носителите на политиките може да се соочат или со забрзана инфлација или номинална апрецијација во прв момент доколку големите приливи, особено со краткорочна природа, не се стерилизираат.

Во мала и отворена економија која функционира со флукуирачки курс, приливите на капитал ќе резултираат со апрецијација на номиналниот девизен

курс (e) без промена во девизните резерви (NFA) или паричната маса ($M2$). Апresiasiјата на девизниот курс ќе доведе до влошување на билансот на тековната сметка (CA). Во услови на фиксен девизен курс и без стерилизирана интервенција, еквилибриум на пазарот на пари ќе биде постигнат преку зголемување на нето девизната актива и соодветно зголемување на понудата на пари. При потполна стерилизација, зголемувањето на нето девизната актива ќе биде неутрализирано со намалување на нето домашниот кредит (NDA) при непроменета парична маса. Во случаи на режим на раководено флукуирачки курс, степенот на монетарна експанзија, кој следи по приливот на капитал, зависи од степенот до кој приливите се стерилизирани и до кој степен е дозволена апresiasiја на номиналниот девизен курс.

Продолжена стерилизација без комплементарно фискална рестриktivност генерално резултира со високи домашни каматни стапки и апresiasiја на реалниот девизен курс. Кредитното ограничување како одговор на капиталните приливи би можело да ја придвижи економијата кон внатрешна рамнотежа, притоа најверојатно влошувајќи го салдото на тековната сметка. Всушност, улогата на монетарната политика во одлучување на краток рок при изборот меѓу апresiasiја на реалниот девизен курс или инфлација е една од главните теми на дебата во последно време во однос на соодветниот одговор на приливот на капитал и причините за валутни кризи во економиите на земјите во развој. Понатаму, со глед на тоа што стерилизацијата може да значи зголемување на бројот на државни хартии од вредност за да се неутрализира приливот на валути, тоа може да резултира со несакано зголемување на јавниот долг и трошокот за камата.

Спротивно, кога економијата се соочува со притисок врз курсот заради губење на довербата на пазарот или заради надворешни влијанија врз пазарот, се очекува затегнувањето на монетарната политика со зголемени каматни стапки да го обесхрабри одливот на капитал и да го стабилизира девизниот курс. Високите каматни стапки не само што ги зголемуваат номиналните приноси за инвеститорите од актива деноминирана во домашна валута туку, исто така, ги прават шпекулативните напади поскапи преку зголемување на трошоците за девалвирање на домашната валута.

Се очекува рестриктивна монетарна политика да ја намали домашната побарувачка, да ја подобри тековната сметка и да ги намали очекувањата за идна инфлација и, според тоа, да ги намали очекувањата од идна депрецијација на валутата. Сепак, сè додека не се воспостави пазарната доверба и постепено не се намалат каматните стапки, рестриктивната монетарна политика може да предизвика несолвентност на слабите банки и фирми и може да има долгорочен негативен ефект врз производството¹⁶.

Дискусиите за соодветен одговор на големи приливи на капитал и валутни кризи ја нагласуваат потребата од координација на политиките. На пример, препорака е за време на иницијалната фаза од голем прилив на капитал, кредитното затегнување да биде надополнето со фискални ограничувања за да се намали разликата меѓу каматните стапки на домашниот и меѓународниот пазар и да се намали дефицитот во тековната сметка. Намалувањето на буџетските расходи се очекува да ја намали побарувачката за неразменливи стоки во однос на разменливи стоки, притоа на тој начин лимитирајќи ја апрецијацијата на реалниот девизен курс. Слично, некои земји го комбинираа фискалниот стимул со пониски каматни стапки за да ги редуцираат рецесионите ефекти од иницијалното прилагодување како одговор на валутна криза.

Во однос на режимот на девизен курс, кризите во Азија и Латинска Америка повторно го отворија прашањето дали фиксниот курс е конзистентен со слободна мобилност на капиталот, особено во поглед на рапидно прилагодување на глобализираните пазари на капитал. Не постои општо прифатен одговор на тоа прашање, иако искуството покажало дека фиксните режими се поранливи на шпекулативни напади.

Кога една земја се соочува со големи приливи на капитал, креаторите на политиките треба да одлучат за насоката на девизниот курс. Доколку најголемиот дел од приливите на капитал се портфолио инвестиции или други форми на краткорочни приливи, реалниот девизен курс најверојатно ќе депрецира доколку капиталот се користи за финансирање потрошувачка или

¹⁶ За ова и слични прашања во справување со Азиската криза, види, на пример, Goldstein (1998 г.), и Lane и други (1999).

непродуктивни активности, а најверојатно ќе апрецира ако се насочи кон продуктивни инвестиции. Се смета дека заради потешкотиите во предвидување на рамнотежениот девизен курс и предностите од прилагодување на реалниот девизен курс преку промена на номиналниот наместо преку домашните цени, подобро е номиналниот девизен курс да биде доволно флексибилен за да може пазарните сили да воспостават еквилибриум.

Флексибилниот курс би ја изолирал монетарната база од промени во нето девизната актива, на тој начин овозможувајќи им на монетарните власти поголема контрола врз монетарните агрегати и фокусираност на други потребни мерки, како што е зајакнување на финансискиот систем. Исто така, поголема флексибилност на курсот, дозволувајќи странските инвеститори и домашните должници да преземат поголем валутен ризик, би можела да обесхрабри шпекулативни капитални приливи. Во случај на капитални одливи, флексибилноста на девизниот курс ќе ѝ овозможи на централната банка полесно да ја извршува нејзината функција на позајмувач во крајна инстанца.

Недостаток на слободното флукутирање е што може да асоцира на висока нестабилност (флукуација) како на номиналниот така и на реалниот девизен курс. На пример, големи капитални приливи може да предизвикаат драстична апрецијација на курсот која може да има долгорочни негативни последици врз извозниот сектор.

За да се намали ризикот од прекумерна флукуација на девизниот курс, неколку земји прифатија раководен флукутирачки курс со определување долна и горна граница на движење на курсот, што може да се смета за интермедијарна фаза меѓу фиксен и флексибилен режим на девизен курс. Сепак, и во случај кога една земја применува граници на девизниот курс, носителите на политиката мора да бидат спремни да ги поместуваат границите доколку условите го наложуваат тоа. За една таква акција, исто така, е потребна координација на монетарната со фискалната политика, со цел да се постигне ефикасност.

1.11. Стабилизација и структурни реформи

1.11.1. Општи забелешки

Политиките за стабилизација се мерки дизајнирани да ја доведат агрегатната побарувачка во што подобар биланс со агрегатната понуда во една економија, при што на тој начин влијаат врз внатрешната и надворешната рамнотежа. Во однос на равенките прикажани претходно, кои се фокусираат на надворешната рамнотежа, стабилизацијата настојува да ја усогласи апсорпцијата во економијата (A) - комбинирани трошоци за потрошувачка и инвестиции - со вкупните ресурси, мерени како бруто национален расположлив доход (БНРД).

Стабилизацијата, исто така, може да помогне во усогласување на агрегатната побарувачка со потенцијалното производство, што ќе промовира внатрешна рамнотежа. Во случаи каде инфлацијата е евидентна или дефицитот во тековната сметка е неодржливо голем, политиките за стабилизација се насочени кон редуцирање на агрегатната побарувачка. Примената на повеќе мерки заедно (на пример, промена на девизниот курс и прилагодување во фискалната политика) овозможува истовремено да се постигне внатрешна и надворешна рамнотежа. Кога економијата се соочува со изразена рецесија и салдото на тековната сметка е позитивно или е во дефицит кој се смета за одржлив на среден рок, прилагодувањата на макроекономските политики би можеле да се насочат кон стимулирање на побарувачката за да се зголеми апсорпцијата.

Основниот принцип на политиките за стабилизација ги рефлектира како економската теорија така и искуството на многу економии кои поминале низ сериозни макроекономски нерамнотежи и како одговор имплементирале програми за прилагодување. Денес расте бројот на економисти кои веруваат дека за одржлив економски развој е потребно воспоставување ценовна стабилност и одржлива надворешна позиција. Без овие два фактора растот тешко се одржува, дури и во случај реалниот БДП да расте во тек на неколку години. Како пример, меѓу земјите во транзиција, економскиот раст најбрзо повторно се постигна во земјите кои прво успеаја да ги стабилизираат цените по првичната либерализација на цените (Fischer, Sahay, и Vegh, 1996 г., 1997 г.). Слично, голем

број аналитичари¹⁷ утврдиле дека земјите во развој па дури и развиените земји се соочиле со намалување на растот кога инфлацијата надминала одреден умерен праг. Во случајот со надворешната рамнотежа, неодржливата позиција најчесто повлекува прилагодување на политиките, проследено со депрецијација на девизниот курс.

Зошто ценовната стабилност и добрата надворешна позиција се неопходни за одржлив раст? Најпрво да ги разгледаме последиците од значителна инфлација. Во суштина, инфлацијата дејствува како скриен данок, обесхрабрувајќи го штедењето и инвестициите, нарушувајќи ги релативните цени и охрабрувајќи ги спекулативните активности. Таа, исто така, може да предизвика одливање на капиталот кон земји со поголема ценовна стабилност. Притоа, инфлацијата често води кон непотребно пренасочување на ресурсите од класичното производство кон креирање активности на финансискиот сектор чија главна цел е да ги минимизираат трошоците од инфлацијата - активности кои не би биле профитабилни во услови на стабилна инфлација (Leijonhufvud, 1977 г.). Последните истражувања покажуваат дека стапки на инфлација над 7% - 11% за земји во развој и над 1% - 3% за развиени земји го намалуваат растот (Khan и Senhandji, 2000 г.).

Надворешните нерамнотежи го спречуваат растот преку ограничување на понудата на увозни производи и услуги и одвратувајќи ги капиталните приливи кои би можеле да ги финансираат домашните инвестиции. Вообичаено, многу земји во развој со големи обврски за сервисирање на долгови или со неодржливи дефицити во тековните сметки имале значителни потешкотии во финансирање на увозот потребен за преземање инвестициски проекти, особено во приватниот сектор. Во многу случаи, зголемената побарувачка за увоз, често поттикната од преценетите валути, довела до ограничување на трговијата и одложување на плаќањата што, пак, ја влошило понудата. Во некои земји со значителен износ на достасани а неплатени обврски кон странство, како што беше примерот на Замбија во 80-те години, надворешната нерамнотежа во одредени периоди ги направи трговските заеми недостапни и со тоа го наруши увозот.

¹⁷ На пример Sarel, 1996 г., Gosh и Phillips, 1998 г., и Khan и Senhandji, 2000 г.

Од друга страна, 90-те години покажаа дека преголемата зависност на една земја од нето капиталните приливи може да го наруши растот кога промената во пазарниот сентимент ќе доведе до големи одливи на средства по годините со голем нето прилив на капитал. На пример, во Мексико, големите капитални приливи во текот на 1994-1995 година доведоа до голем пад на производството во 1995 година, при што беа неопходни две наредни години за реалниот БДП да го надмине нивото од 1994 година. Неодржливите надворешни позиции кои се резултат на големи одливи на капитал исто така предизвикаа пад на производството во Индонезија, Јужна Кореја и Тајланд, земји кои уживаа повеќегодишен брз економски пораст пред 1997 година, а истото се случи и во Русија во 1998 година.

1.11.2. Основни политики за стабилизација

Политиките за стабилизација може да се сместат во две групи: намалување на расходите (или зголемување)¹⁸ и прераспределување/преструктурирање на расходите.¹⁹ Политиките за намалување на расходите се дизајнирани за прилагодување на нивото на економска активност преку намалување (или во одредени случаи зголемување) на агрегатната побарувачка. Фискалната политика (која подразбира даноци и јавни расходи) и монетарната политика (која влијае врз каматните стапки и стапката на монетарен раст) се главните мерки за намалување на расходите. Политиките за прераспределба на расходите се мерки кои ги префрлуваат трошоците меѓу домашниот и надворешниот сектор, вообичаено преку зголемување на извозот и намалување на увозот на стоки и услуги. Главен инструмент за прераспределба на расходите е промената на девизниот курс. Овие две групи политики подетално ќе бидат образложени во наредните поглавја.

¹⁸ Со оглед на тоа што високата инфлација и дефицитот во надворешната сметка се главните економски нерамнотежи со кои се соочуваат повеќето земји, овде акцентот е ставен на мерката за намалување на расходите, а не политиките за нивно зголемување. Сепак, за земји со низок раст или сериозни рецесии и одржливи надворешни позиции би можело да се зборува за политиките за зголемување на расходите, кои би имале спротивни ефекти од мерките за кои се дискутира овде.

¹⁹ Промена на регулираните цени може исто така да влијае врз агрегатната побарувачка. Со оглед на тоа што вообичаено се смета дека влијаат повеќе врз алокацијата на ресурсите, ова и останатите ценовни прашања ќе се дискутираат во делот кај структурните политики, подолу во оваа глава.

1.11.3. Монетарна стабилизација наспроти стабилизација базирана врз девизен курс

Кога отстапувањето на девизниот курс е големо, вообичаен заклучок е да се прилагоди номиналниот девизен курс, но кога отстапувањето е мало, одговорот не е така лесен. Една од причините е тоа што носителите на политиките, особено во земјите во развој, имаат различни пристапи при стабилизирање на инфлацијата, меѓу кои два од нив може да се опишат како монетарна стабилизација и стабилизација базирана врз девизниот курс. Програмите за стабилизација кои се базираат врз понудата на пари се потпираат на монетарни ограничувања за обезбедување номинално сидро за економијата, најчесто со специфични монетарни таргети; тие ги користат промените во девизниот курс за одржување надворешна рамнотежа. Спротивно, програмите за стабилизација базирани врз девизниот курс се потпираат на врзување на девизниот курс за да се обезбеди номинално сидро.

Уште од раните 70-ти години, академиците и практичарите нашироко дискутираа за предусловите за успешна имплементација на монетарните програми за стабилизација и програмите базирани врз девизен курс, а особено кога се однесува на Латинска Америка и од неодамна на економиите во транзиција. Емпириските докази за двата пристапа покажале мешани резултати. На пример, кај програмите базирани врз девизен курс, во услови кога намалувањето на инфлацијата генерално е придружено со реален економски раст, реалниот девизен курс има тенденција да апрецира при истовремено зголемување на дефицитот во тековната сметка и зголемена зависност од приливи на капитал.

Искуствата од земјите покажуваат дека во раните фази на монетарните програми за стабилизација се појавуваат рецесиони ефекти, а дека немањето кредибилитет е повеќе вознемирувачки во економиите со фиксни девизни курсеви отколку кај оние со флексибилни. Причината за тоа е што евентуалниот неуспех на одржување на фиксниот девизен курс не само што предизвикува губење на девизни резерви при обидот на монетарните власти да го одржат на истото ниво туку и доведува до зголемена инфлација како резултат на губење на кредибилитетот на политиката. Спротивно, отстапувањата од монетарниот

таргет би можело да се коригираат, или програмата да се прилагоди без притоа да се привлече многу внимание во јавноста.

1.11.4. Структурни политики и нивните принципи

Политиките за стабилизација може да ја намалат инфлацијата, да постигнат одржлива надворешна позиција и да ја придвижат економијата кон потенцијалното производство. Сепак, сами по себе, тие не можат да постигнат брз економски развој и значително поголеми реални доходи. Постигнување на последниве цели, обично, бара структурни реформи во комбинација со стабилизација.

Структурните реформи се дизајнирани да влијаат врз производните капацитети и продуктивноста на една економија, иако тие може да имаат и долгорочни макроекономски ефекти. Преку отстранување на институционалните ригидности и подобрување како на ефикасноста на користење на факторите на производство така и на алокација на ресурсите, структурните реформи може да го подигнат нивото на потенцијално производство на економијата, овозможувајќи внатрешната и надворешната рамнотежа да се постигнат на едно повисоко ниво на реален доход.

Структурните реформи може, исто така, да обезбедат полесна примена на мерките за стабилизација, надминувајќи ги препреките при имплементација на овие мерки и овозможувајќи одржливост на политиките. На пример, ова може да оствари преку зајакнување на административните институции или преку зајакнување на мрежите за социјална заштита со цел намалување на трошоците за прилагодување за поранливите групи на население.

1.11.5. Главни политики на структурни реформи

Постои широк дијапазон на структурни реформи за зголемување на растот на економијата и на доходот. Во продолжение накратко ќе се осврнеме на главните мерки.

1.11.5.1. Ценовно прилагодување и либерализација

Иако прашањата за одредување цени имаат последици врз стабилизацијата, структурните реперкусии се особено важни. Административната контрола врз цените претставува значајна препрека за ефикасност во многу земји во развој и земји во транзиција. Многу влади ги одредуваат цените за клучните производствени инпути, како што се струјата, нафтените производи, и телефонските услуги, најчесто заради тоа што тие се произведуваат од компании во сопственост на државата или од регулирани монополи. Во ваква ситуација, нерамнотежите нараснуваат затоа што владите не сакаат да ги прилагодат контролираните цени на зголемените трошоци за производство, како и на промените на девизниот курс.

Ваквите ценовни контролирања, покрај тоа што креираат загуби за претпријатијата кои го оптоваруваат државниот буџет (прашање на стабилизација), тие ја нарушуваат алокацијата на ресурсите бидејќи потрошувачите не се соочуваат со вистинските релативни трошоци при користењето на производите кои се предмет на контролирани цени. Во многу земји во транзиција, остатоци од големиот државен сектор значат контролирање на цените на многу производи. Неприлагодувањето на цените може да доведе до широки економски последици, кои подоцна мора да се санираат во повеќе наврати со инфлаторно генерирани ценовни прилагодувања сè додека цените не се изедначат со светските нивоа. Дури тогаш домашните финансиски политики може ефективно да ја намалат инфлацијата.

Кога контролираните цени доведуваат до дисторзии и несоодветна алокација на ресурсите, властите ќе треба да имплементираат структурни реформи. Освен покачување на цените до ниво кое ги покрива трошоците, ако не и доведување на цените до нивото на светските пазари, властите ќе треба да размислат дали контролирањето на овие цени е пожелно. И додека постои оправдување за владино регулирање на цените на монополските производители, пазарните сили поддржани со владините политики за промовирање конкурентност би требало да ги одредуваат цените за останатите производи и услуги, вклучувајќи ги и оние произведени од државни компании во конкурентно опкружување. Така, владите

треба да ги либерализираат цените во услови каде нема монополи. Ова објаснува зошто ценовната либерализација играше значајна улога во трансформацијата на поранешните економии со централно планирање. Ова е значајно и за економиите кои сè уште имаат распространети контроли врз цените.

1.11.5.2. Даночни, расходни и буџетски реформи

Во многу земји сложените даночни закони и неадекватни системи на даночна администрација го отежнуваат прибирањето доволно приходи за финансирање на значајните владини услуги без креирање големи буџетски дефицити и макроекономски проблеми кои произлегуваат од тоа. Ова особено претставуваше проблем во економиите во транзиција, каде што е потребна голема реформа на даночната структура за да се прилагоди даночниот систем кон потребите на една пазарна економија. Слабото следење и контрола на расходите ги отежнуваат работите, при што тешко се проверува извршувањето на буџетот и тешко се одржуваат трошењата во рамките на планираните. Исто така, многу земји користат неефикасни процедури за донесување на државните буџети, при што е отежнато да се инкорпорираат евентуални ревидирања на макроекономските проекции во буџетските проекции или да се аплицираат евалуации на програмите кога се одредуваат приоритетите за трошење. Заедно, овие проблеми придонесуваат за фискални нерамнотежи и го спречуваат владиниот сектор во давање услуги за едукација, здравство и друго, потребни за поддршка на активноста на приватниот сектор и за поддршка на економскиот раст.

Владите кои се соочуваат со овие видови проблеми имаат на располагање голем број мерки за да се справат со нив. На пример, даночна реформа може да ги зголеми приходите со отстранување на ослободувањата, барање за авансно плаќање на проценетите даночни обврски, наметнување провизии за лиценци или претпоставени даноци на групите кои тешко се оданочуваат, како што се земјоделци и мали бизниси, поедноставување на структурата на даночните стапки и на процедурите за плаќање, како и елиминирање на непотребните даноци. Сите овие опции треба да придонесат за поголемо извршување на обврските на даночните обврзници и редуцирање на товарот на даночната администрација.

Даночната администрација понатаму може да се зајакне со зголемување на платите на даночните инспектори, што може да доведе до намалување на корупцијата и го охрабрува задржувањето на компетентните кадри преку овозможување обуки и подобра опременост. Од аспект на расходите, буџетирање на расходите на реална основа, наместо скратување и наметнување лимити за трошење на линеарна основа, ќе придонесе за попродуктивна искористеност на јавните финансии. Исто така, внимателен мониторинг и централизирано управување со одобрување на фондовите од страна на министерството за финансии ќе го намали ризикот од неавторизирано трошење.

1.11.5.3. Реформа на државните претпријатија, приватизација и реструктурирање

Во многу земји големите сектори на државни претпријатија придонесуваат за ниска продуктивност и бавен економски раст. Бидејќи тие се подложни на политичко влијание и често не се соочуваат со конкуренција, државните претпријатија често се помалку ефикасни од приватните фирми, и прават поголеми трошоци, а остваруваат помал профит или значителни загуби, кои пак придонесуваат за поголем фискален дефицит. Пониската ефикасност на државните претпријатија може да доведе до понизок квалитет на производите и повисоки цени за потрошувачите. Голем државен сектор може да значи владина контрола на цените на широк спектар на стоки и услуги, предизвикувајќи големи нарушувања и несоодветна алокација на ресурсите во економијата. Исто така, голем државен сектор може да значи помала иновативност бидејќи менаџерите на тие претпријатија се мотивирани за „мирен живот“, наместо да внесуваат промени во производите и производствениот процес кои може да донесат политички потешкотии или работнички немири.

За да се пристапи кон решавање на овие проблеми програмите за прилагодување во земјите со голем сектор на државни претпријатија често вклучуваат мерки за реформа на државните претпријатија. Многу земји прифаќаат приватизациски програми, враќање на фабриките и другите капацитети во приватна сопственост при што се остварува еднократно нагло зголемување на приходите во државниот буџет. За компании кои не се приватизираат се прифаќаат програми за

реструктурирање, кои вклучуваат мерки како што се затворање неефикасни производствени линии кои создаваат загуби, намалување на раководните кадри и воспоставување менаџерски договори за извршното раководство. Клучна цел е да се премине кон „тврдо буџетско ограничување“ за државните фирми, така што би се натерале да функционираат поефикасно. Така, во некои земји автоматското поткрепување на државните фирми со буџетски субвенции или заеми од државни комерцијални банки беше укинато. Во многу земји, реформата значеше продажба на резиденцијални објекти во сопственост на компанијата и трансферирање на детската заштита и медицинските капацитети на владата. Истовремено, на реструктурираните претпријатија понекогаш им беше давана автономија во одредување на цените.

1.11.5.4. Рационализација на мрежите за социјална заштита

Потребата од економско прилагодување често ја открива неефикасноста и неефективноста на постоечките системи за социјална заштита - владини програми за обезбедување минимален животен стандард на најранливите членови на општеството. Различни земји обично имаат различни видови социјални програми, со различни проблеми. На пример, во многу земји во транзиција, програмите за социјална заштита (кои обезбедуваат пензиска и здравствена заштита) имаа високи трошоци и вообичаено се финансирани преку големо оданочување на платата кое е на товар на работодавачот, што понекогаш ги обесхрабрува странските инвеститори. Како дополнување, бенефициите во случај на невработеност често се ниски и слабо администрирани, што го отежнува обезбедувањето политичка поддршка за имплементирање програми за приватизација и реструктурирање на државните претпријатија.

Во многу земји во развој програмите за субвенционирање не се правилно насочени, обезбедувајќи мала корист со високи трошоци за лицата од сите приходни групи и правејќи малку за намалување на сиромаштијата кај групите со најниски приходи. Спротивно, главните проблеми во многу индустриски земји произлегуваат од јавните пензиски програми дизајнирани како шеми на генерациска солидарност, тековно финансирање („pay-as-you-go“). Многу од овие програми имаат големи обврски непокриени со финансирање кои може да

надминат неколку пати од нивото на БДП во текот на следните неколку декади, како што стареењето на населението го намалува бројот на лица кои работат во однос на еден корисник на пензија. Високите бенефити во случај на невработеност и крутите регулативи за вработување се смета дека придонесуваат за високите стапки на невработеност во многу земји од Западна Европа.

За да обезбедат поддршка за прилагодување и помош за нискодоходовните домаќинства, притоа не зголемувајќи ги фискалните расходи, носителите на политиката мора внимателно да се позанимаваат со програмите за социјална заштита во која било програма за прилагодување. Додека големите системи за социјална заштита се закануваат да наметнат голем товар на расходите, владите мора да развијат програми кои ќе ги доведат бенефициите во согласност со проектираните приходи.

Со оглед на тоа што даночното оптоварување на повеќето јавни пензиски системи врз база на генерациска солидарност е веќе значително, во просек 15% - 30% од бруто платата во повеќето индустриски земји и земји во транзиција, и би било тешко понатаму да се зголемува, реформите најверојатно би значеле промени на расходната страна. Некои од мерките кои би можеле да се применат се зголемување на старосната граница за пензионирање, рефокусирање на програмите за инвалидитет, елиминирање на програмите за рано пензионирање на жените и на вработените во индустрии со тешки услови за работа, и трансформирање на системите „pay-as-you-go“ во системи со претходно финансирање или со повеќе столбови за да се овозможи ресурсите создадени од заштеда да покријат што поголем дел од вкупните исплати за пензии.²⁰ Истото се однесува и за програмите за јавно здравство, каде трошоците се зголемиле со стареење на населението и развојот на нови и скапи третмани.

Програмите за субвенционирање може да бидат поефективни преку подобро таргетирање. Многу земји може да остварат значителни фискални заштеди при истовремено зголемување на бенефициите на оние кои најмногу им се потребни со имплементирање мерки кои ќе дозволат пристап до тие средства само на групите со ниски примања. Еден пристап, кој беше користен во Шри Ланка, им

²⁰ За поширока анализа и мерки на политиката во оваа област види во Светска банка (1994 г.), Chand и Jaeger (1996 г.), и U.S. Congressional Budget Office (1999 г.).

дава на фамилиите со ниски примања купони на ограничен износ за купување основни продукти по субвенционирани цени. Друг пример, користен во Бразил, ги фокусира бенефициите во области каде што живеат сиромашните, наместо да важат за целата нација.

Во други земји, властите ги субвенционираат само оние производи кои сиромашните ги конзумираат диспропорционално, како што се одредени видови леб. Друг пример целосно ги заменува субвенциите со корист во готовина, како што беше случај во Романија во 1994 година, со еднократно прилагодување на платите. Украина употреби сличен начин на прилагодување на наплатата за комунални услуги за да им помогне на домаќинствата да ги покријат трошоците за одредени услуги. Таму домаќинствата примија готовина за покривање на комунални трошоци кои надминуваа 15% од нивниот приход.

1.11.5.5. Реформи во финансискиот сектор

Во текот на последниве две декади слабите финансиски системи беа извор на сериозни макроекономски проблеми во сè поголем број земји. Во некои земји во развој, како во Бангладеш и Танзанија, големите каматни маргини и лимитираниот развој на финансиските системи сериозно го ограничија економскиот раст и развој. Во други земји, особено во Чиле во раните 1980-ти години и во Јапонија во периодот од 1991 до 2000 година, големите нефункционални заеми ја ограничија способноста на банките да финансираат со нови заеми, забавувајќи го растот, а воедно доведоа и до масовно банкарско реструктурирање. Во некои земји од Источна Европа отсуството на секундарен пазар за државни хартии од вредност со години ја ограничуваше можноста на властите да водат монетарна политика со инструментот операции на отворен пазар, што значеше наместо тоа да се користат помалку ефикасните директни инструменти на монетарна контрола. Во некои земји во транзиција банките во државна сопственост нудат несоодветни услуги за посредување, на тој начин придонесувајќи за зголемување на готовинскиот платен промет.

Уште повеќе, многу земји мораа да преземат големи фискални трошоци за рекапитализација на банките како дел од мерките за реструктурирање на

финансискиот сектор. Во Индонезија, Јужна Кореја и Тајланд неадекватната финансиска супервизија доведе до зголемено користење на краткорочни заеми од странство за финансирање на домашните инвестиции, што на крај резултираше со финансиска криза.

Многуге негативни последици од слабите финансиски системи и банкарските кризи ги навеле економистите да ги сметаат реформите во финансискиот сектор за примарен елемент во многу програми за прилагодување. Во изминатиов период многу земји прифатија мерки за зајакнување на прудентната регулатива, подобрување на банкарската супервизија и имплементирање кодови за хартии од вредност и корпоративна регулатива. Како додаток на тоа меѓународната заедница премина кон промовирање здрави финансиски практики преку прифаќање на мерки како што се Основните принципи за ефективна банкарска супервизија на Базелскиот комитет и IOSCO (Меѓународна организација на комисиите за хартии од вредност) Принципите и препораките за регулативата и супервизијата на пазарите за хартии од вредност (види ММФ, 1998 година). Во Индонезија, Јужна Кореја и Тајланд признанието дека слабостите во финансискиот сектор беа несомнено фундаментална причина за нивните макроекономски нарушувања ги натера властите реформата на финансискиот сектор да ја стават во центарот на програмите за прилагодување на секоја од овие три земји. Искуството на овие земји доведе до тоа програмите за прилагодување генерално да се фокусираат многу повеќе на прашањата од финансискиот сектор.

1.11.5.6. Реформи на надворешниот сектор, трговска либерализација и конвертибилност

ММФ уште од поодамна ги советува земјите да прифатат конвертибилност во тековната сметка. Во последно време трговската либерализација доби поголемо значење. Делумно ова се должи на успехот постигнат на рундата на Светската трговска организација во Уругвај како и на другите рунди на трговски преговори каде се постигна намалување на трговските бариери и утврдување на нивото на царинските тарифи меѓу развиените земји. Тоа, исто така, се должи на долгогодишните истражувања кои покажаа дека отвореноста и помалите

трговски бариери придонесуваат за повисоки стапки на економски раст. Во изминативе неколку декади повеќето од земјите членки на ММФ воведоа конвертибилност на тековната сметка. Воедно, многу земји во развој ги намалија тарифите и ги тргнаа нетрговските бариери. Иако трговските рестрикции остануваат важни прашања во многу земји, сепак, вниманието на реформите е насочено кон обезбедување конвертибилност во капиталната сметка.

Голем број истражувања го поддржуваат ставот дека земјите имаат корист од либерализација на капиталните пазари и дека ефективноста од ограничувањата на капиталната сметка рапидно се намалува со тек на време (види кај Dooley, 1996 г.). Настаните околу азиската и руската криза во 1997 и 1998 година го покажаа значењето од правилен пристап кон либерализација на пазарите на капитал, при што предуслов за тоа е зајакнување на домашните финансиски пазари. Така, во многу земји реформата на домашните финансиски пазари се одвива не заради самата таа, туку за да овозможи конечно и либерализација на капиталната сметка.

1.11.5.7. Подобрено управување и транспарентност во владините активности

Прашањата за управување и транспарентност се меѓу структурните прашања кои привлекуваат сè поголемо внимание при формулирање на економските програми за прилагодување. Сè до неодамна, малку систематски истражувања беа направени за ефектите од државната неефикасност, корупција и нетранспарентност врз економските перформанси, иако многу извештаи укажуваат на тоа колку овие фактори ѝ наштетиле на економската активност и ги одвратиле инвеститорите.

Неодамна, економистите ги испитале ефектите од фискалната транспарентност и утврдиле неколку случаи, како што е во Нов Зеланд, каде што се чини дека зголемената транспарентност придонела за пониска инфлација и општо подобрување на макроекономските перформанси (Kortis и Craig, 1998 г.). Исто така, многу студии ги покажале и негативните ефекти, особено на корупцијата врз економските перформанси. Истражувањето на Мауго од 1996 г., на пример, покажува дека подобрување на корупцијата од една стандардна девијација

(еднаква на 2,38 поени пораст на индексот за корупција на Transparency International, кој се движи од 0 најлошо кон 10 најдобро) кореспондира со 4% раст на инвестициите како процент од БДП на една земја и 0,5% поголема реална стапка на раст.

Корупцијата, исто така, ги намалува странските директни инвестиции бидејќи странските инвеститори ја сметаат корупцијата за еквивалент на голем и арбитражен данок врз нивните активности. Понатаму, корупцијата ги намалува даночните приходи и ги менува јавните расходи, зголемувајќи ги трошоците и намалувајќи ја продуктивноста на инвестициските проекти при истовремено намалување на расходите за здравство, образование, тековни активности и одржување.²¹

Важен аспект од подобрување на управувањето подразбира зајакнување на капацитетите на јавните институции. Во многу земји во развој и земји во транзиција јавните здравствени услуги постојано се соочуваат со недостиг од финансирање и се несоодветно кадровски екипирани, со ниски плати, што придонесува здравствените професионалци да го пренасочат своето време кон активности во приватниот сектор или да наплатуваат дополнителни надоместоци при давањето здравствени услуги.

Сличен проблем се среќава и во даночните администрации: ниските плати продуцираат корупција, додека слабото финансирање и недостигот од искуство ја ограничуваат способноста на работниците да им дадат соодветни информации на даночните обврзници кои би помогнале во поголемо плаќање даноци и отстранување на административните бариери. Конечно, судството во многу земји наметнува сериозни препреки за економски раст. Сложени и застарени законски акти, недостиг од судови и судии, а во многу случаи раширената корупција во голема мерка му отежнува на приватниот сектор да ги разреши спорите низ судскиот систем. Тоа ги усложнува деловните трансакции, ги зголемува трошоците и ги демотивира инвестициите, особено од странство, кои може да бираат каде да започнат нови проекти.

²¹ Tanzi и Davoodi, 1997 г., Tanzi 1998 г.

Со оглед на тоа што институциите имаат значајно влијание врз економската клима на една земја, институционалната реформа може да игра значајна улога во зголемување на продуктивноста и зголемување на стапката на раст.

Институционалните елементи како што се администрацијата, судскиот систем и трговските закони мора внимателно да се прегледаат во секоја сеопфатна програма за прилагодување. За имплементација на институционални реформи е потребно повеќе време, особено во случај кога законите и регулативата треба да се преработат, а кадарот да се обучи. Иако е важно да се започне со реформи многу рано во имплементацијата на програма за прилагодување, целосна имплементација на ваквите мерки и регулаторните користи од тоа ќе се почувствуваат после неколку години.

1.11.6. Меѓузависноста на стабилизацијата и структурните реформи

Макроекономската стабилизација настојува да воспостави клима на ниска инфлација и одржлив платен биланс како поддршка за долгорочен економски раст. Значителен број истражувања покажале дека растот и структурните реформи тешко се одржуваат доколку нема стабилност. Според тоа, стабилизацијата претставува фундамент за економски развој. Покрај тоа, ниската инфлација и одржливата надворешна позиција ја зголемуваат веројатноста дека тешките, но значајни структурни реформи, ќе бидат успешни.

Структурните реформи не само што ја подобруваат продуктивноста на економијата, туку и ја зголемуваат ефективноста на мерките за стабилизација. На пример трговската либерализација може да ги ублажи инфлаторните ефекти од девалвација овозможувајќи ѝ на земјата да расте преку пристап до странска технологија и искуство. Зајакнување на регулативата на финансискиот сектор ќе помогне за олабавување на прегреаната економија преку намалување на желбата на банките да финансираат шпекулативни инвестициски проекти. Со издвојување поголеми износи за здравство, образование и социјална заштита, фискалните реформи може да влијаат врз поголемо прифаќање на мерките за стабилизација и, на тој начин, врз зголемување на економскиот раст.

Политиките за промовирање домашна конкуренција може да ги намалат цените и да стимулираат иновации, при што ја намалуваат инфлацијата и охрабруваат раст. Ценовната либерализација и прилагодувањето на администрираните цени кон нивоата на светските пазари често се клучни за елиминирање на дисторзиите кои водат кон макроекономски нерамнотежи. Сè на сè, овие и други структурни реформи ја олеснуваат стабилизацијата и ѝ овозможуваат на економијата да постигне внатрешна и надворешна рамнотежа на повисоко ниво на реален доход.

Успешна реформа често значи имплементирање на неколку мерки одеднаш, или за краток временски интервал. На пример, одржливоста на ценовната либерализација, покрај останатите фактори, зависи од нивото на девизниот курс. Либерализација при превисок девизен курс ќе ја поткопа конкурентноста на домашното производство. Така, многу земји кои ги либерализирале своите цени го направиле тоа во контекст на голема депрецијација на нивните номинални девизни курсеви. Најзначаен пример е Полска во 1989 - 1990 година. Слично, предуслов за реструктурирање на државните претпријатија е во најмала рака прилагодување на нивните цени, ако не и ценовна либерализација, така што реструктурираните претпријатија да можат да остваруваат профит, или барем да ги покријат трошоците. Општо речено, мерките на политиката мора да бидат внимателно координирани. Ова подразбира како координација меѓу структурните мерки и мерките за стабилизација, така и меѓу политиките за стабилизација меѓусебе.

1.12. Интеракција на монетарната и фискалната политика во услови на глобални кризи

Во периодот од 1990 година досега светот се соочи со неколку финансиски кризи од локален карактер кои главно ги погодија економиите во развој и економиите во транзиција, но и една глобална економска криза која ги зафати и развиените пазари почнувајќи од летото 2007 година. Всушност, причината поради која таа се претвори во светска криза е што истата започна како финансиска криза во најмоќниот пазар во светот - економијата на САД. Предизвикана од големите и веќе неодржливи вложувања, пред сè на инвестициските банки во инструменти со поголем ризик ("subprime assets"), таа брзо се прошири во останатите развиените

земји каде се практикуваше истото, со истовремено губење на довербата и во некои други категории средства (како, на пример, во средствата вложени во пазарот на резиденцијални недвижности), како и неможноста да се позајмат краткорочни ликвидни средства на финансиските пазари. Поради глобалната поврзаност на светската економија, во денешно време кризата брзо се прошири насекаде, а носителите на политиките се соочија со сериозни предизвици за ублажување на ефектите од истата и реагираа агресивно.

Речиси пет години по избивањето на кризата сè уште не постои потполна согласност меѓу носителите на политиките и аналитичарите за причините кои предизвикаа финансиските нерамнотежи да се пренесат глобално. И додека повеќето се согласни дека регулирањето и супервизијата беа несоодветни, постои несогласување околу тоа дали причината за проширувањето на кризата и во реалниот сектор во повеќето земји во светот беше претерано прилагодливата монетарна политика од почетокот на 2001 година (Taylor, 2007 г., White 2009 г.) или тоа беше продлабочувањето на глобалните нерамнотежи и капиталните текови (на пример Bernanke, 2009 г., King, 2010 г., Portes, 2009 г., Merrouche и Nier, 2010 г.). Некои (Acharya и Richardson, 2009г., Obstfeld и Rogoff, 2009 г.) сметаат дека тоа се должи на комбинација од двете.

Општо е прифатено дека монетарната политика е најчесто навремен и моќен контрацикличен инструмент во услови на кризи или големи падови на производството, додека фискалната политика дава мал стимул и тоа најчесто со мало задоцнување. Исто така, постои гледиште дека централните банки ја прилагодуваат монетарната политика симетрично во текот на еден циклус, а носителите на фискалната политика реагираат асиметрично, односно ја релаксираат политиката во услови на кризи и падови, но не ја затегаат доволно и навреме во услови на економска експанзија.

Улогата на фискалната и монетарната политика во услови на кризи зависи и од состојбата на економијата пред појавата на криза, како и од степенот на интегрираност на економијата со глобалните финансиски текови. Доколку каматните стапки во економијата се повисоки во однос на просекот во развиените економии, многу е веројатно дека капиталните приливи во земјата

биле големи пред кризата. Притоа, анализите покажуваат дека краткорочните приливи во голема мерка ги надминуваат долгорочните приливи во годините пред кризата, што автоматски создава нерамнотежа.

Истовремено, експанзивната монетарна политика во продолжен период пред кризата создаде огромна ликвидност кај финансиските институции кои настојуваа да ги задоволуваат потребите и барањата на сè поголемата потрошувачка на приватниот сектор. Тоа од една страна доведе до преголема задолженост по жител во развиените економии (особено во САД), а од друга страна релативно либералната регулатива им дозволи на финансиските институции да се однесуваат помалку прудентно и да вложуваат поризично.

Како одговор на кризата, повеќето централни банки во светот драстично ги намалија своите референтни каматни стапки и презедоа други невообичаени мерки за зголемување на ликвидноста и кредитите достапни за финансиските институции. Во земји како Јапонија и САД, краткорочните номинални каматни стапки во екот на кризата беа сведени на нула, додека истовремено во Европа каматните стапки беа околу 2% со тенденција за опаѓање. Во рок од само два месеца, Системот на федерални резерви на САД двојно го зголеми својот биланс на состојба, при што ја промени структурата на својата актива од држење главно државни хартии од вредност во побарувања од правни лица.

Истовремено, носителите на фискалната политика имплементираа значителни фискални стимулативни пакети во вид на намалување на даноци во комбинација со зголемени јавни расходи. Исплатените стимулативни пакети ги надминаа сите досегашни во историјата на САД по својата висина. Така, администрацијата на претседателот Обама во САД исплати фискални стимулации во износ од над 800 милијарди долари непосредно по пакетот од даночен поврат од 117 милијарди долари кој го одобри администрацијата на претседателот Буш во почетокот на 2008 година и пакетот од 700 милијарди долари од Програмата за олеснување на проблематичната актива во втората половина од 2008 година. Ваквите стимулации кон приватниот сектор за полесно пребродување на последиците од глобалната криза го зголемија јавниот долг на САД за повеќе од 13% од БДП. Фискалните активности од ваков калибар со сигурност ќе имаат далекусежни

последници врз економијата. Така, во 2011 година јавниот долг на САД го надмина пропишаниот лимит и Конгресот на САД по многу натегања донесе акт за подигање на горниот лимит, во пакет со мерки за заштеда во буџетот во наредните 10 години.

Големите промени во политиките со преземање на невообичаени мерки насекаде во светот се очекува значително да ги променат очекувањата на економските субјекти. Економската теорија предвидува дека големата експанзија на јавниот долг може многу негативно да се одрази врз макроекономијата, во зависност од очекувањата на носителите на економските политики за тоа како монетарната и фискалната политика ќе се прилагодат во иднина. Доколку се очекува даноците да растат, во тој случај стимулативните ефекти од фискалната експанзија делумно ќе се неутрализираат. Доколку, на пример, луѓето не веруваат дека во иднина даноците ќе се зголемат, во тој случај фискалната експанзија генерира зголемено богатство кое уште повеќе ќе го потенцира ефектот од мерките на политиката. Се разбира, дали луѓето ќе очекуваат да нема промени во идното оданочување, односно да нема инфлаторно финансирање на јавниот долг, во голема мерка зависи од однесувањето на монетарната политика.

Постојат значителни разлики во брзината со која земјите закрепнуваат од рецесија. Различните стапки на раст при излегувањето од рецесија ги рефлектираат разликите во макроекономските политики и структурните политики на земјите. Фискалните и монетарните стимулации, како и странската помош, се покажале како поефикасни за забрзување на растот при излез од кризи отколку во годините на економска експанзија.

Излезот од криза во голема мера зависи и од отвореноста на економијата, режимот на девизен курс и капиталните текови. Некои истражувања (Сегга, Panizza и Saxena, 2009 г.) покажуваат дека економиите кои се поотворени за трговија и имаат слободни капитални текови побавно закрепнуваат од рецесии. Се смета дека во такви случаи фискалните стимулации немаат особено големо влијание врз економијата, туку од тоа поголема корист имаат трговските партнери бидејќи стимулациите креираат зголемена побарувачка за увозни стоки. Затоа, се наметнува потребата од координација на фискалните стимулации

со земјите трговски партнери, со што би се неутрализирала побарувачката за увозни стоки на домашниот пазар со зголемена странска побарувачка за домашни стоки. Сепак, во земји со недоволно либерализирани капитални текови, фискалните стимулации имаа одредени позитивни ефекти кон зголемување на домашната побарувачка, при што монетарната политика се прилагодува со стерилизирање на вишокот побарувачка. Исто така, режимот на флексибилен девизен курс, генерално, повеќе го помага побрзиот раст на производството и излезот од криза за разлика од режимот на фиксен девизен курс, дури и во економии каде што режимот на фиксен девизен курс покажува подобри резултати врз економскиот раст во годините на експанзија на економијата.

1.13. Последици од некоординираност на политиките

Теоријата и емпириските докази покажале дека при одреден девизен курс, оптимално прилагодување обично може да се постигне при таква комбинација на монетарната и фискалната политика при која секоја политика се занимава со решавање определена нерамнотежа за која таа политика има компаративна предност.

Доколку не постои координација, макроекономската рамнотежа сè уште би можела да се воспостави, само доколку секој инструмент на политиките се обидува да го достигне таргетот врз кој има најголемо влијание. На пример, креаторите на фискалната политика може да решат да ја затегнат фискалната политика со цел да остварат внатрешна рамнотежа. Во ист момент, монетарните власти може да го затегнат кредитирањето за да постигнат надворешна рамнотежа. Како резултат на тоа, економијата може да се најде во зоната на рецесија. Тоа би можело да ги натера фискалните власти кон умерена фискална експанзија со цел да ја доведат економијата кон внатрешна рамнотежа. Овој начин на реакција на политиките и прилагодување на крај би ја вратил рамнотежата, но на пониско ниво на развој на економијата.

Друг конвергентен модел би бил кога монетарните власти се обидуваат најпрво да го ограничат кредитирањето за да постигнат надворешна рамнотежа. Следствено, фискалните власти може да ја затегнат фискалната политика за

остварување внатрешна рамнотежа, што доведува до суфицит во платниот биланс. Со цел враќање на надворешната рамнотежа, монетарните власти би требало да реагираат со поекспанзивна монетарна политика. Овој начин на прилагодување би ја вратил економијата во почетната состојба на рамнотежа на истото ниво на развој.

Несоодветна комбинација на политиките, или политики кои не се водат според нивните компаративни предности, може да бидат дестабилизирачки, притоа спречувајќи ги напорите за постигнување истовремена внатрешна и надворешна рамнотежа. Да го земеме примерот на Индонезија. Оваа земја презема сложени структурни реформи притоа задржувајќи ја макроекономската стабилност во 80-те години. Успешната макроекономска програма и структурното прилагодување создадоа инвестициски бум во раните 90-ти години. Меѓутоа, инфлацијата започна да се зголемува, а платниот биланс започна да покажува знаци на слабост, додека економијата континуирано рапидно растеше.

За да ја сопрат инфлацијата, монетарните власти значително го скратија кредитирањето, притоа одржувајќи фиксен девизен курс. Ограничувањето на кредитниот раст резултираше со брз раст на домашните каматни стапки. Делумно заради тоа, но делумно и заради добрите перформанси на економијата, земјата се соочи со голем прилив на капитал и рапидна акумулација на девизни резерви. За да ја врати надворешната рамнотежа, а особено за да го зголеми увозот, владата примени експанзивна фискална политика. Но таквата политика ја влоши состојбата со инфлацијата, во услови кога приливот на капитал продолжи. Монетарните власти одговорија со натамошно ограничување на кредитите. Како што може да се види, несоодветна комбинацијата на рестриктивна монетарна политика и експанзивна фискална политика ја оддалечија земјата од точката на еквилибриум (внатрешна и надворешна рамнотежа).

Едно истражување на макроекономските политики кое го спроведе Светската банка во 42 земји во текот на 80-те години од минатиот век прикажува интересни резултати. Имено, се покажало дека земјите кои применувале соодветни политики и оствариле посакувани резултати го сочинуваат мнозинството со

вкупно 87 од 126 случаи. Во 17 случаи земјите следеле погрешна политика и оствариле погрешни резултати. За земјите кои применуваа правилна политика но остварија погрешни резултати, причините може генерално да се бараат во неантиципираните надворешни шокови, како што се суша, граѓански немири или влошување во условите за тргување. Во девет случаи во кои земјите применувале погрешна политика сепак оствариле позитивни резултати. Некои од тие случаи може да се објаснат со неантиципирани позитивни надворешни влијанија, додека другите беа резултат на добра среќа. На пример, Брегот на Слоновата Коска се соочи со влошувањето на условите за тргување по 1986 година. Властите ја затегнаа монетарната политика за да компензираат за експанзивната фискална политика, со цел да ја намалат домашната побарувачка и да ја зауздаат инфлацијата. Ваквата комбинација генерираше рецесија со негативен раст на реалниот БДП во тек на продолжен период. Подобрувањето на билансот на ресурсите дојде во целост од намалувањето на увозот. Реалниот ефективен девизен курс апрецираше заради зголемувањето на домашните цени во однос на оние на трговските партнери.

Координација на политиките е клучна при формулирање и имплементирање на сеопфатна програма за економско прилагодување. Сите релевантни носители на политики мора да работат заедно при поставувањето заеднички цели и квантитативни таргети и да се усогласат меѓу себе во врска со економските проекции и потребните мерки. Најчесто една земја би формулирала таква програма за прилагодување доколку бара финансиски аранжман од некоја меѓународна финансиска институција. Надвор од овие случаи, општа тенденција кај носителите на политиките е да функционираат без меѓусебна координација.

Кои се причините за недостаток на координираност на политиките? Прво, носителите на фискалната и монетарната политика може да имаат различни цели. На пример, монетарните власти може да настојуваат да постигнат пониска стапка на инфлација, а фискалните власти, пак, можеби се позагрижени за економскиот раст од монетарните власти. Второ, носителите на политиките може да имаат различни проекции за веројатните резултати без промени во политиките. Различните проекции се одраз на различни теории или модели користени при проектирањето кои, пак, се резултат на различни искуства,

обученост и едукација. Трета, воедно и поврзана причина е што носителите на двете политики може да имаат различни мислења за веројатните ефекти од применетите мерки на политиките врз економијата, бидејќи тие може да произлегуваат од различни теории или притоа да се користени различни модели за проектирање.

Во недостиг на координација на политиките, и особено доколку недостасува квантитативна информација за тоа каде се наоѓа општиот еквилибриум (т.е. истовремена внатрешна и надворешна рамнотежа) релевантен за тековната ситуација, определувањето специфични задачи на политиките може да помогне во избегнување на дестабилизирачки процеси. Пример за перфектна координација на политиките е финансиското програмирање. Сите проекции и мерки на политиките се конзистентни со истите пресметковни и аналитички принципи користени при формулирање на програмата.

Сепак, не е само значајно да се анализираат причините кои доведуваат до нерамнотежа туку, како што е истакнато претходно, треба да се земат предвид компаративните предности на секоја политика при одредувањето на целите на политиката и потребните мерки. На пример, ако доминантен проблем е инфлацијата, која е главно предизвикана од неодржлива фискална политика, тогаш намалувањето на буџетскиот дефицит треба да биде во центарот при дизајнирање на програмата. Од друга страна, ако главен проблем е неодржлив дефицит во тековната сметка, а реалниот девизен курс е значително преценет, депрецијација на номиналниот девизен курс би можела да биде клучна мерка, поддржана од соодветна монетарна и фискална политика. Конечно, ако проблемот не е само неодржлив дефицит во тековната сметка, туку има и одлив на капитал предизвикан од несоодветни разлики во каматните стапки, главно место во програмата треба да ѝ се даде на монетарната политика. Степенот на ограничување на кредитниот раст треба да го земе предвид степенот до кој потребите за задолжување на државата и приватниот сектор би можеле да се задоволат од страна на банкарскиот сектор, конзистентно со вкупните квантитативни цели.

II. Дизајнирање на монетарната политика

2.1. Цели и задачи на монетарната политика

Од претходната глава видовме дека монетарната политика е еден од инструментите за реализирање на макроекономската политика во една економија. Оттука, целите на монетарната политика не може да се разликуваат од целите на општата макроекономска политика. Сепак, покрај основните, монетарната политика има и специфични цели кои се однесуваат на спроведување на политиката на пари, камати и цени, нешто што е ексклузивна функција на централната банка како институција која е задолжена за спроведување на монетарната политика.

Со оглед на тоа што основните цели на макроекономската политика беа пошироко разработени во претходната глава, овде само таксативно ќе ги истакнеме како цели и на монетарната политика. Тоа се:

- брз и одржлив економски раст;
- високо ниво на вработеност;
- ценовна стабилност;
- еквилибриум во трговската размена со странство и стабилност на девизниот курс.

Овие цели, генерално, се прифатени во поголемиот број земји во светот и многу често на еден или друг начин се споменати во основните закони и/или документи кои се однесуваат на монетарната политика. Сепак, една од горенаведените цели најчесто е споменувана како доминантна цел на монетарната политика. Тоа е воспоставување и одржување ценовна стабилност. Ценовната стабилност, или стабилноста на куповната моќ на домашната валута како нејзин еквивалент, во поголемиот број земји е супериорна цел во однос на останатите цели на макроекономската политика. Едно истражување на легислативата на 50 централни банки во светот покажало дека само неколку од нив не ја истакнуваат ценовната стабилност како специфична цел на централната банка при спроведување на монетарната политика. Тоа се Австралија, Бразил и Малезија,

иако легислативата во Малезија ја издвојува монетарната стабилност како специфична цел. Од друга страна, постојат земји во кои ценовната стабилност како цел не е прецизирана во законите за централната банка, туку е дефинирана со подзаконски акти или дури само со изјава која нема сила на закон.

Во литературата се среќава мислење дека крајна цел на монетарната политика е социјалната благосостојба или општо добро за сите изразено преку нивото на националниот производ. Стабилизирање на номиналниот доход е краткорочна цел на монетарната политика, која треба да ги амортизира шоките на страната на побарувачката и да се прилагодува на шоките на страната на понудата.

Историјата сведочи за централни банки кои главно се обидувале да го стабилизираат производството (особено во 70-те и 80-те години од минатиот век) и оние кои, главно, биле загрижени за ценовната стабилност. Во 1923 година, Џон Мајнард Кејнс бил еден од првите кои аргументирал дека ценовната стабилност треба да биде основна цел на монетарната политика. Во текот на 90-те години и подоцна, повеќето централни банки експлицитно ја прифатија ценовната стабилност како основна цел. Во поново време, многу централни банки и постриктно ја дефинираат и квантифицираат својата основна цел преку таргетирање на инфлацијата и јавно публикување на основната цел. Така, Европската централна банка (ЕЦБ) во својата стратегија за монетарна политика ја дава следнава дефиниција на нејзиниот таргет за инфлацијата: „Ценовната стабилност ќе биде дефинирана како годишно зголемување на Хармонизирианиот индекс на потрошувачки цени (Harmonised Index of Consumer Prices - HICP) во еврозоната под 2%...Ценовната стабилност треба да се одржува на среден рок (European Central Bank 1999a: стр. 46)“.

Постои можност да се појават конфликти во целите на монетарната политика, а тоа најчесто се случува кога различни активности на монетарната политика се мотивирани од различни цели. Најчест пример на потенцијален конфликт е кога се настојува да се остварат повеќе цели кои се однесуваат на ценовна стабилност и на реалните економските варијабли. Така, на пример, законите во САД и Малезија содржат елементи на цели на ценовна стабилност и реални економски цели кои, се чини, ја изедначуваат важноста на овие две различни цели. Друг

пример на конфликт е во економии со режими на флексибилен девизен курс. Стабилноста на домашните цени и стабилноста на девизниот курс во таков случај изнудуваат прилагодување на каматните стапки во спротивни насоки. Ваквиот вид конфликт бара појасно интерпретирање на законските цели во оние економии во кои ценовната стабилност и стабилноста на домашната валута се специфицирани како цели на монетарната политика. Постојат неколку начини за решавање на ваквите конфликти, а еден од најефикасните, кој е применет и во Мастрискиот договор од 1992 година и се однесува за земјите од Европската унија, е одредување ред на приоритет меѓу повеќето цели на монетарната политика. Исто така, добар начин е и донесување подзаконска регулатива која ја дообјаснува примарната законска регулатива.

2.1.1. Специфични цели на централна банка

Покрај основните цели на монетарната политика, централната банка во една економија спроведува и други специфични цели кои може, но најчесто не мора да се дефинирани со законска регулатива. Една од значајните цели за која често се смета дека е и законски дефинирана е одржување стабилност на финансискиот систем. Сепак, од анализирани 146 закони на централни банки во светот во помалку од една петтина финансиската стабилност е експлицитно определена како цел на централната банка. Во мал дел од случаите каде централната банка има законска цел за финансиска стабилност, целта е нашироко дефинирана, а централната банка има широко поставени одговорности. Дури во некои економии централната банка е задолжена за „промовирање“ сигурен и стабилен финансиски систем или се користат слични фрази при дефинирањето.

Дефинирање на целта за финансиска стабилност е интересна задача која го наметнува прашењето дали истата може да добие квантитативна презентација, како што е случај со стрикното таргетирање на инфлацијата каде се поставува квантитативна цел. Квантификацијата, секако, овозможува појасна насока за движење на политиките и повлекува одговорност. Сепак, финансиската стабилност не е апсолутна цел. Повеќето економисти ќе се сложат дека финансиските варијабли може да бидат флексибилни и понекогаш да се менуваат драстично во могу краток временски интервал. Прашањето е при колкава нивна

промена ќе се смета дека финансиската стабилност е задржана и во какви услови, односно, циклус на економијата. Оттука, не постои утврден универзален начин за мерење на финансиската стабилност.

Финансиската стабилност како цел може да е спротивна на една од значајните функции за алокативна и динамичка ефикасност на финансиската интермедијација. Тоа особено се согледа со неодамнешната глобална финансиска криза. Од тој аспект, финансиската стабилност може да не се третира како посебна цел, со оглед на тоа што финансиските турбуленции и пропаѓањето на финансиски институции значат губење на работни места, што е во спротивност со основната макроекономска цел за висока вработеност. Исто така, финансиските турбуленции доведуваат до пад на штедењето, како битна претпоставка за пораст на инвестициите и динамизирање на економскиот раст.

Друга цел која може да се најде во легислативата на централната банка е да обезбеди беспрекорно функционирање на платниот и клириншкиот систем во економијата. Оваа цел најчесто е поставена преку изјава која може да биде прилично генерална и со широко дејство како, на пример, во централните банки на Белгија, Мексико, Чешка и Европската централна банка. И оваа цел, како и претходната, може да биде во конфликт со остварување други цели, со оглед на тоа што инструментите кои придонесуваат за остварување на оваа цел имаат друга примарна намена, најчесто поврзана со ценовната стабилност. Најчесто, при регулирање на оваа цел се користат повеќе подзаконски акти и изјави кои подетално ги специфицираат целите и нивната поврзаност со пошироките политики.

2.2. Инструменти на монетарната политика

Инструментите на монетарната политика треба да бидат така дизајнирани што ќе овозможат ефикасна реализација пред сè на оперативните таргети. Еден од најчестите оперативни таргети користен во развиените економии е краткорочната каматна стапка. Покрај ова генерално барање, инструментите на монетарната политика кои ги користи централната банка мора да ги задоволат следниве критериуми:

а) Банките мора континуирано да бидат снабдувани со монетарна база (континуирано финансирање) за навремено обезбедување домашна валута на своите клиенти, за нивната дневна ликвидност, и доколку е потребно за нивните минимум резерви кои ги чуваат во централната банка.

б) Со оглед на фактот дека сите централни банки функционираат во отворени економии, тие не можат да бидат комплетно индиферентни на промените на девизните курсеви. Така, секогаш ќе има случаи кога е потребна интервенција на девизниот пазар. Имајќи предвид дека таквите интервенции влијаат врз монетарната база, за да може централната банка да ги стерилизира ефектите од таквите интервенции, политиката на девизен курс треба да биде компатибилна со домашната каматна политика. И конечно, износите со кои се интервенира на девизниот пазар може рапидно да се зголемат, што повлекува централната банка да има доволен потенцијал за стерилизација.

в) Инструментите на монетарната политика треба да се дизајнирани на начин кој создава однос на зависност меѓу банките и централната банка. Ова е причината за потребата од издвојување минимум задолжителна резерва.

Генерално, многу е значајно инструментите на монетарната политика да не го нарушуваат финансискиот пазар. Секоја монетарна интервенција која е спротивна на пазарните сили би значела насочување кон други сегменти или кон странски пазари. Токму оваа фундаментална причина придонесе за напуштање на инструментите на монетарна политика кои имаа нарушувачки карактер, како што се директните и селективни кредити, горни граници на каматните стапки и квантитативни рестрикции на банкарските операции како, на пример, горна граница за кредитирање. Ваквите и слични инструменти најдолго се задржуваат во економии каде што финансиските пазари се неразвиени и неповрзани со остатокот од светот. Со нив најчесто се стимулираат одредени сектори од економијата кои се неефикасни и нерентабилни. Тие вршат несоодветна алокација и искористеност на ресурсите, притоа извртувајќи ја реалната слика за секторот кој се фаворизира.

Иако поголемиот број развиени земји, земји во развој и земји во транзиција користат индиректни инструменти на монетарна политика за контролирање на нивото и растот на монетарните агрегати, како што се операциите на отворен

пазар, одредени земји во развој и некои земји во транзиција сè уште се потпираат на директни инструменти, како што се кредитни лимити, за постигнување на таргетите. Широко е прифатено дека индиректните инструменти нудат многу предности во однос на директните инструменти²² (. Како и да е, многу земји сè уште сметаат дека е неопходно да ги користат директните инструменти, често заради сè уште недоволно раширената употреба на државните хартии од вредност кои се потребни за извршување операции на отворен пазар, или заради неразвиеноста на секундарниот пазар за хартии од вредност.

Претходно дискутираните инструменти на монетарна политика се нарекуваат квалитативни и истите веќе не се користат во развиените финансиски пазари. Централната банка ја имплементира монетарната политика преку таканаречените квантитативни инструменти. Во одредени периоди во зависност од состојбата на економијата и утврдените приоритети на монетарната политика, преку овие инструменти централната банка ја регулира монетарната мултипликација, креирањето пари од страна на банките, а со тоа ја регулира вкупната маса на пари во оптек.

Квантитативни инструменти се операции на отворен пазар, механизам на расположлив кредит и политика на задолжителна резерва.

2.2.1. Операции на отворен пазар

При операциите на отворен пазар централната банка купува или продава хартии од вредност директно од и на банките. Целта е да се влијае врз паричната маса преку регулирање на количината на примарни пари во зависност од потребата. Во реалноста, тоа најчесто се државни записи, но и записи кои ги издава централната банка. Со користење на записите се минимизира можноста централната банка преку операциите на отворен пазар да влијае во насока на менување на каматната стапка на државните хартии од вредност.

Всушност, повеќето операции на отворен пазар не претставуваат купување и продавање во вистинската смисла на зборот. Голем дел од купувањата се вршат

²² Види, на пример, Alexander и други, 1995 година)

со таканаречените репо-операции, односно, договори за откуп. Тоа претставува договор со продавачот дека тој ќе ги откупи назад хартиите од вредност по однапред договорена фиксна цена на одреден датум. Слично, повеќето продавања се вршат со таканаречените обратни репо-операции, при кои централната банка се обврзува да ги откупи назад хартиите од вредност по фиксна цена на одреден датум. Причината поради која се користат репо-операциите е тоа што централната банка сака да влијае врз средствата со кои располагаат банките само привремено.

Операциите на отворен пазар се примарен инструмент на монетарната политика во развиените економии. Постојат неколку причини зошто е тоа така. Прво, иницијативата е секогаш од страна на централната банка и таа одлучува колку хартии од вредност ќе продаде или ќе купи; второ, операциите на отворен пазар може да се одвиваат во мали износи што ѝ овозможува на централната банка потполна контрола и прилагодување на издвоената резерва; трето, каматната стапка по која монетарната база е достапна не е фиксна и централната банка може да применува аукции со каматни стапки или аукции со износи во зависност од информациите што ги има од пазарот на пари и ликвидноста; четврто, операциите на отворен пазар може за кратко време да добијат обратна насока - така, на пример, централната банка може да купува во 10 часот, а доколку реши, веќе во 10 часот и 5 минути да продава хартии од вредност. Ниеден друг инструмент на монетарната политика ја нема ваквата флексибилност.

2.2.2. Расположлив кредит

Дисконтниот механизам е класичен инструмент на монетарната политика, чија употребна вредност при креирањето на монетарната политика била поголема во минатото отколку денес. Тој им овозможува на деловните банки да се задолжуваат со кредит кај централната банка по одредена каматна стапка - дисконтна стапка. Дисконтната стапка ја утврдува централната банка во согласност со нејзините согледувања за потребна количина пари во оптек. Порано, дисконтната стапка се сметала за референтна стапка преку која централната банка влијаела врз каматните стапки на деловните банки, но во

поново време таа улога ја преземале други посовремени и пофлексибилни инструменти.

Наместо дисконтната стапка, во развиените економии централните банки користат два монетарни инструмента неопходни за контролирање на каматната стапка на пазарот на пари која, пак, влијае врз каматните стапки на комерцијалните банки. Едниот е за одредување горна граница, а другиот за одредување долна граница. Горната граница на каматната стапка на пазарот на пари се контролира преку инструментот расположлив кредит за рефинансирање, додека долната граница преку механизмот за апсорпција.

2.2.2.1. Расположлив кредит за рефинансирање

Во наједноставната форма расположливиот кредит за рефинансирање може да се разбере како дозволено пречекорување, каде што централната банка на сите кредитни институции им дозволува кредитна линија по одредена каматна стапка од која тие можат да повлекуваат средства кога им се потребни. Со намера да претставува горна граница, таквиот расположлив кредит мора да биде така дизајниран што ќе ја задоволи агрегатната побарувачка на банкарскиот сектор по каматна стапка таргетирана од страна на централната банка. Тоа може да се постигне доколку расположливиот кредит е достапен без квантитативни ограничувања.

Во литературата често е разгледувано прашањето за колатералот кој централната банка го бара од банките како покритие за расположливиот кредит. Многумина сметаат дека централната банка како колатерал треба да бара актива која значи побарување од реалниот сектор, но тоа не гарантира дека паричната маса ќе биде доставена до банкарскиот сектор на неинфлаторен начин. Друг пристап е дека не треба да има колатерал, а централната банка да се заштитува од евентуалното пласирање на средствата во несолвентни институции само преку прудентна супервизорска регулатива и контрола врз банките. Во однос на периодот за кој расположливиот кредит е достапен постојат разлики, од кредити на еден ден, една недела, еден месец, или дури и неколку месеци.

2.2.2.2. Механизам за апсорпција

Потребата за овој инструмент, главно, произлегува од обврската за интервенција на централната банка во услови на режим на фиксен девизен курс и режим на раководено флукуирачки девизен курс, каде централната банка најчесто за оперативен таргет го има девизниот курс и настојува да спречи апрецијација на домашната валута. Доколку во такви услови централната банка сака да ја одржи контролата врз каматната стапка на пазарот на пари, таа мора да биде спремна да ја неутрализира експанзијата на паричната маса предизвикана од прилив на странска валута. Ова, во суштина, претставува стерилизирачка интервенција.

Апсорпција е потребна секогаш кога интервенциите на девизниот пазар се толку големи што вкупниот износ на финансирање на банките од страна на централната банка паѓа до нула. Таква ситуација настанува кога банките ја користат ликвидноста која ја стекнале преку континуиран откуп на странска валута од централната банка за да го намалат задолжувањето кај централната банка.

Кога банките во целост ќе ги исплатат заемите, секој нареден откуп на девизни средства од централната банка, кој всушност претставува зголемување на монетарната база, предизвикува притисок на страната на понудата на пазарот на пари и ја придвижува каматната стапка на пазарот на пари под нивото на пасивната каматна стапка на централната банка. Со цел да не изгуби контрола врз каматната стапка на пазарот на пари, на централната банка ѝ е потребен инструмент со кој ќе ја апсорбира ликвидноста од пазарот на пари.

Механизмот за апсорпција мора да биде дизајниран така што ќе им овозможи на банките да инвестираат средства кај централната банка на краток рок по фиксна каматна стапка. Стандардно, рочноста на таквите депозити на банките би била одредена со најава еден ден однапред, што се совпаѓа со рочноста на механизмот за позајмување на централната банка. Каматната стапка што ќе се плаќа на овие средства најчесто е идентична со онаа која централната банка ја плаќа при позајмување. Во таков случај, каматната стапка на пазарот на пари би се контролирала со перфектна прецизност.

2.2.3. Задолжителна резерва

Ова претставува традиционален инструмент на монетарната политика кој постепено ја губи улогата за регулирање на понудата на пари во развиените економии, каде сè поретко, ако и воопшто се користи. Суштината на задолжителната резерва е во тоа што централната банка пропишува колкав процент од депозитите кои ги прибираат деловните банки треба да се чува како нивна резерва кај централната банка. Во однос на тоа на кои депозити се применува задолжителната резерва, најчесто одговорот е дека тоа се сите оние кои ги сочинуваат монетарните агрегати од M1 до M4.

При одредувањето на задолжителната резерва значајно е да се утврди на кој начин банките можат да го задоволат тој критериум. Потребно е да се утврди периодот на држење на резервата, односно, дали таа треба да се одржува на дневна основа или како просек во тек на одреден период, најчесто еден месец. Во однос на прашањето дали се плаќа камата на средствата кои се издвоени како задолжителна резерва се среќаваат различни решенија, од тоа воопшто да се плаќа до плаќање минимална/незначителна камата. Со оглед на ова, овие средства на банките кај централната банка се стерилни и го намалуваат финансискиот капацитет на банките за пласирање повеќе средства во економијата, што воедно е и мотивот на централната банка при воведување задолжителна резерва. Овој инструмент е нефлексибилен и не е препорачливо често менување на стапката на задолжителна резерва.

Кога овој инструмент за првпат беше воведен на почетокот на дваесеттиот век, негова главна функција беше да ја одржи солвентноста на банките²³. Денес, од аспект на монетарната политика, потребата од овој инструмент произлегува од фактот дека тој го прави банкарскиот систем зависен од централната банка, неговата улога во управување со банкарската ликвидност и управувањето со краткорочните каматни стапки, и неговата улога како средство за обезбедување стабилен монетарен мултипликатор.

²³ Види кај Menkhoff (1995 г.: 46). Тој истакнува дека задолжителната резерва исто така претставуваше извор на приход за државата и тоа беше еден од мотивите за воведување.

2.3. Предизвици при имплементирање на монетарната политика

Досега дискутиравме за ценовната стабилност како цел на монетарната политика без притоа истата прецизно да ја дефинираме. Една таква дефиниција е од клучно значење за практичното имплементирање на монетарната политика. Изразот „ценовна стабилност“ би можел да значи дека сите цени во една економија се константни. Во пазарна економија релативните цени се подложни на континуирани корекции како реакција на реалните состојби. Ако се земе дека ценовното ниво во една економија е пондерираниот просек од различните цени на стоки и услуги, тогаш под ценовна стабилност би можело да се разбере стабилност на ценовното ниво. Зголемување на ценовното ниво значи намалување на куповната моќ на парите, односно, со одредена сума пари може да се купат помалку производи од претходно.

Промените на ценовното ниво се изразени со ценовен индекс, а стапката на промена на тој индекс, во суштина, ја претставува стапката на инфлација. Меѓутоа, прашањето кое се наметнува е која мерка (кој индекс) е најпогоден за мерење на стапката на инфлација во една економија? Со аргументот дека целта на економската активност е да се задоволат потрошувачките потреби на населението, една солучија би била користење на индексот на трошоците на живот.

На пример, во ЕУ беше конструиран целосно нов индекс за мерење на инфлацијата во еврозоната. Тоа е претходно споменатиот Хармонизиран индекс на потрошувачки цени (НСИР), кој се базира врз избрана група стоки и услуги кои се идентични низ целата ЕУ. Заради хармонизацијата, националните НСИР се помалку сеопфатна мерка од традиционалните индекси на трошоци на живот во поединечните земји и при пресметка на истите не се користат исти групи на производи и исти пондери, туку тоа го прави ЕУРОСТАТ на ниво на целата Унија.

Од теоретски аспект, можеби е премногу тесна дефиниција вклучувањето само на стоките за потрошувачка во индексот за мерење на инфлација. Така, Ирвинг Фишер (Irving Fisher) прв ја дал идејата во индексот да се вклучат и цените на

хартиите од вредност и цените на недвижностите. Во практика, таков поширок индекс тешко може да се конструира заради достапност на некои елементи како, на пример, потешкотии при пондерирање на тековната потрошувачка и заради големата непредвидливост во движењето на цените на акциите.

Како компромисно решение може да се прифати употребата на дефлаторот на бруто домашниот производ, кој ги вклучува цените на сите стоки произведени од домашни производители, како и цените на стоките за кои постои побарувачка на домашниот пазар. Понов концепт на мерење инфлација е концептот на базична инфлација, кој го користат централни банки чија монетарна политика се базира врз таргетирање на инфлација.

Најчесто, индексот на базична инфлација се добива од индексот на трошоци на живот со одземање на неколку елементи со висока флукуација или сезонски карактер како: цените на храната и енергијата, промените на каматните стапки, промени во зголемувањето на индиректните даноци и примарните ефекти од шокови на страна на понудата. Индексот за базична инфлација е важен индикатор за водење на монетарната политика особено ако овозможува подобро предвидување на идните ценовни движења од индексот на трошоците на живот. Меѓутоа, пошироката јавност тешко го разбира овој индекс и не го смета за релевантен податок за движење на трошоците за живот, па така централните банки често како таргет за инфлација го користат индексот на трошоците на живот.

При оценување на монетарната политика значајно е да се признаат монетарните импликации на фискалните дефицити. На една земја со експанзивна фискална политика, што во превод би значело значителен дефицит на државниот сектор, дури и во услови на потенцијално производство или полна вработеност, ќе ѝ биде потребно финансирање на буџетот, што ќе подразбере или повисоки каматни стапки или побрз монетарен раст, во зависност од тоа како се финансира буџетскиот дефицит. Во вакви услови монетарните власти кои настојуваат да ја редуцираат инфлацијата и да го намалат дефицитот во тековната сметка ќе треба да водат уште порестриктивна монетарна политика отколку што нормално би

било потребно за да ја смират агрегатната побарувачка и да го забават растот на монетарните агрегати.

2.3.1. Таргетирање на ценовното ниво наспроти таргетирање на инфлацијата

Во академските кругови се прави концептуална разлика меѓу таргетирање на ценовното ниво и таргетирање на инфлацијата (Svensson, 1999 г.). Од аспект на алгебарскиот однос меѓу дефинирањето на нивото и неговата стапка на промена не е воочлива разлика меѓу двата пристапа. Целта на постојното ценовно ниво мора секогаш да биде идентична со стапка на инфлација од нула проценти.

Во таков случај се поставува прашање која е причината за правење разлика меѓу ценовно ниво во смисла на константен ценовен индекс и нулта инфлација? Тоа може да се објасни со прифатениот факт дека под таргетот на ценовно ниво се подразбира среднорочна или долгорочна цел, додека се смета дека таргетот за инфлација треба да се оствари во краток период (Edey, 1994 г., стр. 118).

Разликата би можела да се покаже преку едноставен пример. Да претпоставиме дека централната банка би можела да го дефинира својот таргет за стабилизациона монетарна политика на три различни начина:

1. Како стабилно ценовно ниво во следните четири години (таргет на ценовно ниво);
2. Како просечна таргетирана инфлација во следните четири години (повеќегодишен инфлационен таргет);
3. Како годишен инфлационен таргет од 0% (годишен инфлационен таргет).

Доколку, на пример, инфлацијата во првата година изнесува 3%, во случајот на таргетирање на ценовното ниво и повеќегодишен таргет за инфлацијата, ќе биде потребна дефлација во следните три години бидејќи овие концепти не дозволуваат отстапување од основата. Ова е различно од таргетирање на инфлацијата. Ако тоа не се оствари, треба да се промени основата за во следните три години да не биде потребно остварување на дефлација. Оттука, може да се

заклучи дека повеќегодишниот таргет за инфлација е идентичен со таргетот на ценовно ниво²⁴.

Во практиката, ниедна централна банка не објавила некогаш таргет на ценовно ниво или повеќегодишен инфлационен таргет од нулта стапка на инфлација. Повеќето централни банки се стремат кон остварување стапки на инфлација од 1,5% - 2%. Според ова, стриктно таргетирање на ценовното ниво не би било баш најпрактично решение. Како и да е, прашањето за промена на основницата останува и во случаи на таргетирање на стапки на инфлација поголеми од нула.

Искуството од германската Бундес банка покажува дека дури и таа отсекогаш била спремна да ја менува основата на својата монетарна политика. Во периоди на големи шокови на страна на понудата, таа дури и го менувала својот годишен таргет на инфлација нагоре. Сите централни банки кои таргетираат инфлација избегнуваат јасни изјави за нивната спремност за промена на основата, но истото секогаш го имаат предвид и вклучуваат некои клаузули како „непредвидени ситуации“ или „надворешни шокови“.

2.3.2. Транспарентност

Ако одговорноста пред јавноста се смета за главна цел на информативната политика на централната банка, она што е значајно е информацијата која ѝ овозможува на јавноста да оцени ex post или ex ante дали централната банка е способна да ја постигне својата цел. Што се однесува до ex post одговорноста, не постои причина да се претпостави дека централната банка располага со некоја информација која не е достапна на јавноста, со оглед на тоа што податоците од системот за национални сметки се, генерално, достапни за сите. Поинаква е ситуацијата за ex ante одговорноста, која подразбира предвидување на макроекономските индикатори. Во денешно време таквата информација е достапна за сите, бидејќи постојат многу јавни и приватни институции кои редовно објавуваат предвидувања за важните индикатори за голем број земји.

²⁴ Види кај Mervyn King (2000 г., стр. 5): „Таргетот на просечна инфлација е сличен на таргетирањето на ценовното ниво.“

Од оваа перспектива, дебатата за транспарентност на централната банка се чини излишна, бидејќи централната банка може многу малку да скрие од јавноста. Една од значајните информациски предности кои ги има централната банка над јавноста е знаењето за посакуваното движење на краткорочните каматни стапки. Доколку ги разгледаме информациите кои јавно ги објавуваат централните банки во светот со цел да бидат што потранспарентни, ќе забележиме неколку важни карактеристики. Повеќето централни банки сметаат дека објавувањето на стратегијата на монетарната политика која ќе ја применува централната банка има значајна улога во нивната транспарентност. Потоа, објавувањето конкретна таргетирана стапка на инфлација е значајна за ценовната стабилност иако и без ваква информација постои генерален консензус меѓу економистите дека стапка од околу 2% годишна инфлација би била компатибилна со целта.

Кај централните банки кои таргетираат инфлација, објавување на предвидувањата за инфлација е централен елемент на таквата стратегија. Притоа, за процесот на одговорност, предвидувањата на надворешни институции се многу порелевантни и пообјективни од самата централна банка. Многу економисти сметаат дека објавувањето на белешките од состаноците на извршното тело на централната банка претставува значајна информација. Сепак, кога постои таква практика, постои нормална тенденција контроверзните прашања да се дискутираат неформално, надвор од состаноците. Така, на пример, белешките на Банката на Англија, која е позната по ваквата практика на објавување, главно, содржат анализа на движењата во економијата, додека објаснувањата за водената дискусија најчесто се со генерални термини и во општа форма. Во таа насока, тие се разликуваат од месечната изјава за јавноста на претседателот на ЕЦБ, иако и двете информации се од интерес за јавноста бидејќи најчесто даваат некаква информација за идното движење на референтните каматни стапки.

Поврзано со публикувањето на белешките е објавувањето на начинот на гласање на поединечните членови. Ваквата информација во наднационални институции како што е, на пример, ЕЦБ може да биде ризична и да изложи одредени членови на политички притисок во сопствените земји, особено доколку економската ситуација во земјата е различна од онаа во целата евро-зона.

Конечно, поголемата транспарентност, а со тоа и одговорност за остварување на таргетите како, на пример, кај Банката на Англија, не значи и подобри резултати од, да речеме, Системот на федерални резерви или ЕЦБ кои делат со јавноста само дел од сите можни достапни комуникациски средства. Месечните, кварталните и годишните извештаи на централните банки се повеќе описни и не ги елаборираат причините за отстапување од таргетите, а честопати таргетите се менуваат повеќепати во текот на една година во зависност од движењата во економијата.

2.3.3. Стратегии за монетарна политика ориентирана кон стабилизација

Во настојувањето да се оствари стабилност на цените централните банки не употребуваат унифицирана монетарна стратегија. Имено, во зависност од институционалните, структурните и други карактеристики на економиите, можни се четири различни концепта за реализација на монетарната стратегија: а) стратегија на монетарно таргетирање; б) стратегија на таргетирање на девизниот курс; в) стратегија на валутен одбор; и г) стратегија на директно таргетирање на инфлацијата. Покрај овие, од теоретски аспект може да се применува и стратегија на таргетирање на каматните стапки.

Изборот на монетарна стратегија, пред сè, претставува емпириско, а не теоретско прашање. Истовремено, на избраниот концепт на монетарно управување треба да се гледа како на динамичка категорија, која се менува во зависност од успешноста на постоечката стратегија и од можностите некој друг концепт да овозможи поефикасно остварување на крајните макроекономски цели. Како најзначајни критериуми за избор на монетарна стратегија низ досегашната практика се исфилтрирале следниве: стабилноста на побарувачката за пари, отвореноста на економијата, целите на макроекономската политика на краток и долг рок, еластичноста на цените во однос на производството, еластичноста на платите и друго.

Вредно е да се напомене дека различни земји применуваат различен пристап во водењето на монетарната политика. И додека некои традиционално вршат

таргетирање на каматните стапки, други таргетираат различни монетарни агрегати, а некои како САД, во различни временски периоди ги применувале и двата пристапа. Од поодамна, одреден број на развиени земји, како Канада, Нов Зеланд, Шпанија и Велика Британија преминаа кон таргетирање на инфлацијата како пристап за водење монетарна политика. Таквиот пристап подоцна го следеа и голем број земји во развој. Овој пристап користи палета специфични техники за постигнување на објавените таргети за стапката на инфлација.

2.4. Потреба и принципи за утврдување таргети

Искуството од изминативе педесет години покажало дека со практичните мерки на монетарната политика е невозможно да се дефинира ценовната стабилност како константен ценовен индекс. Дури и во земјите каде централната банка ужива голем кредибилитет и независност, индексот на трошоците на живот се зголемил надвор од границите на посакуваните вредности. На пример, просечната стапка на инфлација во Германија во периодот 1950 - 1998 година (последната година кога Бундес банката беше одговорна за спроведување на монетарната политика пред создавањето на Европската централна банка) изнесуваше 2,9%. Исто така, гувернерот на Банката на Англија во последнава деценија во неколку наврати беше принуден да пишува писмо до премиерот, што според регулативата е обврзан во случаи кога нема да се постигне таргетираната инфлација.

Сè до 90-те години од минатиот век дизајнирањето на монетарната политика вообичаено се концентрираше на растот на паричната маса. Централните банки најчесто како таргет го избираа номиналниот раст на паричната маса на среден рок. За монетарната политика на краток рок се сметаше дека претставува само девијација на номиналниот раст на паричната маса од среднорочниот таргет. Во минатата декада ваквата поставеност еволуираше и повеќето централни банки го заменија својот таргет со нов, таргетирање на стапката на инфлација. Во однос на размислувањата за монетарната политика на краток рок, сега се размислува за движењата на номиналните каматни стапки наместо за движењето на стапката на номинален раст на паричната маса.

Во текот на 90-те години монетарната политика во САД и во останатите развиени земји обично се водеше на следниов начин. Централната банка избираше таргетирана стапка на раст на номиналната парична маса што кореспондираше со стапката на инфлација која се сакаше да се постигне на среден рок. На пример, доколку таа сакаше да постигне стапка на инфлација од 4%, а номиналната стапка на раст на производството (стапката на раст имплицирана од стапката на технолошки прогрес и стапката на раст на населението) беше 3%, централната банка избираше таргетирана стапка на раст на паричната маса од 7%.

На краток рок, централната банка дозволуваше отстапувања на номиналниот раст на паричната маса од таргетираниот. На пример, доколку економијата се наоѓаше во рецесија, централната банка ја зголемуваше стапката на номинален раст на паричната маса над таргетираната вредност за да овозможи пад на каматните стапки и побрзо закрепнување на производството. Во услови на експанзија, таа го правеше спротивното за да го забави растот на производството.

За да ја информира јавноста што се сака да се постигне како на среден така и на краток рок, централната банка го објавуваше својот таргет за номинален раст на паричната маса како опсег од две вредности. Понекогаш опсегот беше презентираан како обврска на централната банка, додека во некои случаи тоа беше објавувано само како проекција, но не и како обврска.

Дизајнирањето на монетарната политика како таргет за номинален раст на паричната маса се темели на претпоставката дека на среден рок постои тесна врска меѓу инфлацијата и номиналниот раст на паричната маса. Проблемот со овој пристап е во тоа што во практиката таа релација не е толку цврста. Доколку номиналниот раст на паричната маса е голем, инфлацијата ќе биде висока, и обратно. Но, се покажало дека релацијата не е цврста до таа мерка што со избирање на стапката на номинален раст на паричната маса централната банка би можела прецизно да ја постигне посакуваната стапка на инфлација, дури и на среден рок.

Зошто релацијата меѓу растот на M1 и инфлацијата не е поцврста? Тоа е заради промените во побарувачката за пари. Да претпоставиме дека како резултат на воведување на кредитни картички луѓето се одлучуваат да држат кај себе половина од износот кој претходно го држеле; со други зборови реалната побарувачка за пари се намалила за половина. На среден рок, реалната парична маса мора исто така да се намали за половина. За дадено номинално ниво на парична маса, ценовното ниво мора двојно да се зголеми. Дури и во случај ако номиналната парична маса остане константна, сепак ќе се појави период на инфлација заради двојното зголемување на ценовното ниво. Во тек на тој период, не постои цврста врска меѓу номиналниот раст на паричната маса (кој е нула) и инфлацијата (која е позитивна).²⁵

Честите и големи промени на побарувачката за пари создаваат сериозни проблеми за централните банки. Тие се наоѓаат во ситуација да се обидуваат да одржат стабилен таргет за раст на паричната маса и истовремено да го задржат објавениот опсег (со цел задржување на кредибилитетот), или да се прилагодат на промените во побарувачката на пари (со цел стабилизација на производството на краток рок и инфлацијата на среден рок). Токму затоа доаѓа до промена на начинот на водење на монетарната политика и заменување на монетарниот таргет со таргет на инфлацијата и користење на каматните стапки.

2.4.1. Интермедијарни таргети на монетарната политика

Во некои случаи централната банка тешко ја контролира крајната цел директно и тогаш се користат интермедијарни таргети врз кои се влијае со оперативниот таргет. Со оглед на временското заостанување меѓу промената на оперативниот таргет и неговите ефекти врз крајната цел, може да се случи централната банка ненавремено да реагира врз крајниот таргет со инструментите кои ѝ стојат на располагање. Решение за ваквите проблеми е индиректно влијание врз крајната цел преку интермедијарниот таргет. Општо прифатено е дека при изборот на интермедијарен таргет треба да се внимава на два критериума: 1. да може лесно да се контролира со оперативниот таргет; 2. мора да постои тесна врска меѓу

²⁵ Bofinger P.(2001), Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments.

интермедијарниот таргет и крајната цел, односно, интермедијарниот таргет мора да овозможува добра проценка на крајната цел.

Исто така, многу е значајно интермедијарниот таргет да може да се мери прецизно без значајно временско задоцнување. Интермедијарен таргет кој ги исполнува горенаведените критериуми, исто така ѝ служи на монетарната политика како значаен водечки индикатор за монетарниот импулс. Тој, исто така, може да се користи и како индикатор за политиката бидејќи е контролиран од монетарната политика и со тоа ги отсликува намерите на централната банка.

Одлуката кои агрегати може да се земат како интермедијарни таргети ќе зависи од тоа каква стратегија применува централната банка. Сепак, се смета дека централната банка како интермедијарен таргет може да користи еден од следниве: монетарен агрегат како што се M1, M2 или M4, девизниот курс, и проекција на инфлацијата или инфлаторните очекувања. Доколку условите не овозможуваат централната банка да користи интермедијарен таргет, тогаш таа треба се насочи кон директно контролирање на крајната цел.

2.5. Правила наспроти дискрециона монетарна политика

Дискусијата за изборот на оптимална институционална поставеност на монетарната политика најчесто започнува со традиционалната дебата околу тоа колку таа да биде самостојна во носењето дискрециони одлуки или да биде ограничена во одредена мерка со правила однадвор. Ваквите дискусии датираат уште од 19-от век кога приврзаниците на Банкарската школа и оние на Валутната школа дебатираше при конституирањето на Банката на Англија за нејзините интервенции. Приврзаниците на првата школа аргументираше дека издавањето хартиени пари треба да биде врзано со резервите од злато на централната банка додека оние на втората сметаа дека и без стриктно правило понудата на хартиени пари ќе биде компатибилна со макроекономската стабилност.

Пример за закон кој овозможува голема дискреција на монетарната политика е Актот на Системот на федерални резерви на САД. Тој наведува неколку

макроекономски таргети и остава членовите на Бордот на гувернери да одлучуваат дискреционо за значењето на одредени таргети и да одлучат за конкретна стратегија.

Традиционалните аргументи за воведување монетарни правила многу концизно се елаборирани од Henry Simons и германскиот економист Walter Eucken на следниов начин: „искуството покажува дека дискрецијата им дава одвртани раце на одговорните за монетарната политика и имплицитно им доделува поголеми моќи од генерално оправданите. Недостатокот од знаење, слабост при притисок од јавното мислење или од засегнати групи и лоши теории може да влијаат врз нивните одлуки и да претставуваат значајна препрека за остварување на задачите поставени пред нив. Особено сега постои сериозен ризик дека несоодветно структурирана монетарна конституција може да биде предизвикувач на инфлација.”²⁶

Подоцна Blinder (1987 г., стр. 400) истакнува две значајни претпоставки од горната изјава кои ја истакнуваат потребата од наметнување правила:

- 1) Централната банка може со своите дискрециони мерки да не ги оствари макроекономските таргети на задоволителен начин;
- 2) Дури и ако централната банка ја управува економијата перфектно, таа не може да донесува одлуки кои се во прилог на економската благосостојба на сите. Наместо тоа, мора да се претпостави дека таа при носењето одлуки ќе биде под влијание на одредени групи кои се во подобра позиција од други да влијаат врз политичките процеси во земјата.

Со оглед на овие аргументи, повеќе од јасно е дека во таква институционална поставеност мора да бидат задоволени некои критериуми:

- 1) Правилата мора да бидат едноставни. Тие мора да бидат лесно разбирливи за креаторите на законската легислатива, кои треба да ги преточат во закон.
- 2) Правилата мора да бидат стабилни, односно да бидат поставени така што ќе траат долго време. Честото менување бара доста време од парламентот и не ретко менувањето може да не се случи навреме.

²⁶ Walter Eucken 1952 г., стр. 257.

3) Неизвесноста околу процесот на трансмисија бара правилата во исто време да бидат доволно флексибилни за да се прилагодат на евентуални шокови.

Многумина денес се согласуваат дека централните банки не можат да дејствуваат комплетно според нивната дискреција. Некакви насоки или правила се суштински за добро водена политика, а дејствувањето без правила може да предизвика негативни последици. Ваквиот консензус произлегол од долгата дебата меѓу економистите за релативните предности на правилата наспроти дискреционите одлуки при водењето на монетарната политика.

Сепак, сè уште постои несогласување дали правилата и дискреционите одлуки се взаемно исклучиви. Како екстреман случај, под правило може да се подразбере претходно утврдена политика, независна од современите случувања, која не дозволува ниту пак бара проценка или дискрециона одлука со тек на време. Пример за вакво правило, односно политика, би бил предлогот на Milton Friedman за постојан раст на паричната маса. Секое отстапување од вака дефинираната политика би се сметало за дискрециона политика. Од друга страна, Ralph Bryant и други (1993 г.) ја даваат можеби најшироката интерпретација на правило: тие велат дека *свие* монетарни режими може да се опишат како систем од правила - дури и оние со дискрециони елементи.

Сепак, дистинкцијата меѓу правилата и дискрецијата најверојатно се наоѓа меѓу овие два екстрема. Кај стриктната интерпретација на Friedman не постои човечка интервенција, што е невозможно и многу ретко видено. Bennet McCallum, приврзаник на концептот монетарна политика базирана на правила вели: „...дури и најгласните промотори на водење на монетарната политика со правила не сметаат дека централната банка би го препуштила изборот на инструменти на калкулатор или компјутер.“

Дури и при дискрециски режим, централната банка има поставени цели на политиката и не ја спроведува истата случајно. Сепак, при дискрецискиот режим, иако носителите на политиката имаат поставени цели, тие функционираат од период за период. Одлуките се носат врз база на тековните случувања додека минатите случувања се третираат како нерелевантно минато. Наспроти ова, за

еден режим да се состои од правила носителите на политиката мора да имаат долгорочна визија. McCallum ова го нарекува „безвременска перспектива“ според која се води монетарната политика, како да не се познати тековните макроекономски состојби и како оптимизацијата да е направена во далечното минато.

Според приврзаниците на правилата, главната предност на „безвременската перспектива“ би била во спречување на носителите на политиките од отстапување од социјалниот оптимум - непотребно зголемување на инфлација и монетарна нестабилност - со цел постигнување на краткорочна цел.

Како и да е, дури и при постоење на целна функција и долгорочно правило нема гаранција дека монетарната власт ќе води социјално оптимална политика. Како што истакнуваат Barro и Gordon во 1983 година, дали монетарната власт ќе води социјално оптимална политика зависи како од прецизно дефинирање на целната функција така и од одредени претпоставки за однесувањето на пазарните учесници. Во случајот кој го разработуваат Barro и Gordon властите експлицитно настојуваат да ја намалат невработеноста под нејзината природна стапка. Рационално, пазарните учесници ќе го инкорпорираат тоа во своите очекувања. Соодветно, инфлацијата ќе ја надмине социјално оптималната стапка.

Според Mohsin Khan традиционално економистите се фокусираат на два вида правила:

- Правила за раст на паричната маса (кои ги застапува McCallum), всушност, се продолжување на предлогот на Friedman, но се проширени со вклучување на елементи за повратни информации како начин за коригирање на грешките од минатото или за постепено прилагодување кон постојаните промени во брзината.
- Правила на каматните стапки (кои ги застапува Taylor) кои исто така вклучуваат елементи за повратни информации: централната банка ги зголемува каматните стапки кога очекуваната инфлација расте, но исто така и ги намалува кога невработеноста се зголемила над посакуваното ниво.

Кои од овие две правила би биле поуспешни во ограничување на инфлацијата, спречување на непотребни флукуации во деловниот циклус, или поттикнување на растот на долг рок сè уште е нејасно. Од неодамна, во економската мисла се прифати дека правила може да се применат и врз таргети како и врз инструменти на монетарната политика. Пример за правила при таргети се режими на управување со девизниот курс и во поново време особено стратегиите на таргетирање инфлација.²⁷

Конечно, многумина денес се согласуваат дека кој било режим кој се базира врз правила дозволува одредена доза дискреција. Така, на пример, Ben Bernanke, Претседателот на Бордот на гувернери на Системот на федерални резерви на САД ја отфрла идејата дека правилата и дискрецијата се дијаметрално спротивни. Наместо тоа, тој смета дека правилата и дискрецијата може да се надополнуваат меѓусебе. Колку подобро се дефинирани правилата толку поефективно и правно издржано може да се применат дискреционите политики кога за тоа има потреба.

2.6. Монетарната политика и алокација на средствата

Во овој дел од трудот ќе дискутираме за микроекономските аспекти од монетарната политика при дистрибуција на доходот. Видовме порано дека начинот на водење на монетарната политика влијае врз алокација на ресурсите, но она што е значајно е распределбата на агрегатниот доход меѓу различни групи и сектори од економијата. На пример, доколку намалувањето на доходот кое настанало како резултат на рестриктивна монетарна политика би било концентрирано, да речеме, врз пензионираниите лица, тогаш легитимно е да се преиспита дали таквата монетарна политика да се користи како алатка за стабилизација. Клучното прашање овде е дали промената на доходот која настанува со промена (олабавување или затегање) на монетарната политика е дистрибуирана низ економијата на прифатлив начин.

²⁷ Mohsin S. Khan (2003 г.), "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy"; Презентирано на RBI/IGIDR Fifth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy, Mumbai, India.

2.6.1. Монетарната политика и каматните стапки

Најчесто поплаките за нарушувачките ефекти на монетарната политика и за несоодветно распределениот товар врз одредени сектори или групи се однесуваат на влијанието на високите и растечки каматни стапки. Зголемување на стапката на раст на паричната маса значи намалени каматни стапки на краток рок, но по одредено време номиналните каматни стапки повторно почнуваат да растат. Сепак, иако високата стапка на раст на паричната маса не ја намалува номиналната каматна стапка на долг рок, таа успева во тек на долг период во просек да ја намалува реалната каматна стапка, иако по цена на зголемена инфлација.

Постојат неколку начини кои овозможуваат дури и номиналната каматна стапка да се задржи на ниско ниво. Прво, иако монетарната политика тоа не може сама да го постигне, истото може да се постигне со комбинација на монетарната со фискалната политика. Тоа е случај кога централната банка ја зголемува стапката на раст на паричната маса, а истовремено државата остварува фискален суфицит доволно голем за да спречи зголемување на номиналната каматна стапка. Причината за буџетскиот суфицит е тоа што еден сектор од економијата кој претходно вообичаено позајмуваше средства сега веќе не го прави тоа, туку го редуцира заостанатиот долг. Оттука, основните фактори на понуда и побарувачка кои ја детерминираа каматната стапка се променети.

Второ, многу од проблемите кои настануваат заради растриктивна монетарна политика не се резултат на високи каматни стапки туку на брзорастечки каматни стапки, бидејќи најчесто економските субјекти можат да се прилагодат на постојано растечки номинални каматни стапки, но не можат толку брзо да се прилагодат на неочекувани големи пораста на каматните стапки. Некои ја наоѓаат вината за наглиите рапидни зголемувања на каматните стапки кај централната банка како спроведувач на монетарната политика, која откако дозволила паричната маса да расте неконтролирано, нагло го прекинува тој раст со драстични мерки кои имаат за цел да ја зауздаат инфлацијата која во меѓувреме се зголемила. Доколку централната банка го контролира растот на паричната маса и го држи во согласност со целите за нивото на инфлација, би се

избегнале ситуации на нагло менување на каматните стапки, кое има дестабилизирачки ефекти врз реалниот сектор од економијата.

Трето, дури и во случај конвенционалната монетарна политика да не може комплетно да ги избегне наглите остри промени на каматните стапки, постои неконвенционална монетарна политика која, во најмала рака, може тоа да го ублажи. Тоа е систем на кредитна алокација која ги држи каматните стапки ниски преку отстранување некои потенцијални позајмувачи од пазарот. Тоа, пред сè, значи пазарно, а во никој случај административно отстранување на тие позајмувачи и се однесува на позајмувачи кои бараат кредити по секоја (висока) цена, а во суштина однапред знаат дека нема да го исплатуваат кредитот. Тоа ја зголемува ризичноста на пласманите на финансиските институции која како премија се надоградува во каматните стапки.

2.6.2. Кредитна алокација

Кредитната алокација може да се врши на неколку начини. Исто така, таа може да биде перманентна или привремена - само во случај на невообичаено високи номинални каматни стапки. Во првиот случај, целта на кредитната алокација е да распредели повеќе кредити во оние сектори каде инвестициите носат поголеми приноси, додека во вториот случај нејзината основна цел е да ги неутрализира дискриминирачките ефекти од рестриктивна монетарна политика.

Еден од начините на примена на кредитната алокација е преку определување долна граница за одредени видови кредити или горна граница за други.

Алтернативно, наместо поставување ригидни граници, банките може да бидат стимулирани да ги зголемат „вистинските“ видови кредити. Ова може да се постигне преку одобрување кредити на деловните банки врз база на нивната издвоена задолжителна резерва со цел зголемување на банкарските кредити за посакуваните намени. Наспроти тоа, доколку банките одобруваат кредити на одредени сектори или групи за кои монетарната власт смета дека не треба да бидат одобрувани во толкав обем, тогаш таа може да ја зголеми задолжителната резерва за таквите видови кредити.

Друг систем на кредитна алокација е оној во кој државата детерминира кои приоритетни сектори колку кредити ќе добиваат. Аргументот на поборниците на ваквото гледиште е дека државата ја има предвид социјалната корисност при кредитната алокација, за разлика од банкарите кои се заинтересирани само за остварување профит. Доколку ваквата алокација се спроведува онака како што треба, таа спречува товарот од рестриктивна монетарна политика да падне диспропорционално врз одредени сектори. Меѓутоа, доколку не се спроведува принципиелно, ваквата кредитна алокација се претвора во алатка на моќните политички структури да го зголемат својот дел од колачот при добивање кредити и да ја намалат каматната стапка која ќе ја плаќаат на кредитите, за сметка на некои други групи или сектори.

Но постојат силни аргументи против кредитната алокација. Најпрво, не е сосема јасно дека одлуките на државата за тоа каде треба да се насочат кредитите се подобри од одлуките на пазарот. Во принцип, тие би требало да бидат подобри со оглед на тоа што владата може да ги земе предвид сите надворешни влијанија кои приватниот пазар ги игнорира. Во практиката, различни групи може да ги наметнат своите преференции кај владата и неправедно кредитната алокација да биде повеќе насочена кон нив. Политичката моќ може да влијае врз пристапот кон капитал. Најчесто предлозите за ваков начин на кредитна алокација се мотивирани од побудите за субвенционирање на одреден сектор или одредени групи. Во таков случај неминовно доаѓа до нарушување на алокацијата на ресурсите и со оглед на тоа што најчесто тешко се утврдува колкави се ефектите на нарушување од таквата монетарна политика, може да се применат неутрализирачки мерки кои, пак, ќе ја нарушат алокацијата во спротивна насока.

Понатаму, иако системот на кредитна алокација би можел да има некои ефекти на краток рок, тој на долг рок е неефикасен. Така, доколку банките и останатите финансиски институции се принудени да одобруваат кредити кои се помалку профитабилни, а повеќе ризични, тие би ја намалиле пасивната каматна стапка која ја плаќаат на депозитите. Во таков случај штедачите би се свртеле кон други вложувања на своите средства. Воедно, би се појавиле и други институции на пазарот кои би делувале како посредници. Во некои случаи таквите се слабо контролирани или воопшто не се контролирани како ја вршат својата работа.

Исто така, и кредитобарателите кои уживаат субвенционирани кредити може да го изиграат таквиот систем на кредитна алокација со тоа што, на пример, ќе подигаат повисоки кредити за одредени намени од она што им е потребно, а воедно ќе ги користат своите заштеди за купување хартии од вредност или за вложување во други инструменти.

На долг рок, не може да се контролира кредитната алокација преку контролирање на изборот на портфолиото на финансиските посредници. Велика Британија применуваше такви контроли врз банкарските кредити во 50-те и 60-те години од минатиот век, но со појавата и растот на небанкарските финансиски институции увиде дека таквиот инструмент е неефикасен.

Кредитната алокација ја намалува ефикасноста на финансискиот систем. Новите институции кои се појавуваат како резултат на избегнување на ваквата регулатива се најчесто помалку ефикасни од веќе постоечките. Ефикасноста, исто така, се намалува со пад на интермедијацијата под нејзиното оптимално ниво. Доколку финансиските институции не можат да ги инвестираат средствата на штедачите на најпрофитабилен начин, тогаш овие немаат мотив да ги пласираат средствата кај нив и преземаат други активности.

2.6.3. Влијание врз финансиските пазари

Финансиските пазари се секторот кој прв и најдиректно е под влијание на монетарната политика. Менувањето на каматните стапки, управувањето со девизните резерви, управувањето со ликвидноста, како и менувањето на други инструменти на монетарната политика предизвикуваат реакција на финансиските пазари. Меѓутоа, она што ги вознемирува финансиските пазари не се високите каматни стапки туку рапидно растечките каматни стапки. Финансиските институции истовремено земаат и даваат средства на заем и доколку каматните стапки се високи тие истовремено заработуваат повеќе, но и плаќаат повеќе на средствата што ги позајмиле. Сериозни проблеми најчесто настануваат доколку се појави рапиден ненадеен пораст на номиналните каматни стапки²⁸. Како што

²⁸ Она што е релевантно за финансиските институции е номиналната наместо реалната каматна стапка со оглед на тоа што нивната актива и пасива се деноминирани во номинални вредности. Да претпоставиме, на пример, дека инфлацијата се зголемила од 10 на 15 %. Во ваков случај нето

видовме и претходно, рапиден пораст на каматните стапки доаѓа во случај кога растот на паричната маса е премногу голем, доаѓа до прегревање на економијата и постепен пораст на инфлацијата, па централната банка со рестриктивна монетарна политика треба да го запре тоа.

Порастот на каматните стапки предизвикува остар пад на цените на долгорочните хартии од вредност. Оттука, финансиските и нефинансиските институции кои вложиле во такви хартии од вредност може да се соочат со фактот дека вредноста на активата која ја поседуваат нагло опаднала. Тоа не само што ја намалува нивната ликвидност туку дури и ја загрозува нивната солвентност, воедно претворајќи ги во субјекти со не толку добар кредитен ризик. Некои од компаниите можеби сметале на континуирано позајмување, кое во овој случај веќе е отежнато, а тоа од друга страна влијае и врз нивните кредитори.

Колку повеќе компании, кои заради наглото зголемување на каматните стапки почувствувале потешкотии, толку повеќе субјектите кои претходно давале средства на заем се загрижени за својата ликвидност и значително ја ограничуваат таквата активност. Фирмите, кои сега потешко позајмуваат средства, во напор да ја сочуваат својата ликвидност ги ограничуваат набавките и инвестициската потрошувачка, што доведува до рецесија во економијата.

Исто така, покрај непосредното влијание врз финансиските пазари, монетарната политика влијае и посредно, преку својата транспарентност, интегритет и доследност. При често и нагло менување на каматните стапки, економските субјекти во обид да се прилагодат наоѓаат начини за економизирање со нивните готовински биланси, што на долг рок ја намалува нивната ликвидност и ја зголемува опасноста од потенцијални финансиски паники и кризи.

Од исклучително значење за финансиските пазари е стабилноста и предвидливоста на монетарната политика. Стабилноста не подразбира статус

богатството на една банка останува непроменето бидејќи опаѓа реалната вредност на двете страни од билансот. Спротивно, во случајот на една производствена компанија, која по дефиниција е нето позајмувач на средства, во случај на пораст на инфлацијата, односно пад на реалните каматни стапки, има бенефит бидејќи реалната вредност на нејзината актива останува иста, а се намалува реалната вредност на нејзините обврски.

кво, туку менување на политиките во очекувани размери и сценарија, кои ќе ги креираат и очекувањата на играчите на финансиските пазари. Познато е дека во развиените економии со висока доверба во монетарната власт дури и најмала изјава или информација од централната банка се одразува на финансиските пазари.

2.6.4. Влијание врз потрошувачката и инвестициите

Приватниот сектор во една економија во глобала е сочинет од два сегмента - потрошувачка и инвестиции. Меѓу економистите неспорен е фактот дека монетарната политика влијае врз потрошувачката и инвестициите. Сепак, промената на каматните стапки влијае многу повеќе и подиректно врз инвестициите. Емпириските анализи покажуваат дека со промена на каматните стапки нагоре малку е веројатно дека потрошувачката ќе се намали во ист размер како и инвестициите. Инвестициската потрошувачка, односно вложувањето во нови погони, опрема и залихи, директно зависи од каматната стапка и општо познато е дека пониските каматни стапки охрабруваат поголема инвестициска активност и обратно.

Кои се алтернативите на рестриктивна монетарна политика со цел да не се дејствува контракциски врз инвестицискиот циклус? Еден начин е намалување на јавните расходи, или зголемување на јавните приходи, односно, активно делување со фискалната политика. Впрочем, целта на монетарната политика е ценовната стабилност и во одредени периоди неопходна е порестриктивна монетарна политика за да се спречи растот на инфлацијата која, исто така, од своја страна ги обесхрабрува инвеститорите.

Голем број економисти ја критикуваат употребата на рестриктивна монетарна политика која ги обесхрабрува инвестициите, а ја поддржуваат употребата на рестриктивна фискална политика. Нивниот аргумент е дека најчесто се посегнува по рестриктивна монетарна политика кога се појавува зголемена побарувачка, а притоа малку се ограничува јавната потрошувачка, додека при потреба од зголемување на побарувачката најчесто се користи експанзивна фискална политика. Таквата политика ги намалува инвестициите, наспроти следењето

доследни политики, кои подразбираат користење или на монетарната или на фискалната политика при двата случаја.

2.6.5. Влијание врз распределба на доходот

Монетарната политика преку инструментот каматна стапка влијае посредно и врз дистрибуцијата на доходот во економијата. Притоа, аргументирано е дека порастот на реалната каматна стапка ја прави дистрибуцијата на доходот нееднаква. Понатаму, да го дообјасниме овој аргумент.

Навидум високата номинална каматна стапка, а не реалната каматна стапка, е релевантна за дистрибуција на доходот. Меѓутоа, на зголемувањето на каматната стапка не треба да се гледа изолирано, туку треба да се согледаат алтернативите. Доколку едена алтернатива е да се дозволи натамошно зголемување на инфлацијата, тогаш треба да се постави прашањето како се одразува таквата инфлација врз одредени нискодоходовни слоеви од населението. Значи, изборот е меѓу рестриктивна монетарна политика која ќе го спречи ширењето на инфлација и натамошно зголемување на инфлацијата до неконтролирани размери. Применувањето рестриктивна монетарна политика на краток рок ја прави дистрибуцијата на доходот нееднаква. Но, кога и да е, реалните каматни стапки ќе треба да се зголемат доколку се сака да се спречи натамошно зголемување на инфлацијата. Доколку наместо инфлација, алтернатива на рестриктивна монетарна политика е порестриктивна фискална политика, во тој случај распределбата на доходот многу ќе зависи каква фискална политика се имплементира.

Обидот да се држат реалните каматни стапки ниски не е најефикасен начин за постигнување порамномерна распределба на доходот. Наместо тоа, прогресивен систем на оданочување може да го направи тоа многу поефикасно. И доколку носителите на политиките одлучат да ја намалат нееднаквоста во распределбата на доходот во економијата преку држење ниски реални каматни стапки, тоа сепак не значи дека во одредени периоди монетарната политика нема да биде рестриктивна. Она за што треба да се води сметка е распределбата на доходот да биде што е можно порамномерна на подолг рок, а не тоа да се настојува да се

постигне секоја година. Оттука, реалните каматни стапки во просек на долг рок може да бидат ниски, но во некои години тие ќе се зголемуваат за потребите на затегање на монетарната политика.

Понатаму, треба да се внимава и на ефектите од дистрибуцијата на доходот во рамките на различните доходовни групи. Така, на пример, растечките номинални каматни стапки ги намалуваат цените на хартиите од вредност, што ги погодува нивните продавачи, а профитираат купувачите. Исто така, растечките каматни стапки го отежнуваат продавањето недвижности бидејќи ги намалуваат нивните цени. Оние што мора да ги продадат недвижностите во години кога каматните стапки се високи, губат. Оттука, промените во каматните стапки можат до доведат до значајна прераспределба на богатството и во рамките на една доходовна група.

2.7. Критериуми за оценка на ефикасноста на монетарната политика во алокација на средствата

За да се оцени влијанието на монетарната политика врз алокацијата на ресурсите во економијата најпрво треба да се дефинира што претставува посакувана алокација. Доколку се води рестриктивна монетарна политика од која се очекува ефикасно да ја намали агрегатната побарувачка, тогаш е очигледно дека некои сектори од економијата мора да изгубат дел од ресурсите. Како да се донесе одлука кои сектори да жртвуваат ресурси?

Еден од можните критериуми, кој е многу популарен, е дека рестриктивната монетарната политика треба да ги скрати ресурсите приближно пропорционално во сите сектори. На пример, доколку реалната агрегатна побарувачка треба да се намали за еден процент тогаш секој сектор треба да се откаже од еден процент од ресурсите кои моментално ги користи. Но, ваквиот критериум има голем недостаток, бидејќи сите сектори не ги користат подеднакво ефикасно сите ресурси кои ги имаат на располагање. Така, на пример, во секторот домаќинства, доколку едно домаќинство одлучи да ги намали своите трошоци за 10%, тоа не значи дека тоа ќе ги намали сите свои трошоци за 10% проценти. Најверојатно домаќинството повеќе ќе ги намали трошоците за патувања од трошоците за

исхрана. Оттука, критериумот за пропорционалност е неупотреблив бидејќи нема никакво значење кога се има предвид економската благосостојба.

Постои друг критериум, релевантен за економската благосостојба, кој се потпира врз две клучни претпоставки. Првата е дека најдобрата можна алокација на ресурсите ја врши конкурентен пазар. Ова е прилично смела претпоставка со оглед на тоа што дистрибуцијата на доходот е дел од алокацијата на ресурсите. За да се направи претпоставката поприфатлива и пореалистична, треба да се претпостави дека монетарната политика нема значителен ефект врз дистрибуцијата на доходот. Втората претпоставка е дека економијата е блиску до нивото на конкурентен пазар. Доколку се прифатат овие две големи претпоставки тогаш може да се дозволи пазарниот механизам да одлучи кои сектори треба да се откажат од користење одредени свои ресурси со цел агрегатната побарувачка да се намали за да се избегне раст на инфлацијата. Едноставно се дозволува каматните стапки да растат. Притоа, секој сектор одлучува од кои ресурси ќе се откаже преку споредување на маргиналната продуктивност на неговите ресурси со повисоката каматна стапка.

Каматната стапка, во суштина, е цена, и како што се зголемува цената, различните сектори ќе се откажат од користење на оние ресурси од кои имаат најмала корист. Да претпоставиме, на пример, дека треба да се намали користењето на нафтата. Ако ова се направи така што ќе се дозволи цената на нафтата да порасне, тогаш луѓето ќе го намалат користењето на нафтата сè додека маргиналната корист од нафта за нив е еднаква на новата повисока цена. Притоа, се претпоставува дека маргиналната продуктивност на нафтата е еднаква насекаде. Соодветно, зошто да не се користи зголемувањето на каматните стапки за алокација на ресурсите на овој начин.

Ваквиот принцип на влијание на монетарната политика врз алокација на ресурсите на начин кој е детерминиран од постоење конкурентен пазар имплицира дека не треба да постојат грижи околу алокациските ефекти на монетарната политика бидејќи растечките каматни стапки ќе ги повлечат ресурсите од оние сектори каде тие се најмалку искористени. Всушност, приврзаниците на монетаристичкиот пристап истакнуваат дека една од

најголемите предности на монетарната политика е токму овозможувањето пазарните сили да вршат алокација на ресурсите, наместо тоа да се прави со политички сили. Тие истакнуваат дека монетарната политика во ваков случај е неутрална. Спротивно, фискалната политика генерално не е неутрална со тоа што се зголемуваат одредени даноци или се скратуваат одредени категории буџетски расходи.

Но „неутралноста“ не значи дека е секогаш добра бидејќи, да потсетиме, за таа да се оствари треба да се исполнат двете големи претпоставки, а тоа не е секогаш така. Прво, не е потполна вистина дека дури и целосно конкурентен (перфектен) пазар прави оптимална алокација на ресурсите и доходот. На пример, не се земени предвид надворешните влијанија, а дистрибуцијата на доходот која се случува при конкурентен пазар не значи дека кореспондира со разбирањето на сите субјекти за тоа што претставува фер и соодветна дистрибуција. Второ, најчесто во економијата нема перфектен пазар, а платите и цените не се многу флексибилни.

Постојат два вида критики врз монетарната политика. Едниот се фокусира на фактот дека пазарите, особено кредитниот пазар, не се перфектно конкурентни и потврдува дека заради тоа монетарната политика не е неутрална. Одредени сектори треба да се откажат од одредени ресурси не заради тоа што не се спремни да платат конкурентна (пазарна) цена за нив, туку затоа што распределбата на кредитите е рационализирана. Втората критика е дека социјалните трошоци и бенефициите од одредени активности се разликуваат од приватните трошоци и бенефициите кои пазарот ги користи како сигнали.

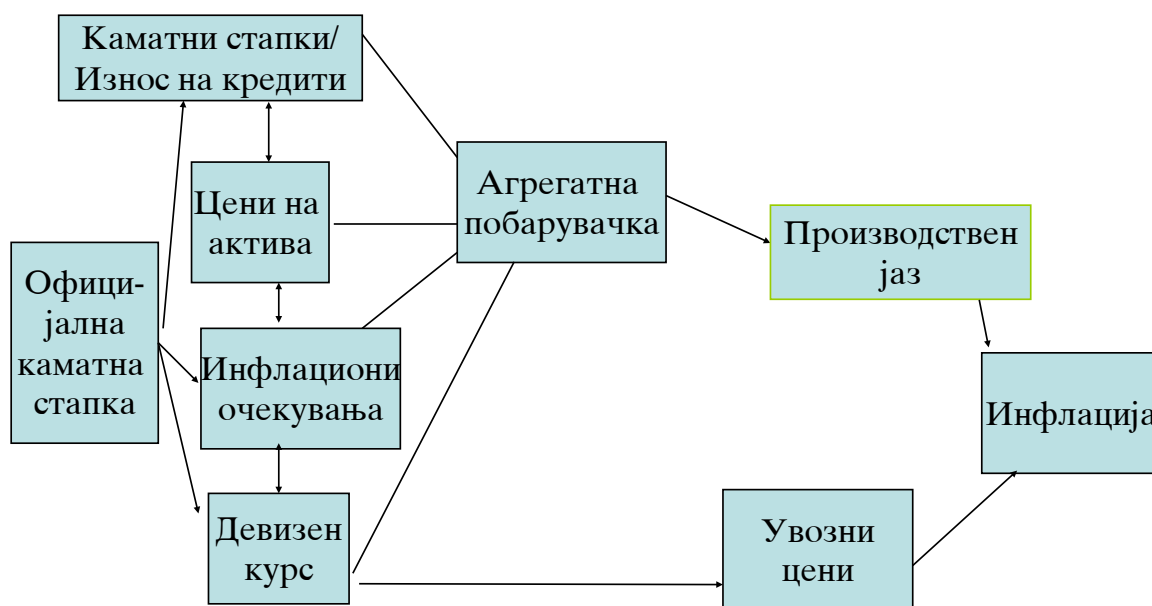
Според ова, неутрална монетарна политика која се потпира исклучиво на пазарните сили при алокацијата на ресурсите произведува социјално непосакувани резултати. Наместо строго следење на пазарот, понекогаш е потребно да се внимава рестриктивната монетарна политика помалку да ги скрати социјално посакуваните инвестиции од останатите видови инвестирања. Сосема природно е дека монетарната власт е многу повеќе критикувана кога води рестриктивна политика и ги ограничува ресурсите за одредени сектори

отколку кога експанзивна монетарна политика ги зголемува ресурсите достапни за сите сектори.

2.8. Механизми на трансмисија

Главната цел на сите теории за монетарна трансмисија е анализата и описот на долгата, индиректна и комплексна врска меѓу активностите на монетарната политика на централната банка и нејзините ефекти врз финалните таргети на макроекономската политика, како што е ценовната стабилност. Еден од клучните елементи за водење ефективна монетарна политика е ефикасен механизам на трансмисија преку кој монетарната политика влијае врз агрегатната побарувачка. Природата, брзината и интензитетот на трансмисија од варијаблите кои се под директна контрола на централната банка како, на пример, краткорочната каматна стапка на монетарната база, кон оние варијабли кои најдиректно влијаат врз условите во нефинансискиот сектор, како што се каматни стапки на кредити, на депозити, цена на актива, ја детерминираат не само вкупната ефективност на монетарната политика туку и видот на инструментите кои можат ефективно да се користат.

Графикон 2.1 Механизми на трансмисија - стилизирана верзија



Извор: Авторот

Функционирањето на механизмот на трансмисија, а со самото тоа и ефикасноста на монетарната политика во дадена економија зависи од нејзината структура и од структурата на нејзиниот финансиски систем. Поконкретно, како фактори кои влијаат може да се наведат: 1. степенот на конкуренција во банкарскиот сектор; 2. пристап до алтернативни домашни извори за финансирање; 3. длабочината на пазарот на пари и пазарот на капитал; 4. степенот на вмешаност на државата во финансиските пазари; 5. ликвидноста на финансискиот сектор; 6. степенот на финансиска интермедијација; 7. режимот на девизен курс; 8. степенот на либерализација на тековната и капиталната сметка; и 9. степенот на развиеност на девизниот пазар. Сите овие фактори влијаат врз брзината и интензитетот на трансмисиониот механизам, а според тоа и на степенот на доверба кон монетарните инструменти при пренесувањето на сигналите на монетарната политика низ каналите на трансмисија.

2.8.1. Канал преку каматни стапки

Трансмисија на сигналите на монетарната политика преку каналот на каматни стапки се смета за главен канал на трансмисија. Тој се употребува кога промените во монетарната политика предизвикуваат промени во општото ниво на каматни стапки во економијата, а тие од своја страна влијаат врз општото ниво на апсорпција преку нивните ефекти врз побарувачката за кредити и врз расположливиот доход на барателите и давателите на кредити. Промените во каматните стапки ги менуваат маргиналните трошоци на позајмување, што доведува до промени во инвестициите и штедењето и до варијации во агрегатната побарувачка. Тие, исто така, имаат влијание и врз готовинските текови на позајмувачите и на штедачите.

Предвидливоста на респонзивноста на активните и пасивните каматни стапки на промените во стапката на пазарот на пари ќе зависи од степенот на конкуренција во банкарскиот сектор, пристапот до алтернативни домашни извори на финансирање и од длабочината на пазарот на пари и пазарот на капитал. Кај конкурентни пазари за кредити, промените во општото ниво на каматните стапки на краток рок релативно брзо ќе се рефлектираат врз активните и пасивните каматни стапки. Спротивно, во високо концентрирани банкарски системи со мал

број банки, олигополистичкиот начин на формирање на цените ќе значи забавена и асиметрична реакција на активните и пасивните каматни стапки на промените на стапките на пазарот на пари. Исто така, евентуалното присуство на државни банки и банки субвенционирани од државата, кои не се под притисок на остварување профит *per se* ќе ја намали респонзивноста на банкарските каматни стапки на сигналите од монетарната власт.

Влијанието од промената на долгорочните каматни стапки е потешко да се предвиди. Најчесто долгорочните каматни стапки се детерминирани како од сегашните краткорочни каматни стапки така и од идните краткорочни стапки.

$$1 + {}_t r_{t+2} = (1 + {}_t r_{t+1})(1 + {}_{t+1} r_{t+2}^e)$$

Иако повисока краткорочна каматна стапка денес има тенденција да ја зголеми долгорочната каматна стапка, таа, исто така, придонесува за пониски инфлаторни очекувања и преку тоа пониски очекувани идни краткорочни каматни стапки. Доколку луѓето сметаат дека куповната моќ на парите во иднина ќе биде ниска заради присуство на инфлација, тие ќе бараат повисоки каматни стапки за своите депозити. Зголемувањето на инфлационите очекувања води кон зголемување на долгорочните каматни стапки. Овие стапки се детерминирани и од влијанието кое го има промената на монетарната политика врз инфлационите очекувања. Доколку зголемувањето на референтната каматна стапка значи пониска инфлација во иднина, тогаш долгорочните каматни стапки може да не се променат толку како краткорочните.

Движењето на активните и пасивните каматни стапки на банките исто така зависи од пристапот на домаќинствата и претпријатијата кон алтернативни домашни извори за финансирање, особено од развиеноста на пазарот за хартии од вредност. Доколку постојат алтернативни извори, тоа ја лимитира монополистичката позиција на банките. Понатаму, доколку банкарскиот сектор и пазарот за хартии од вредност се добро интегрирани, а нивните инструменти можат да се користат како супститути (цената е приближно еднаква), тогаш банките се принудени да ја зголемат респонзивноста на каматните стапки кои се под нивна контрола.

Исто така, плитки и неразвиени финансиски пазари ќе ја засилат нестабилноста на каматната стапка на пазарот на пари, што ја отежнува работата на банките за усогласување на своите каматни стапки на таквите осцилации.

2.8.2. Кредитен канал на трансмисија

Покрај трансмисија на монетарната политика преку цената на кредитот, односно каматните стапки, трансмисијата може да се извршува и преку количината на кредити кои банките ги пласираат во реалната економија. Ваквиот канал на трансмисија се нарекува кредитен канал. Тој функционира на тој начин што зголемувањето на каматните стапки доведува до кредитно рационализирање, а воедно се зголемува моралниот hazard и, генерално, кредитирањето е поконзервативно. Во вакви случаи вредноста на колатералот за кредити може да опадне и одобрувањето кредити врз база на колатерал да се намали.

Трансмисијата преку кредитниот канал е под силно влијание на квалитетот на банкарската актива. Доколку банките имаат голем процент на нефункционални кредити или се несоодветно капитализирани, тие би можеле да дојдат во ситуација да не го зголемат своето кредитирање дури и во случај каматните стапки да паѓаат. Спротивно пак, доколку банките се во сопственост на државата тие би продолжиле да одобруваат кредити иако тоа не е профитабилно за нив, но тоа ја ослабнува трансмисијата.

Исто така, трансмисијата зависи и од нивото на кредити и депозити деноминирани во странска валута. Цената и достапноста на кредитите и депозитите во странска валута многу веројатно е повеќе чувствителна на промените на девизниот курс, каматните стапки во странство и достапноста на извори на финансирање од странство отколку на движењата на варијаблите на домашната монетарна политика. Логично, колку повеќе билансите на банките се составени од средства деноминирани во странска валута, толку помала ќе биде трансмисијата.

Комерцијалните банки може да бираат кому ќе одобрат кредити врз база на оценка на ризикот, па според тоа тие се во позиција да ги насочуваат монетарните кредитни фондови, што може да резултира со асиметрии во економијата. Така, на пример, кредитниот канал може силно да влијае врз растот на потрошувачката на домаќинствата, а во помала мерка да го поттикне растот на инвестициите од страна на претпријатијата. Понатаму, банките може да преферираат кредитирање големи бизниси што ќе го ограничи пристапот до кредити за малите и средните бизниси.

2.8.3. Канал на трансмисија преку цени на активата

Промените во агрегатната побарувачка, покрај од движењето на каматните стапки се детерминирани и од движењето на други цени како, на пример, цените на акциите, девизните курсеви, цените на куќите и цените на земјиштето. Според ова, движењето на цените на различната актива зависи од фундаментални причини кои влијаат врз нивната реална вредност. Покрај тоа, тие влијаат и врз ликвидноста на финансискиот систем која произлегува не само од експанзивна домашна монетарна политика туку и од увоз на ликвидност од глобалниот пазар.

Сето ова е во согласност со монетаристичкиот поглед според кој промените во монетарната политика истовремено влијаат врз цените на различни пазари на финансиска актива и трајни стоки, а особено на берзите и пазарите на недвижности. Според тоа, промените во цените на овие производи може да предизвикаат значителни ефекти врз производството и вработеноста преку потрошувачката.

Според Mishkin (2004 г.) постојат три вида канали преку актива: канал на девизен курс, каналот објаснет со односот на Тобиновото Q и каналот на богатство. Во случај на експанзивна монетарна политика и пад на каматните стапки, каналот на девизен курс ги рефлектира ефектите од депрецијација врз растот на нето извозот, додека преку влијанието врз цените на увозните стоки влијае врз формирањето на агрегатното ниво на цени во една национална економија. Каналот објаснет со односот на Тобиновото Q ги вклучува ефектите од зголемената парична маса врз општата побарувачка за различни видови актива и,

следствено, ефектите од промената на цените на активата врз економските движења. Според истражувањето на Тобин, високите цени на акциите им овозможуваат на бизнисите помали трошоци за финансирање инвестиции преку издавање нови акции.

Слични зголемувања на цените на недвижностите, кои ја зголемуваат својата пазарна вредност во однос на трошоците за градба доведуваат до поголеми инвестиции во секторот градежништво, што, секако, има позитивен ефект врз националниот производ и националниот доход. Растот на пазарната вредност на акциите и недвижностите го зголемува богатството на нивните сопственици во монетарна смисла. Зголемувањето на богатството стимулира купување нови акции или недвижности и воопшто ја зголемува потрошувачката на домаќинствата, особено во делот на зголемени трошења за купување трајни добра.

Според истражувањата направени од Lusardi (1996 г.) и Souleles (1999 г.): „промените во богатството на домаќинствата најверојатно имаат поголемо влијание врз потрошувачката од промените во богатството на берзите.“ Причината за тоа е во фактот што повеќето луѓе повеќе купуваат куќи и други недвижности отколку акции на берзата, обврзници или други облици на финансиска актива.

Интеракцијата меѓу каналот преку каматни стапки и каналот преку актива го рефлектира присуството на асиметрични информации меѓу оние кои сакаат да позајмат средства и оние кои даваат заеми, што, пак, го прави финансискиот пазар несовершен и може да доведе до неочекувани шокови. Влијанието на асиметричните информации се манифестира во форма на неколку изведени канали на монетарна трансмисија. Првиот од нив е веќе споменатиот кредитен канал, каде што експанзивна монетарна политика значи раст на ликвидноста на банкарскиот сектор и зголемување на кредитната понуда на пазарот.

Асиметричноста на информациите меѓу оние кои бараат да позајмат и оние кои позајмуваат средства е особено манифестирана преку билансниот канал на трансмисија. Експанзивна монетарна политика и пад на каматните стапки ја

зголемува потрошувачката на населението и со тоа овозможува зголемување на приходите на претпријатијата. Со поголем нето прилив на готовина, се подобрува финансиската позиција на претпријатијата а со тоа и нивната кредитоспособност, заради што цената/премијата за надворешно финансирање се намалува. Ова овозможува позајмување средства од странство дури и за некои претпријатија кои претходно не можеле тоа да го направат заради високата цена.

Понатаму, падот на каматните стапки влијае врз растот на цените на берзите и на цените на недвижностите, што ја зголемува вредноста на активата на претпријатијата која би можела да се искористи како колатерал при позајмување. Тоа, пак, од своја страна, овозможува полесно финансирање на инвестициските активности при што сè повеќе проекти стануваат исплатливи за вложување, а кругот на солидни клиенти исто така сè повеќе се зголемува. Сето ова, надополнето со интересите на сопствениците на претпријатијата, акционерите, за намалување на ризиците при корпоративното управување (со цел задржување висока цена на акциите на компанијата) го зголемува интересот кај банките да ги кредитираат таквите компании со поповолни услови и поволни каматни стапки.

Сепак, со оглед на тоа што на пазарот постојат асиметрични информации, билансите на кредитобарателите може да изгледаат премногу оптимистички од тоа што навистина се, така што оценките за нивната кредитоспособност може да биде премногу оптимистичка. Искуството покажало дека таквото преоптимистичко оценување на кредитниот ризик кај клиентите е главниот фактор што доведува до неликвидност на банките, а во подрастични ситуации, и до несолвентност, банкротства и банкарски кризи.

2.8.4. Очекувањата како канал на трансмисија

Овој канал, кој се базира врз инфлаторните очекувања често е претставен со познатата Филипсова крива. Тој може да се примени на два сосема различни начина:

1) Многу истражувања се концентрираат на тоа дали мерките на монетарната политика може да се користат за да се стимулира производство и поттикне вработеноста. Некои од ваквите модели ја контролираат инфлацијата перфектно

онака како што е дадена. Овој пристап е карактеристичен за краткорочно-ориентирана политика, односно, активистичка монетарна политика.

2) Сосема спротивен пристап го користи каналот на очекувања со цел да ја објасни релативно добрата контрола на централната банка врз инфлацијата. Во овој динамичен контекст монетарната политика е насочена кон стабилизација, односно, таа е среднорочно-ориентирана.

Главниот елемент на каналот базиран врз очекувања е ригидноста на цените. Така, клучната улога на очекувањата произлегува од потребата цените и платите да се фиксираат однапред. Ригидноста на цените се должи на фактот што ценовните прилагодувања се скапи и тие не се вршат постојано во зависност од ситуацијата на пазарот. Во литературата сите трошоци поврзани за прилагодување на цените се нарекуваат трошоци на менито, што асоцира на промена на менито во некој ресторан. Уште еден пример за фиксирање на цените е пазарот на труд каде што платите обично се фиксни и договорени за одреден период со колективните договори за плати. Исто така, тоа се случува и при склучување одредени договори, како што е лизинг или договор за давање објекти под закуп.

Токму заради ригидноста на цените и платите процесот на одредување на платите игра значајна улога при процесот на трансмисија на монетарната политика. Обично ова се објаснува со Филипсовата крива, оригиналната или модифицираната.

Оригиналната Филипсова крива е поставена од Alban Phillips во 1958 година, кој го набљудувал силното влијание на ситуацијата на пазарот на труд врз номиналните плати. Таа е претставена на следниов начин:

$$\Delta w_t = f_1(U_{t-1})$$

при што

$$\partial f_1 / \partial U_{t-1} < 0$$

Стапката на промена на номиналната плата е негативна функција од стапката на невработеност во претходниот период. Сепак, во оригиналната форма Филипсовата крива не нуди објаснување на стапката на инфлација. Тоа го нуди модифицираната Филипсова крива која ја развиле Samuelson и Solow во 1960 година. Тие покажале дека стапката на промена на номиналната плата е еднаква на збирот од инфлацијата и растот на продуктивноста:

$$\Delta w_t = \lambda + \pi_t$$

Доколку растот на продуктивноста е константен со тек на време, тогаш постои стабилна врска меѓу стапката на пораст на номиналните плати и стапката на инфлација. Голем недостаток на оригиналната и модифицираната Филипсова крива е изоставувањето на инфлаторните очекувања, а тоа особено се покажало во услови на раст на инфлацијата. Ревизија на Филипсовата крива беше направена од Milton Friedman и Edmund Phelps. Таа се базира врз идејата дека она што е значајно за вработените при преговорите за плата не е растот на номиналните плати туку на реалните плати. Меѓутоа, со оглед на тоа што реалните плати не се познати за некој иден период бидејќи не е позната промената во стапката на инфлација, тука се вклучуваат инфлаторните очекувања, односно очекувана стапка на инфлација:

$$\Delta w_t = f_2(U_{t-1}) + \pi_t^e$$

Доколку се претпостави постојана стапка на раст на продуктивноста со тек на време, тогаш се добива модифицираната Филипсова крива изменета за инфлаторните очекувања:

$$\pi_t = f_2(U_{t-1}) - \lambda + \pi_t^e$$

Во поновата литература се јавуваат и различни спецификации на Филипсовата крива, при што најчесто се среќава замената на стапката на вработеност со производствениот јаз и позитивното влијание на производствениот јаз врз стапката на инфлација. Меѓутоа она што е значајно при објаснувањето на механизмот на трансмисија преку каналот на очекувања е да се утврди како се

формираат очекувањата во различните Филипсови криви. Во литературата се издвојуваат три основни механизми: екстраполативен начин, прилагодлив и рационални очекувања. Наједноставен начин на формирање на идните очекувања за инфлацијата е преку екстраполација на стапката на инфлација од тековниот период, односно, се претпоставува дека идната стапка на инфлација е еднаква на стапката на инфлација од претходниот период. При прилагодливиот начин на формирање очекувања, очекуваната инфлација, исто така, зависи од инфлаторните очекувања во минатото, но се врши прилагодување за грешките во очекувањата кои се утврдени во минатите периоди. Сепак, најзначаен и најрелевантен начин на формирање на идните очекувања е преку рационални очекувања, кои не се темелат врз информации од минатото туку економските субјекти ги формираат своите очекувања за идната инфлација земајќи ги предвид сите расположливи информации денес за периодот на предвидување.

При објаснувањето на каналот на трансмисија преку очекувањата се користи обратната причинска врска во Филипсовата крива. Наместо објаснување на инфлацијата со движењата на пазарот на труд, инфлацијата се смета за главна детерминанта на стапката на вработеност. Иако не сосема прифатено и докажано, постои мислење дека монетарната политика може да придонесе за намалување на невработеноста со зголемена стапка на инфлација, односно на краток рок постои избор (trade-off) меѓу дозволување нешто поголема инфлација со цел да се намали невработеноста или одржување на ценовната стабилност.

Ваквите влијанија на монетарната политика врз вработеноста се краткорочни бидејќи недоброволното намалување на реалните плати ќе биде веднаш коригирано во следната рунда преговори за платите. Исто така, различната перцепција за инфлацијата меѓу вработените и работодавачите е феномен од краток рок. Како и да е, искористувањето на ваквиот избор од страна на монетарната политика е особено тешко изводливо имајќи ги предвид долгите задоцнувања со кои мерките на монетарната политика се рефлектираат врз ценовното ниво. Така, на пример, со задоцнување од околу шест месеци, колку што е утврдено за евро зоната, синдикатите во тој период ќе ги предвидат инфлаторните ефекти од мерките на монетарната политика на Европската

централна банка и ќе бараат повисоки номинални плати пред таквите ефекти да се реализираат.

Како што споменавме и погоре, каналот преку очекувањата, кој се базира врз Филипсовата крива изменета за очекувањата води кон два сосема спротивни пристапа на монетарната политика. Активистичка централна банка ќе се обиде да го искористи краткорочниот избор меѓу инфлацијата и невработеноста и да води политика на „изненадна инфлација“ со цел за генерирање краткорочни ефекти врз растот на вработеноста. Од друга страна, за централна банка насочена кон политика за стабилизација, трансмисијата на своите мерки преку каналот на очекувањата претставува значаен механизам за одржување ниска инфлација.

Тоа ја истакнува потребата од постоење кредибилна и транспарентна централна банка, која го одржува ветувањето за одржување на ценовната стабилност. Со оглед на многуте неизвесности кои се поврзани со каналот на трансмисија преку каматните стапки и шоките кои доведуваат до отстапување од таргетот за инфлацијата, кредибилната централна банка со изградена репутација може да прибегнува кон користење на каналот на очекувања со оглед на тоа што очекувањата на приватниот сектор се дека таа ќе ја врати стапката на инфлација на ниско и предвидливо ниво.

2.8.5. Трансмисија преку девизниот курс

Трансмисија на мерките на монетарната политика до реалната економија може да се врши и преку каналот на девизен курс. Притоа, промените на девизниот курс може да иницираат промени во релативните цени на стоките и услугите, како и во нивото на потрошувачка од страна на населението и претпријатијата, особено ако значителен дел од нивното богатство се чува во странска валута.

Апрецијација на вредноста на домашната валута ги поевтинува увозните стоки и услуги, додека депрецијација ги прави извозните производи на земјата поевтини за купувачите од странство. Со тоа се поттикнува поголема конкуренција за извоз на домашниот пазар. Истовремено, со депрецијација увозот станува поскап

и увозните производи се помалку конкурентни во однос на стоките произведени од домашни производители. Според ова, промените во девизниот курс имаат влијание врз индивидуалната потрошувачка и инвестициите, кои заедно влијаат врз агрегатната побарувачка, а со тоа индиректно и врз инфлацијата.

Каналот на трансмисија преку девизниот курс може да се применува само во отворени економии и неговата примена зависи од режимот на девизен курс. Се смета дека каналот преку девизниот курс не функционира во услови на фиксен режим на девизен курс. Овој канал функционира подобро со зголемувањето на флексибилноста на девизниот курс. Понатаму, улогата на овој канал на трансмисија е поголема во економии кои овозможуваат слободно движење на капиталот и имаат девизен пазар кој се карактеризира со висока стапка на супституција меѓу домашната и странската актива. Овој канал е нерелевантен за економии со неразвиени финансиски системи заради постоењето контрола врз операциите на девизниот пазар.

Во отворена економија со висока мобилност на капиталот и режим на флексибилен девизен курс домашните каматни стапки играат значајна улога во детерминирањето на девизниот курс. Промените во домашните каматни стапки влијаат врз релативните приноси од домашна и странска актива, притоа менувајќи ја побарувачката за домашната валута и според тоа менувајќи го и девизниот курс. Јасно е дека капиталот ќе продолжи да влегува во една економија сè додека разликата во каматните стапки ги надминува очекувањата за депрецијација на домашната валута. Ова автоматски доведува до меѓународно изедначување на стапките на принос. Приливот на капитал креира дополнителна понуда на актива и предизвикува пад на домашните каматни стапки, додека намалувањето на понудата на капитал во странство води кон пораст на каматните стапки во странство. Овој механизам на изедначување на домашните со странските стапки на принос се нарекува откриен каматен паритет (*uncovered interest parity*) и може да се претстави на следниов начин:

$$1 + i_t^R = (1 + i_t^{\$}) \left(\frac{E_t[S_{t+1}]}{S_t} \right)$$

Се нарекува откриен бидејќи инвестирањето вклучува курсен ризик кој би можел да се елиминира со идна продажба на износот во странската валута во моментот кога средствата се инвестираат во странство. Доколку се направи таква заштита, тогаш се зборува за покриен каматен паритет (covered interest parity).

Доколку постои откриен каматен паритет при очекувања за неменување на идниот девизен курс, тогаш зголемувањето на домашните каматни стапки доведува до апрецијација на девизниот курс. Така, на пример, доколку централната банка ги зголеми домашните каматни стапки, активата деноминирана во домашна валута станува поатрактивна. Тоа доведува до зголемена побарувачка за таква актива, зголемена побарувачка за домашна валута што, пак, доведува до нејзина апрецијација. Апрецијацијата има негативно влијание врз побарувачката за домашни производи, на тој начин зајакнувајќи го директниот ефект од повисоките каматни стапки врз агрегатната побарувачка. Меѓутоа, промените во монетарната политика исто така влијаат врз очекувањата за идните економски движења, вклучително и за идниот девизен курс, кои, пак, влијаат врз движењето на тековниот девизен курс. Заради овие комплексни меѓузависности, во практиката постои одредена неизвесност за големината на апрецијацијата на девизниот курс која настанува како резултат на зголемување на каматните стапки. Некои економисти истакнуваат дека при одредени околности како што е шпекулативен напад врз валутата високите домашни каматни стапки се асоцирани со депрецијација на девизниот курс.

Кога доаѓа до промена на девизниот курс се менува цената на увозните производи, а со оглед на тоа што потрошувачката вклучува и увозни производи, може да се заклучи дека промената на девизниот курс директно влијание врз инфлацијата преку увозните цени, што е различен канал од оној преку агрегатната побарувачка. Овој канал на трансмисија побрзо влијае врз инфлацијата од каналот преку каматните стапки.

2.9. Стабилизациска монетарна политика

Понекогаш е полесно да се користи монетарната отколку фискалната политика за да се одговори на макроекономските нерамнотежи. Ова е во случај кога

централната банка може брзо да ја менува политиката, прилагодувајќи ги каматните стапки на операциите на отворен пазар за само неколку денови, па дури и за неколку часови. Не секогаш важи истото за фискалната политика, која зависи од донесување прописи за владиниот буџет или неговите компоненти да стапат во сила. Меѓутоа, побрзиот одговор на монетарната политика не гарантира побрзо влијание врз економската активност, бидејќи истражувањата покажуваат дека ефектите од промените на монетарната политика во потполност би се одразиле врз економијата за една или две години.

Од претходното поглавје видовме дека политиките за стабилизација може да се сместат во две групи: политики на намалување на расходите и политики на прераспределување/преструктурирање на расходите. Овде ќе се задржиме на улогата на монетарната политика во воспоставување и одржување стабилна економија, при што ќе ги разгледаме двете групи на политики од монетарна перспектива.

2.9.1. Анализа на политиките за намалување на расходите: монетарна перспектива

Анализата на функционирањето на политиките за намалување на расходите се базира врз основната монетарна равенка од монетарниот преглед на една земја. Ваквата монетарна перспектива лесно може да се поврзе со апсорпциониот пристап, како што е покажано подолу.

Монетарниот преглед ја одразува основната идеја дека вкупните монетарни обврски на банкарскиот сектор во една економија, содржани во M во равенката подолу,²⁹ се еднакви со монетарната актива, претставена од збирот на нето девизната актива (NFA) и нето домашната актива (NDA).

$$M = NFA + NDA$$

²⁹ M претставува широка парична маса, како, на пример, $M2$ или $M3$. Во неа може да бидат вклучени депозитите во странска валута во случаи каде претставуваат значителна компонента од широката парична маса.

Нето домашната актива може да се подели на домашни кредити (DC) и останати ставки нето (OIN), при што вториве вклучуваат нето капитал во домашниот банкарски систем и вредноста на сметката за ревалуација на банкарскиот систем, која, пак, ги зема предвид промените на домашната вредност на активата и пасивата во странска валута што настануваат со промените на курсот:

$$NDA = DC + OIN$$

Домашните кредити може да се поделат на две компоненти: нето кредити на државниот сектор (NCG) и кредити на остатокот од економијата (CRE), кои во земји со голем парадржавен сектор ги вклучуваат кредитите на приватниот сектор и кредитите на државните компании:

$$DC = NCG + CRE$$

оттука

$$M = NFA + NDA$$

$$M = NFA + NCG + CRE + OIN$$

Како што претходно беше споменато за причините за инфлација, за да се намали инфлацијата ќе биде потребно забавување на стапката на раст на паричната маса. Ова имплицира поставување таргет за паричната маса, M^s (и стапката на раст), еднаков на проектираната побарувачка за пари.³⁰ На тој начин, политиките за намалување на трошоците ќе ја зауздаат инфлацијата во онаа мерка во која ќе го остварат таргетот за монетарниот агрегат M .

³⁰ Традиционалниот пристап за таргетирање M^s подразбира проценка на побарувачката за пари, која зависи од реалниот доход (реален БДП) и реалните каматни стапки, и користејќи ја проценетата побарувачка се детерминира паричната маса. Меѓутоа, доколку може да се одреди стабилна функција на побарувачка за пари, тогаш може да се употреби познатата равенка на Fischer, каде производот од монетарниот агрегат (M) и неговиот обрт (V) е еднаков на производот од ценовното ниво (P) и количината на трансакции или реалниот БДП (Y), за да се утврди нивото на M конзистентно со одреден ценовен таргет. Равенката на Fischer гласи $M \times V = P \times Y$. Во ваква поставеност, кога V и Y се детерминирани, поставувањето на M ќе го одреди P . Сепак, успехот на која било политика која користи монетарни таргети зависи од тоа V да биде константно или предвидливо.

Второ, бидејќи вредноста на нето девизната актива на банкарскиот систем (*NFA*) кореспондира со сумата на нето девизните резерви (нето девизната актива на монетарните власти) и нето девизната актива на депозитните банки во економијата, за да се оствари проектираниот таргет за билансот на плаќање потребен е некаков таргет за *NFA*.³¹ Меѓутоа, поставувањето на *M* и *NFA* бара наметнување таргет за нето домашната актива на банкарскиот систем (*NDA*).

Надминувањето на тој таргет значи некоја комбинација од пониско *NFA* кое кореспондира со послаб платен биланс, и поголемо *M* кое ја надминува побарувачката за пари, имплицирајќи повисока инфлација. Ова објаснува зошто програмите за стабилизација обично вклучуваат ограничување или на вкупната *NDA* или на *NDA* на монетарните власти со цел да се намали како внатрешната (инфлација) така и надворешната (тековна сметка) нерамнотежа.³² Понатаму, таквите програми, исто така, вклучуваат таргет за нето девизните резерви, на тој начин фиксирајќи две од трите варијабли во равенката.

2.9.2. Политики на прераспределба на расходите: прилагодување на девизниот курс

Вториот сет мерки за стабилизација се состои од политики за прераспределба на расходите, кои ја менуваат побарувачката меѓу домашни производи и увозни производи или кои го менуваат производството меѓу домашните и странските пазари. Прилагодување на девизниот курс е главната мерка во оваа област, по што би следела мерката за делување преку трговската политика. Режимите на девизни курсеви може да бидат многу различни, почнувајќи од регионално поврзани валутни системи како што е евро-зоната и фиксни курсеви врзани за валутни одбори до слободно флукуирачки пазарно ориентирани курсеви со различни опции, како што се валутни маргини околу централен фиксен курс, прилагодливи или лизгачки фиксирања, и раководено (нечисти) флукуирачки како средина меѓу двата екстрема (текст во рамка 1).

³¹ Нивото на *NFA* содржано во прегледот на депозитни банки е, всушност, пазарно детерминирано. Според тоа, одредување на таргет за вкупната *NFA* ќе ја рефлектира целта за нето девизни резерви (*NIR*) плус *ex ante* проекцијата за *NFA* на депозитните банки.

³² За која било проекција на капиталната и финансиската сметка од платниот биланс, повисоко ниво на *NFA* кореспондира со помалку негативно (повеќе позитивно) салдо на тековната сметка.

Текст во рамка 1. **Видови режими на девизен курс**

Членство во валутна унија

Примери: земјите од Европската унија учествуваат во ЕМУ; земјите во зоната на франкот во Западна Африка

Фиксни режими

- **Фиксен курс:** Економии кои ја врзуваат валутата за некоја меѓународна валута, без или со ретки прилагодувања на паритетот, без или со валутен одбор. Примери: Аргентина: (врзана за американскиот долар со валутен одбор); Барбадос (врзана за доларот без валутен одбор)
- **Фиксирање за кошничка валути:** Економии кои објавуваат однапред договорени прилагодувања на девизниот курс во однос на валутата за која се врзани (промена на курсот во фиксни интервали). Пример: Полска, 1993-1995 година.
- **Валутни рамки:** Економии кои се врзуваат за една валута или за кошничка валути со дефинирани (обично тесни) рамки. Примери: Бразил, пред јануари 1999 година; земјите во поранешниот Европски монетарен систем.
- **Фиксен, но прилагодлив курс:** овој аранжман преовладувал во системот на номинална вредност од Бретон Вудс (пред 1973 година).

Флексибилни Режими: прилагодливи и флексибилни девизни курсеви

- **Прилагодлив базиран врз индикатори:** економии кои ги прилагодуваат своите валути автоматски во однос на промените на одредени индикатори, како што се движењата на реалниот ефективен девизен курс.
- **Раководен флукуирачки:** Економии кои често ги прилагодуваат своите девизни курсеви врз база на донесени одлуки по движења на варијабли, како што се девизните резерви и позицијата во платниот биланс.
- **Слободен флукуирачки:** Економии кои дозволуваат пазарот и пазарните сили да го одредуваат девизниот курс на нивните валути.

Извор: Guitian, 1994 г.

На почетокот на Мексиканската криза (1994 - 1995 година) и кризата во Азија (1997 - 1998 година), голем дел од економистите смета дека двата екстрема, слободно флукутирање и валутен одбор или монетарна унија, како што е ЕМУ, се најодржливи режими на девизен курс на долг рок (види кај Obstfeld и Rogoff, 1995 година и кај Eichengreen, 1999 година). Како и да е, многу земји сè уште преферираат интермедијарни позиции кои им даваат на владите барем некаква контрола врз девизниот курс, додека некои економисти (како Frankel, 1999 година) тврдеа дека интермедијарните позиции може да бидат соодветни за некои земји под некои услови.

2.10. Раководењето со монетарната политика и позицијата на платниот биланс и буџетското салдо

Монетарната политика подразбира употреба на различни инструменти за да се влијае врз растот на монетарните агрегати и каматните стапки во една економија. Забавување на растот на нето домашната актива - домашната компонента од монетарните агрегати - може, исто така, да придонесе за подобрување на надворешната позиција на земјата со допуштање повисоко ниво на нето девизна актива за кое било ниво на широка парична маса.

Повисоките каматни стапки кои обично го придружуваат забавувањето на монетарниот раст, исто така, помагаат во редуцирање на инфлацијата и неодржливиот дефицит на тековната сметка преку предизвикување пад на агрегатната побарувачка. Од друга страна, пак, пониската побарувачка ги редуцира увозот и инвестициите, при што намалениот увоз ја подобрува состојбата на тековната сметка. Повисоките реални каматни стапки би можеле да привлечат капитални приливи на нето основа бидејќи приносот на домашната финансиска актива се зголемува во однос на онаа во другите земји. Така, повисоките каматни стапки може да придонесат за подобрување како на тековната сметка така и на капиталната и финансиската сметка од платниот биланс.

Равенката за домашниот кредит покажува дека за да се контролира нето домашната актива на банкарскиот систем во суштина е потребно да се лимитира домашниот кредит, со оглед на тоа што *OIN* се состои од две ставки - сметката за ревалуација и вредноста на капиталот на банкарскиот систем - кои се фиксни кога е утврден девизниот курс. Со оглед на тоа што домашниот кредит е еднаков на нето кредити на државниот сектор плус кредити на остатокот од економијата, еден од начините за негово ограничување е да се ограничи растот на нето кредитите на државниот сектор.

Ова, од друга страна, повлекува лимитирање на фискалниот дефицит, со оглед на тоа што за кој било износ нето финансирање од странство и нето домашно небанкарско финансирање, за лимитирање на нето кредитите на државниот сектор - втората компонента од финансирањето на државниот сектор - потребно е поставување горна граница на вкупното буџетско финансирање и со тоа на буџетскиот дефицит. Надминувањето на овој дефицит, под претпоставка дека небанкарското финансирање и финансирањето од странство се однапред предодредени, ќе значи поголеми кредити на државниот сектор.

Освен ако кредитите на недржавниот сектор не опаднат за еквивалентен износ, зголемувањето на дефицитот ќе предизвика домашниот кредит - а со тоа и на нето домашната актива - да го надмине својот таргет, при што е потребна некаква комбинација од поголемо креирање пари (што значи поголема инфлација) и пониска нето девизна актива (и послаба надворешна позиција). Сепак, намалување на кредитите на недржавниот сектор не е пожелно бидејќи во многу земји во развој домашниот кредит е клучен извор за финансирање на активностите на приватниот сектор, а негово намалување најверојатно ќе ги намали стапката на инвестиции и стапката на раст.³³

Оттука, од монетарна перспектива, фискалната политика е клучна за постигнување на макроекономските цели на земјата, имајќи предвид дека

³³ Оваа изјава подразбира ограничени можности за приватните компании да позајмуваат од странство, како што е, впрочем, случај во многу земји во развој. Во економии со голем парадржавен сектор, една земја може да има поголем фискален дефицит и поголеми кредити на приватниот сектор доколу се ограничени кредитите на државните претпријатија. Меѓутоа, обично во таквите земји нема доволно опсежни податоци за кредитите на парадржавниот сектор, така што често е невозможно да се постават посебни таргети за кредитите на државните претпријатија.

преголем буџетски дефицит не е конзистентен со напорите за остварување на таргетите за инфлација, раст и рамнотежен платен биланс. Истовремено, поставување таргети за инфлација, за надворешна рамнотежа и економски раст имплицира поставување таргети за монетарните агрегати (M), нето девизна актива (NFA) и кредити на остатокот од економијата (CRE). Ова ги лимитира нето кредитите на државата бидејќи другиот елемент од равенката, OIN е всушност детерминиран од реалниот раст, инфлацијата и девизниот курс. Лимитирањето на нето кредитите на државата го ограничува фискалното салдо бидејќи се ограничуваат вкупните кредити расположливи за финансирање на дефицитот.

Оваа анализа може да се идентификува со апсорпциониот пристап објаснет претходно, преку препознавање на односот меѓу тековната сметка од платниот биланс (CA) и промената во нето девизната актива на банкарскиот систем (ΔNFA).³⁴ По дефиниција, промената во нето девизната актива на банкарскиот систем е еднаква на збирот од промената на нето девизните резерви (NIR) и промената на нето девизната актива на комерцијалните банки (NFA^{CMB}):

$$\Delta NFA = \Delta NIR + \Delta NFA^{CMB}$$

Во надворешната сметка, доколку нема некакви неочекувани движења на девизните резерви или отпишување долг, промената во нето девизните резерви е еднаква на вкупниот платен биланс, односно на збирот од тековната сметка (CA) и капиталната и финансиската сметка ($C+FA$):

$$\Delta NIR = CA + C + FA$$

Доколку од двете страни на равенката ја додадеме промената на нето девизната актива на комерцијалните банки, добиваме равенка која ја поврзува нето девизната актива на банкарскиот систем со тековната сметка во платниот биланс и промената на нето задолжување во странство на сите небанкарски резиденти (ΔFI):³⁵

³⁴ За поширока дискусија, види ММФ (1987 година), глава III.

³⁵ Финансиската сметка од платниот биланс по дефиниција ги вклучува негативната вредност од промената на нето девизната актива на комерцијалните банки, бидејќи зголемување на ова нето

$$\Delta NFA = CA + \Delta FI$$

Со преуредување на равенката може да покажеме дека тековната сметка е еднаква на разликата меѓу промената на нето девизната актива на банкарскиот систем и промената на нето задолженоста кон странство на сите небанкарски резиденти:

$$CA = \Delta NFA - \Delta FI$$

Од порано се сеќаваме дека промената на нето девизната актива на банкарскиот систем е еднаква на разликата меѓу промената на паричната маса (ΔM) и промената на нето домашната актива (ΔNDA):

$$\Delta NFA = \Delta M - \Delta NDA$$

Со заменување за ΔNFA и додавање на ΔFI на двете страни од равенката, добиваме:

$$CA + \Delta FI = \Delta M - \Delta NDA$$

Со оглед на тоа што тековната сметка е еднаква на разликата меѓу бруто националниот расположлив доход ($GNDI$) и апсорпцијата (A), (т.е. потрошувачка и инвестиции), ја добиваме следнава равенка:

$$GNDI - A + \Delta FI = \Delta M - \Delta NDA$$

Оваа равенка имплицира дека поголема апсорпција од бруто национален расположлив доход и нето странско штедење (промена на нето задолжувањето од странство на небанкарските резиденти) ќе се рефлектира со поголема промена на нето домашната актива од растот на паричната маса. Гледано спротивно,

актива се појавува како дебитна ставка (негативна регистрација) во платниот биланс. Со додавање на вредноста на промената на нето девизната актива на финансиската сметка промената на нето девизната актива на комерцијалните банки отпаѓа од сметката: $-\Delta NFA^{CMB} + \Delta NFA^{CMB} = 0$. Така, само промената на нето задолженоста кон странство на небанкарските резиденти се појавува во ΔFI .

поголем раст на нето домашната актива на банкарскиот систем се рефлектира преку поголема апсорпција од расположлив доход плус промената на нето задолжувањето на небанкарските резиденти.

Доколку се отфрли забрзувањето на растот на паричната маса за да се избегне повисока инфлација, под претпоставка за непроменетост на нето задолжувањето од странство, намалување на вишокот апсорпција бара забавување на растот на нето домашната актива. На тој начин, апсорпциониот пристап исто така овозможува да се објасни зошто многу програми за прилагодување се фокусираат на забавување на растот на нето домашната актива, а особено на растот на домашните кредити (на пример преку фискална рестрикција, што ја намалува потребата на државата од дополнително финансирање од банките), како начин на намалување на преголемите дефицити во тековната сметка.

2.11. Монетарната политика и политиката на девизен курс

Политиката на девизен курс има три основни цели: да промовира конкурентност и одржлива позиција во тековната сметка, да постигнува еквилибриум на девизниот пазар и да ги менува расходите (продажбата или производството) меѓу домашниот и странските пазари.³⁶ Првата и третата цел се особено значајни од аспект на стабилизација. Сепак, постигнувањето еквилибриум на девизниот пазар е значајно за да им даде на производителите и потрошувачите точни сигнали за релативните цени на светските пазари и да се избегне создавање паралелни пазари кои може да доведат до неефикасност и несоодветна алокација на ресурсите.

Политиката на девизен курс игра значајна улога во промовирање конкурентност и одржлива позиција на тековната сметка на тој начин што помага во воспоставување на *реален* девизен курс (*RER*) кој е конзистентен со надворешниот еквилибриум. Реалниот девизен курс е дефиниран на следниов начин:

³⁶ Поконкретно, политиките на менување на расходите ја менуваат побарувачката меѓу разменливите и неразменливите производи. Термините „домашно произведени“ и од „странство“ се користат како посоодветни наместо „неразменливи“ и „разменливи“.

$$RER = \frac{e^P}{P^f}$$

при што P го претставува домашното ценовно ниво, e е номиналниот девизен курс (мерен во единици странска валута за една единица домашна валута), а P^f го претставува нивото на странски цени.³⁷ На соодветно ниво на реален девизен курс една земја може да ги финансира плаќањата за стоки и услуги со приходите од извозот на стоки и услуги, очекуваните капитални приливи и, доколку е потребно, привремено намалување на девизните резерви на начин кој нема да предизвика драстична промена на монетарната политика. Во ваква ситуација, билансот на тековната сметка може да се смета одржлив (Milesi-Ferreti и Razin, 1996 година), а извозот на стоки и услуги на земјата може да се смета дека е конкурентен.

Меѓутоа, одредувањето на номиналниот девизен курс е само еден дел од утврдувањето на реалниот девизен курс. Како што укажува равенката погоре, врз тоа, исто така, влијаат нивото на домашни цени и нивото на цените во странство. На пример, ако номиналниот девизен курс депрецира, домашното ценовно ниво не смее да се покачи толку за да го неутрализира ефектот од прилагодување на девизниот курс. Реалниот девизен курс, исто така, може да се промени доколку се придвижат домашните цени без притоа да се промени номиналниот курс. Постигнување реална депрецијација без номинална депрецијација е тешко изводливо, покрај другото заради тоа што домашните цени ретко се зголемуваат без да има големи економски проблеми, како, на пример, голем раст на невработеноста.

Со менување на реалниот девизен курс политиката на девизен курс може да врши менување на расходите меѓу домашните и увозните производи и да промовира надворешна рамнотежа. На пример, реална девалвација, што значи административно намалување на реалниот девизен курс, ќе ги зголеми релативните цени на увозот, со што би се намалила нивната потрошувачка. За

³⁷ Во зависност од девизниот курс, P^f може да претставува или ценовно ниво на една земја (во случај на билатерален реален девизен курс) или пондерирани просек од цените на група земји (како што е реалниот ефективен девизен курс, кој ги следи промените на девизниот курс на една земја во однос на нејзините трговски партнери, обично користејќи ги како пондери учествата на секоја земја во вкупната трговија).

поширока палета услуги и стоки, реална девалвација, исто така, ќе ги намали трошоците на странците за домашно произведените стоки. Тоа ќе го зголеми извозот на стоки и услуги иако зголемувањето ќе се случи по одредено време. Реалната девалвација, исто така, би го направила извозот поатрактивен, зголемувајќи ја вредноста во домашна валута од приходите од извоз.³⁸ Така, реалната девалвација би требало директно да го подобри салдото на тековната сметка, намалувајќи го увозот и зголемувајќи го извозот. Реалната девалвација, исто така, би требало да има секундарни ефекти врз салдото на тековната сметка, бидејќи растот на домашните цени по девалвацијата ќе ја намали реалната вредност на домашните финансиски салда, намалувајќи ги генерално расходите, вклучително и увозот.

Прилагодувањето на номиналниот девизен курс ќе го промени реалниот девизен курс сè додека домашните цени не се придвижат доволно за да го неутрализираат ефектот од промената на номиналниот девизен курс. Така, номинална девалвација на почетокот ќе иницира пад на реалниот девизен курс и покрај малиот пад заради неизбежниот нагорен ефект од номиналната девалвација врз домашните цени. Реалната девалвација ќе биде поголема во онаа мера во која останатите политики ја намалуваат веројатноста за компензирање на прилагодувањето на домашните цени. На пример, комбинирање на номиналната девалвација со рестриктивна монетарна и фискална политика ќе ја ограничи домашната побарувачка, притоа лимитирајќи го последователниот раст на домашните цени. Заради тоа прилагодувањето на девизниот курс најчесто се комбинира со затегнување на монетарната и фискалната политика како дел од посеопфатна програма за прилагодување која содржи мерки за намалување и прераспределување на расходите.

2.11.1. Кога е потребно менување на девизниот курс?

Со оглед на тоа што клучна варијабла за конкурентност и надворешен биланс е реалниот, а не номиналниот девизен курс, одредувањето на соодветниот номинален девизен курс неизбежно подразбира одредена оценка. Ниеден

³⁸ Ова претпоставува дека повисоките трошоци за производство кои произлегуваат од девалвацијата, како што се зголемените домашни цени за увезени производи, не го неутрализираат растот на приходите од извоз.

индикатор за преценетост на девизниот курс не е перфектен, бидејќи реалниот девизен курс е ендогена варијабла која реагира на многу фактори, вклучувајќи ги промените во нето капиталните приливи. На пример, пораст на реалниот ефективен девизен курс на една земја може да се рефлектира преку поголеми капитални приливи или зголемена продуктивност во однос на трговските партнери на таа земја. Како и да е, следниве настани може да сигнализираат дека девизниот курс е преценет:

- развој или присуство на значителен паралелен девизен пазар;
- голем и постојан дефицит во тековната сметка; и
- значителна и постојана апрецијација на реалниот ефективен девизен курс.

Преценетоста е речиси сигурна доколку постојат повеќе од еден сигнали. На пример, првите два услова беа карактеристични за девизниот курс на Гана и Уганда во текот на раните 80-ти години, пред почетокот на програмите за прилагодување и реформи, кога нивните економии се карактеризираа со масивно криумчарење и замена на валутата.

III. Фискалната политика во функција на макроекономска рамнотежа

3.1. Теоретска поставеност

Теоријата на фискалната политика во голема мера се должи на економистите како Jan Tinbergen, Bent Hansen, Leif Johansen и други кои ја развиле пред околку пет децении. Кон оваа група можеби според важноста на придонесот треба да се додаде и Richard Musgrave но, исто така, значаен е и придонесот на некои економисти од Северна Америка како што се Alvin Hansen, Lawrence Klein, Abba Lerner, Robert Solow, Paul Samuelson и сл. Сепак, овие последниве во нивните пишувања се фокусирале главно на стабилизационата улога на фискалната политика. Кејнзијанската политика за стабилизација е само дел, иако многу значаен, од модерната теорија за фискална политика. Во концептот на оваа теорија овие цели на фискалната политика се проширени над целите за стабилизација бидејќи фискалните алатки, исто така, можат да се користат за редистрибуција на доходот и за реалокација на ресурсите.

Основните елементи на теоријата на фискалната политика ја вклучуваат претпоставката дека креаторите на политиката немаат други цели освен промоција на социјална благосостојба или заштита на јавниот интерес на граѓаните. Социјалната благосостојба не зависи од една варијабла или индикатор, туку од неколку индикатори, од кои некои се економски а други се социјални. Начинот на кој креаторите на политиката ги рангираат овие индикатори се менува со тек на време или со менувањето на власта. Во земјите кои се сметаат високо демократизирани, рангирањето ги рефлектира преференциите на граѓаните и промените во нивните преференции.

Пример за економски варијабли од кои зависи социјалната благосостојба се економскиот раст, раст на вработеноста, раст на продуктивноста, стапката на инфлација, распределбата на доходот, невработеноста меѓу одредени групи итн. Пример за социјални индикатори се очекуваниот животен век, стапката на криминал, стапката на писменост, квалитетот на животната средина, видовите заболувања итн.

Креаторите на економската политика повеќе се фокусираат на економските индикатори. Тие имаат одредена перцепција за уделот кој секој од овие индикатори го има врз функцијата на благосостојба. Доколку функцијата на благосостојба ја обележиме со W а различните индикатори со y_i , тогаш тоа може да се претстави како:

$$W = f(y_1, y_2, \dots, y_n)$$

Економските индикатори може да се менуваат под влијание на промените на одредени инструменти на политиката, кои претставуваат алатки во рацете на властите за модифицирање на социјалната благосостојба и за нејзино прилагодување кон оптимумот.³⁹ Според тоа, секој индикатор е функција од инструментите на политиката:

$$y_i = f(x_1, x_2, x_3, \dots, x_j)$$

Често, одреден инструмент е особено ефикасен при влијанието врз определен индикатор. Доколку мала или реална промена на некој инструмент може да предизвика значителна промена на некој индикатор, тогаш таквиот инструмент се смета за ефикасен во однос на тој индикатор. Кога ефикасните инструменти се на располагање за да се промовира посакувана економска цел, водењето на политиката станува полесно. Примери за инструменти на фискалната политика се различните даноци, одредени карактеристики на даноците како што се одбитоците и стапките, различните категории расходи, одредени карактеристики на расходите итн. Фискалните дефицити, исто така, може да се сметаат како индиректни инструменти со кои се настојува да се постигне стабилизација. Тие се под влијание на промените во даноците и расходите. Нефискални економски инструменти се девизниот курс, каматните стапки, регулативата итн., кои исто така влијаат врз социо-економските индикатори.

³⁹ Мора да се потенцира дека промените во инструментите може да бидат ограничени од законски решенија, политика или административни бариери. Поверојатно е дека производливи се помали промени во инструментите отколку поголеми.

Ова, во основа, ја претставува теоријата на фискалната политика. Како и повеќето теории, и оваа содржи одредени претпоставки, некои од нив експлицитни, некои реалистични, а некои не. За фискалната политика да функционира онака како што е замислена во теоријата и за да овозможи социјална благосостојба со минимални негативни ефекти врз одредени групи при дистрибуција на доходот, потребно е да се исполнат следниве основни претпоставки.

Прво, мора да постои одреден центар, кој Vito Tanzi го нарекува „нервен центар, кој претставува место каде апстрактниот концепт кој го нарекуваме влада одлучува кои политички инструменти да се користат за да се влијае врз економските цели кои таа смета дека треба да се промовираат за да се максимизира социјалната благосостојба. Постојењето на нервен центар во голема мера имплицира: а) унитарна форма на влада; б) унифициран буџет; и в) премиер, претседател или најчесто министер за финансии со политичка моќ да ги одреди посакуваните цели и да ги менува инструментите на фискалната политика во посакуваната насока со посакувано темпо и интензитет.“⁴⁰

Оваа претпоставка го имплицира постоењето на сеопфатен процес на буџетирање. Притоа, не се донесуваат одлуки за јавните финансии надвор од буџетот или, во најмала рака, сите одлуки, без оглед дали се донесени во рамките на формалниот буџет или надвор од него се директно или индиректно контролирани од владата. Не се дозволува фрагментирање на процесот на одлучување било заради постоењето различни нивоа на власт со независни моќи, било заради политички разлики меѓу министрите или владините агенции. Ова, исто така, имплицира дека буџетите на суб-националните власти или на екстра-буџетските институции не смеат да бидат меки.

Доколку постојат разлики во целите или во начинот на користење на инструментите меѓу креаторите на политиките на различни нивоа, тие мора да се надминат во рамките на центарот, односно, владата. Очигледно, политичката моќ делумно е резултат на поддршката што владата ја добива од електоратот, а делумно од институционалната поставеност предодредена од уставот на една

⁴⁰ Vito Tanzi, Fiscal Policy: “When theory collides with reality”, Center for European Policy Studies (CEPS) Working documents 246, 2006 г.

земја. Исто така, таа делумно е резултат на реалната контрола која владата ја има или нема врз бирократијата и легислативата.

Втора претпоставка е оние кои ја претставуваат владата при донесувањето одлуки единствено да го имаат предвид јавниот интерес на граѓаните. Тие не треба да се под влијание на нивните лични интереси или интересите на одредени групи или географски подрачја. Не постојат ефикасни лоби групи кои функционираат надвор од изборниот процес и не постои можност за корупција и коруптивно однесување. Креаторите на политиката избегнуваат популистички политики кои се спротивни на јавниот интерес дури и кога ваквите политики имаат краткорочен ефект кој ќе им помогне на оние на власт да победат на следните избори. Со еден збор, изборниот циклус не игра никаква улога во буџетските одлуки.

Третата претпоставка е дека при донесувањето одлуки за буџетот владата ги има на располагање најдобрите економски анализи кои постојат. Тие анализи мора да се базираат врз сигурни информации, врз предвидувања без предрасуди и врз прифатени економски принципи со воспоставени односи меѓу промените во инструментите на фискалната политика и целите. Врз основа на овие анализи владата мора да биде во состојба со одредено разумно ниво на прецизност да утврди дека конкретна промена на одреден инструмент се очекува да предизвика конкретна промена во одредена цел. Ваквите анализи ги отфрлаат одлуките донесени врз чувство, импресии, идеологии, инстинкти, погрешни податоци, предвидувања со предрасуди, изборни ветувања, или едноставно антагонизам кон претходната владејачка гарнитура.

Четврта претпоставка е дека со оглед на тоа што инструментите на политиката генерално се содржани во легислативата, тие може да се променат со промена на законите или со донесување нови закони.⁴¹ Се претпоставува дека законите поднесени и одобрени од парламентот се јасни, конкретни и дека содржат што е

⁴¹ Ова е област каде фискалната политика фундаментално се разликува од монетарната политика. Промените во инструментите на монетарната политика не се вршат со закон, додека оние на фискалната политика секогаш бараат ново законско решение. Ова го отежнува водењето на фискалната политика и довело до предлози за формирање на фискални совети кои би имале моќ во одредени граници да ги менуваат политиките без тоа да треба да го стори парламентот. Види кај Eichengreen, Hausmann и Von Hagen (1997 г.)

можно помалку двосмислености и непотребности. Тие не смеат да креираат асиметрични информации или проблеми на различна интерпретација меѓу владата од една страна и граѓаните од друга, или меѓу јавните служби кои ги пишуваат законите од една страна и оние кои треба да ги имплементираат од друга страна. Законите мора да можат лесно да се идентификуваат со одреден инструмент на фискалната политика, на пример, закон за данок на додадена вредност, закон за акцизи итн. Мора да биде сосема јасно кој инструмент се настојува да се промени со конкретен закон и врз каква цел на фискалната политика се сака да се влијае со промената на тој специфичен закон. Со законите треба да се избегнува да се таргетираат повеќе цели, бидејќи се покажале како неефикасни обидите да се влијае врз повеќе од една цел со еден инструмент.

Петтата претпоставка е дека извршната власт мора да има онолку контрола врз инструментите на политиката (вклучително и врз предложените закони) колку што е можно во демократско општество. Тоа во прв ред подразбира право на парламентот да одобрува, подобрува, изменува или одбива предлози од извршната власт. Сепак, парламентот нема право фундаментално да ги измени законските предлози или непотребно да го одложува постапувањето по предложените закони. Извршната власт е таа која мора да ги контролира инструментите на економската политика, а не парламентот.

Понатаму, а поврзано со првата претпоставка, различните министри мора да работат на хармонизиран и координиран начин и не треба да притискаат за донесување контрадикторна легислатива. Притоа, најголемиот дел од одлуките за даноци и расходи мора да се извршат во една фискална година, освен во исклучителни случаи кога се работи за големи капитални проекти кои се реализираат во тек на неколку години. Доколку на крајот на фискалната година има непотрошени средства или неплатени обврски, потешко се утврдува влијанието на фискалната политика врз економијата. Конечно, одлуките донесени на повисоко ниво, на ниво на влада, а одобрени од парламентот не смеат да се искриват при имплементирање во подолните ешалони на власта.

Ваквата теорија на фискална политика, која во литературата се среќава и како „нормативна“ па дури и „наивна“ за жал е далеку од реалноста и во развиените

земји, а особено во земјите во развој. Теоријата е корисна во таа мерка што ни кажува како фискалната политика треба да изгледа, но не кажува како всушност се однесува светот. Постојат најмалку две школи кои не се согласуваат со ваквата теорија. Едната е таканаречената Школа на јавен избор која не верува дека владата и бирократите може да ги стават настрана своите лични интереси при одлучување за јавниот интерес. Другата се нарекува Позитивна теорија на фискална политика која ги критикува институциите и институционалната поставеност, но вели дека со нивно подобрување може да се постигнат подобри цели.

3.2. Ефектите од фискалната политика врз агрегатната побарувачка

Како што видовме, освен со монетарната политика државата може да влијае врз однесувањето на макроекономската политика и преку фискалната политика. Тоа, пред сè, се однесува на изборот кој стои пред владата во однос на купувањата, односно трошењата на јавниот сектор или во однос на даноците. Примарниот ефект на фискалната политика на краток рок е врз агрегатната побарувачка за стоки и услуги, додека на долг рок таа исто така влијае врз штедењето, инвестициите и растот на бруто домашниот производ.

Кога владата како носител на фискалната политика ги менува стапките на даноците, таа ја менува кривата на агрегатна побарувачка индиректно преку влијание врз одлуките за трошење на претпријатијата или населението. Спротивно, кога владата ги менува своите навики и начини на купување стоки и услуги, таа директно ја менува кривата на агрегатната побарувачка.

На пример, да претпоставиме дека една влада прави нарачка за нов авион кај голем производител на авиони. Оваа нарачка ја зголемува побарувачката за производството на тој голем производител, што ќе ја натера компанијата да вработи повеќе работници и ќе го зголеми нејзиното производство. Со оглед на тоа што таа компанија е дел од економијата, зголемената побарувачка за нејзините производи значи зголемување на вкупната количина стоки и услуги кои се побаруваат за секое ценовно ниво. Како резултат на тоа, кривата на агрегатната побарувачка ќе се помести во десно.

Но, да видиме за колку оваа нарачка на владата ќе ја зголеми агрегатната побарувачка? Очигледен одговор би бил дека таа би се зголемила за износот на новата нарачка. Сепак, ова не е сосема точно. Постојат два макроекономски ефекта кои влијаат врз тоа големината на промената на агрегатната побарувачка да се разликува од висината на промената на владината потрошувачка, односно, купувањето. Прво, тоа е ефектот на мултипликација, кој укажува на тоа дека промената на агрегатната побарувачка може да биде поголема од износот на владината потрошувачка, односно, во наведениот пример од износот на нарачката за нов авион. Второ, ефектот на истиснување (*crowding out*), кој укажува дека промената во агрегатната побарувачка може да биде помала од владината потрошувачка.

3.2.1. Кејнзијански пристап и истиснување (*crowding out*)

Наједноставниот Кејнзијански модел претпоставува ригидност на цените и вишок на слободен капацитет, така што производството е детерминирано од агрегатната побарувачка. Во ваков модел фискалната експанзија има мултиплицирачки ефект врз агрегатната побарувачка и производството. Кејнзијанскиот мултипликатор е над еден, се зголемува со респонзивноста на потрошувачката на тековниот приход и е поголем при зголемување на расходите отколку при кретење на даноците. Доколку зголемувањето на расходите е надополнето со зголемување на даноците, тогаш мултипликаторот е балансиран и еднаков на еден.

Проширувањето на едноставниот Кејнзијански модел овозможува ефект на истиснување преку иницирани промени во каматните стапки и девизниот курс. Ова е како дополнување на директното истиснување кое се случува во онаа мера во која владата обезбедува стоки и услуги кои ги заменуваат оние произведени од приватниот сектор. Досега, зголемувањето на домашната побарувачка во отворена економија се задоволуваше со увоз. Степенот на истиснување влијае врз големината на фискалните мултипликатори но не ја менува нивната насока на делување. Во стандардниот *IS-LM* модел приватните инвестиции се негативно пропорционални со каматните стапки, и според тоа, фискална експанзија која е

резултат на зголемено позајмување од странство кое ги зголемува каматните стапки доведува до намалување на инвестициите.⁴² Во *IS-LM* моделот на отворена економија (моделот на Mundell-Fleming) опишан погоре во трудот, истиснување може да се врши и преку девизниот курс. Повисоките каматни стапки привлекуваат странски капитал да влегува во земјата, што доведува до апрецијација на девизниот курс. Влошувањето на состојбата на тековната сметка од платниот биланс кое настанува како последица од апрецијацијата го неутрализира растот на домашната побарувачка која, пак, произлегла од експанзивна фискална политика.

Истиснувањето преку каматните стапки и девизниот курс е под влијание на одредени аспекти на *IS-LM* моделот:

- Детерминантите на приватните инвестиции. Истиснувањето веројатно ќе биде поголемо доколку инвестициите се прилично чувствителни на промените на каматните стапки. Сепак, доколку инвестициите претставуваат растечка функција од тековниот приход, може да дојде до генерирање прилично високи мултипликатори дури и во случај кога постои истиснување преку каматните стапки.
- Побарувачка за пари и монетарна политика. Истиснувањето преку каматните стапки се базира врз претпоставката дека побарувачката за пари е функција од каматните стапки и доходот. Колку помалку сензитивна е побарувачката за пари на каматните стапки, а повеќе сензитивна на доходот, толку истиснувањето ќе биде поголемо. Сепак, тенденцијата каматните стапки да растат како последица на фискална експанзија може да се неутрализира со олабавување на монетарната политика.
- Отвореност и режим на девизен курс. Во отворена економија, големината на фискалните мултипликатори првенствено ќе зависи од режимот на девизен курс. При флексибилен курс, капиталните приливи привлечени од

⁴² Во суштина, секоја ставка која е сензитивна на каматните стапки, како, на пример, купување трајни потрошувачки стоки или услуги кои се поврзани со домувањето, може да биде под влијание, но најголемиот ефект е, сепак, врз инвестициите.

повисоки домашни каматни стапки водат кон апрецирање на валутата.⁴³ При перфектна мобилност на капиталот постои целосно истиснување и фискалната политика во таков случај е неефективна.⁴⁴ При фиксен курс фискалната експанзија ќе продуцира помал раст на каматните стапки отколку во затворена економија, а при перфектна мобилност на капиталот фискалната политика ќе биде многу ефикасна бидејќи паричната маса ќе се зголеми за да спречи раст на домашните каматни стапки (односно, каматните стапки дома и во странство ќе останат исти).

Степенот на истиснување, исто така, е под влијание на ценовната флексибилност. Неокејнзијанските модели дозволуваат ценовна флексибилност иако номиналните ригидности остануваат доколку цените не се прилагодуваат целосно за да ги израмнат пазарите. Дури и ако е лимитирана на краток рок, ценовната флексибилност ќе има тенденција да го намалува распонот на вредности на фискалните мултипликатори и особено да го ограничи влијанието на режимот на девизен курс. Во затворена економија, фискалната експанзија ќе води кон повисоки цени кои го задушуваат дел од растот на агрегатната побарувачка на краток рок, притоа засилувајќи го истиснувањето преку каматните стапки кое се појавува при ценовна ригидност. Во отворена економија со флексибилен курс степенот на истиснување зависи од респонзивноста на домашните цени на промените на девизниот курс. Поконкретно, доколу домашните цени се движат заедно со девизниот курс, истиснувањето ќе биде помало отколку при ценовна ригидност бидејќи апрецијацијата на девизниот курс ќе ги намали цените. Во услови на фиксен курс салдото на тековната сметка ќе се влоши како одговор на ценовните зголемувања преку реалната апрецијација на девизниот курс, и притоа истиснувањето ќе биде поголемо отколку при ценовна ригидност.

Промените на каматните стапки, девизниот курс и цените можат дополнително да влијаат врз истиснувањето преку ефектите на богатството врз агрегатната побарувачка. Ова би било случај кога потрошувачката зависи од тековното финансиско богатство. Пораст на каматните стапки, генерално, ќе ја намали

⁴³ Ова претпоставува непроменето ниво на девизни резерви. Доколку фискалната експанзија е финансирана со намалување на резервите, монетарната експанзија која, всушност, се случува притоа го намалува ефектот на истиснување.

⁴⁴ Доколку постои флексибилен курс но капиталот не е мобилен тогаш фискалниот мултипликатор е еднаков како во затворена економија.

номиналната вредност на финансиската актива исто како што апрецијацијата на девизниот курс ја намалува вредноста на активата деноминирана во странска валута. За домаќинствата и фирмите кои се нето кредитори ваквите ефекти на богатството ќе го засилат истиснувањето преку каматните стапки и девизниот курс како што е објаснето погоре, и ќе ги намалат фискалните мултипликатори.⁴⁵ Влијанието на повисоките цени е нејасно бидејќи тие може да имаат спротивни ефекти врз номиналното и реалното богатство.

На крај, треба да се земат предвид и динамичките ефекти на фискалната политика.⁴⁶ Доколку на истиснувањето му треба повеќе време за да се манифестира од директното влијание на фискалната експанзија, веројатно е дека фискалните мултипликатори ќе бидат релативно високи на краток рок но ќе опаднат со тек на време. Особено, спиралата плати-цени која ја детерминира брзината на раст на цените како последица на фискалната експанзија, како и респонзивноста на обемот на трговската размена на промените на увозот и извозот изразени во домашна валута, ќе влијае врз висината на краткорочните фискални мултипликатори.

3.2.2. Некејнзијански ефекти на фискалната политика

Некејнзијанските ефекти од фискалната политика се појавиле од новите класични модели кои се фокусираат на познатите недостатоци на Кејнзијанскиот пристап, а пред сè тоа е невклучувањето на микроекономските аспекти. Голем дел од неокласичните модели ставаат особен акцент на ефектите од фискалната политика на страната на понудата. Меѓутоа, тие, исто така, се фокусираат на некои карактеристики кои имаат импликации на страната на побарувачката.

Рационални очекувања. Иако некои варијанти на Кејнзијанскиот пристап ги земаат предвид очекувањата тие, обично, се базираат врз адаптивните очекувања. За споредба, рационалните очекувања вршат прилагодување напред во варијаблите кои би биле попрогресивни со адаптивните очекувања. Така, долгорочните ефекти од фискалната политика ќе бидат значајни дури и на

⁴⁵ Види кај Richard Hemming и други, "The Effectiveness of Fiscal policy in Stimulating Economic Activity - A Review of Literature", IMF Working paper 208, 2002 г.

⁴⁶ Види кај Auerbach and Kotlikoff, 1987 г.

краток рок, и во контекст на тоа разликата меѓу привремени и перманентни промени во политиката е значајна. На пример, иако привремената фискална експанзија нема долгорочно влијание врз очекувањата, перманентната фискална експанзија може да го зголеми истиснувањето дури до степен на претворање на фискалните мултипликатори во негативни. Тоа е така бидејќи населението и претпријатијата ќе очекуваат дека инцијалното зголемување на каматните стапки и апрецијацијата на девизниот курс ќе потраат и ќе се зголемуваат (Krugman и Obstfeld, 1997 г.).

Рикардова равенка. Кејнзијанскиот пристап се базира врз претпоставката дека потрошувачката е поврзана со тековниот приход. Доколку потрошувачите се однесуваат според Рикардовата равенка во смисла дека се со поглед нанапред и се потполно свесни за меѓувременото буџетско ограничување, тие ќе антиципираат дека намалувањето на даноците денес кое е финансирано со издавање државен долг ќе резултира со повисоки даноци во иднина за идните генерации. Постојаниот приход останува непроменет, а во недостаток на ограничување за ликвидност и во услови на перфектни пазари на капитал потрошувачката нема да се промени. Оваа констатација на постојната Рикардова равенка ја додал Варго во 1974 година и истата теорија сега во литературата се среќава како „предлог-равенка на Варго-Ricardo“. Според тоа, постои Рикардова еквивалентност меѓу даноците и издавањето долг. Перфектната Рикардова равенка имплицира дека намалување на владиното штедење како резултат на намалување на даноците е потполно неутрализирано со повисоко приватно штедење, а агрегатната побарувачка е непроменета. Во овој случај, фискалниот мултипликатор е еднаков на нула.

Фокусот на Рикардовата равенка во литературата е врз ефектите од намалувањето на пашалните даноци за одредено ниво на јавни расходи. При пропорционални или прогресивни даноци, начинот на кој ефектите на страната на понудата од намалување на даноците влијаат врз перманентниот доход треба исто така да се земат предвид. Доколку фискалната експанзија се одвива во насока на зголемено владино трошење, влијанието врз перманентниот доход зависи од тоа како тоа ќе се плати во иднина. Привремено зголемување на владиното трошење кое би се неутрализирано со идни помали трошења нема да

има никакво влијание. Меѓутоа, доколку зголеменото владино трошење се финансира од идни повисоки даноци тоа ќе доведе до намалување на перманентниот доход и потрошувачката - и според тоа, појава на негативни фискални мултипликатори - иако точната големина на падот на производството кој најверојатно ќе се случи ќе зависи од тоа колку продуктивни биле владините трошења.

Тука е значајно да се истакне дека Рикардовата равенка базира врз силни претпоставки. Така, краткиот временски период, помалку перфектните предвидувања, делумните ликвидносни ограничувања, неперфектниот пазар на капитал и желбата да се префрлат некои од тековните фискални товари на идните генерации може повторно да воспостават појака врска меѓу фискалната политика и потрошувачката (Mankiw и Summers, 1984 г.; Blanchard, 1985 г.). Следствено, практичното значење на Рикардовата равенка е проблематично барем во нејзината перфектна форма.

Сепак, вреди да се постави прашањето дали постојат случаи кога Рикардовиот одговор е поверојатен. На пример, доколку владата е обврзана со некое фискално правило дека фискалната експанзија денес треба да се неутрализира со фискална контракција подоцна, тогаш индивидуите кои и онака не располагаат со долг временски хоризонт можеби ќе го прилагодат своето штедење барем делумно да бидат подготвени за идните повисоки даноци. Слично, кога е очигледно дека тековното движење на јавниот долг е неодржливо и дека ќе бидат неопходни даночни зголемувања во иднина за намалување на долгот, изгледа дека постои Рикардов одговор на фискалната експанзија дури и при кејнзијанскиот пристап.

Израмнување на потрошувачката. Рикардовото однесување резултира со израмнување на потрошувачката со цел да се неутрализира меѓугенерациската редистрибуција наметната со владината политика на јавен долг. Постојат повеќе модели на генерациско преклопување кои укажуваат на тоа, меѓутоа таквите не можат да ја објаснат реалната ситуација на делумно израмнување на потрошувачката. Врз оваа основа Mankiw во 2000 година го развил моделот на штедачи-трошачи во кој не само што израмнувањето на потрошувачката не е

перфектно туку многу луѓе имаат мало нето богатство, а наследствата имаат значајна улога при акумулацијата на богатството.

Премија на каматна стапка и кредибилитет. Премијата за ризик во каматните стапки е значаен канал преку кој акумулацијата на долг може да влијае врз фискалниот мултипликатор. Како што јавниот долг се кумулира со фискалните експанзии од година во година, премијата за ризик која го рефлектира растечкиот ризик од невраќање на долгот или зголемен ризик од појава на инфлација ќе ги засили ефектите на истиснување преку каматните стапки (Miller, Skidelsky и Weller, 1990 г.). Во такви околности привремена фискална експанзија би била поефикасна од перманентна, бидејќи таа наметнува помал ризик за нарушување на одржливоста на долгот.

Во отворена економија со висока мобилност на капиталот фискалните експанзии се ризични за одржливоста на долгот и ги зголемуваат стравувањата за идни проблеми во платниот биланс, што доведува до намалување на странските инвестиции и до одлив на капитал со негативни последици по економската активност во економијата. Во овој контекст кредибилитетот на политиките е од круцијално значење.

Доколку довербата во способноста на владата да спроведе мерки спротивни на намалувањето даноци или привременото зголемено трошење е мала како резултат на слаба фискална дисциплина, а најавената привремена фискална експанзија, всушност, ќе се претвори во перманентна, тогаш каматните стапки најверојатно ќе се зголемат со вградување на премија за ризик. Доколку премијата е поголема, тоа е сигурен сигнал дека мултипликаторите ќе станат негативни, бидејќи приватното штедење реагира позитивно на кредибилната обврска за намалување на долгот и намалување на премијата за ризик.

Несигурност. Доколку фискалната експанзија е поврзана со зголемена несигурност, претпазливото однесување на населението и претпријатијата може, исто така, да ги намали фискалните мултипликатори и да ги претвори во негативни вредности. Населението најверојатно ќе акумулира штедење како

претпазливост за иднината, а компаниите ќе ги одложат инвестициите. Понатаму, во несигурна деловна клима големо значење имаат ефектите на доверба.

Теоретските поставки на ефектите на доверба кои не се поврзани со очекувања или кредибилитет се прилично нејасни, но генералната идеја е дека потрошувачката и инвестициите може да зависат од тоа како населението и претпријатијата гледаат на општата економска ситуација, а нивната доверба во таа насока е под влијание на владините политики и информации (на пример, очекувани идни дефицити имаат негативен одраз врз довербата, особено ако претходно владата не може да се пофали со некои кредибилни резултати на фискална прудентност).

3.3. Ефектите од фискалната политика на страната на понудата

Анализата на стабилизирачката улога на фискалната политика традиционално се фокусира на нејзините ефекти на страната на побарувачката, додека ефектите на страната на понудата се сметаат позначајни на подолг рок. Сепак, разликата меѓу прашањата на страната на побарувачката на краток рок и оние кои се однесуваат на страната на понудата на подолг рок можеби не е толку јасна. Доколку економијата функционира при полн капацитет и на краток рок не постои можност за зголемување на прокуктивниот капацитет, фискалната експанзија, која може да се преземе врз база на погрешна претпоставка дека постои вишок капацитет или чисто заради политички причини, треба да биде истисната.

Само политики кои промовираат одговори на страната на понудата би можеле да се справат со ограничените капацитети, а нивното влијание е првенствено на долг рок. Меѓутоа, ефектите од фискалната политика на страната на понудата би можеле да повлечат краткорочни последици на страната на побарувачката заради очекувањата дека растот на долг рок ќе биде поголем. Доколку фискалната експанзија е извршена преку намалување на даноците и зголемување на расходите кои се поволни за понудата, тоа ќе оди во насока на зголемување на фискалните мултипликатори.

Даноци, јавни расходи и раси. При оценката на краткорочните ефекти на фискалната политика вниманието треба да се насочи кон начинот на кој промените во оданочувањето на приходот на работниците влијаат врз понудата на работна сила и како промените во оданочувањето на капиталот влијаат врз штедењето и инвестициите. Лоцирањето на меѓународно мобилниот капитал и работна сила, исто така, може да биде под влијание. Сепак, во конечната анализа, влијанието на даночните промени врз понудата на работна сила и капитал, а преку нив и врз растот на економијата, претставува емпириско прашање за тоа какви недвосмислени заклучоци треба да произлезат.⁴⁷ Исто така, внимание треба да се посвети и на начинот на кој промените во расходите влијаат врз продуктивноста на работната сила и капиталот. Поконкретно, владиното трошење на јавни добра и останати стоки - и во иста мерка скратувањата на трошоците кои се непродуктивни - би можело да води кон повисок раст. Ова е прикажано во модели каде владата инвестира како во физички така и во човечки капитал (Murphy, Shleifer, и Vishny, 1989 г.; и Lucas, 1988 г.) Други модели покажуваат дека таквите инвестиции може да ја движат економијата меѓу лош и добар еквилибриум (Azariadis и Drazen, 1990 г.), при што се појавуваат големи макроекономски разлики кои имплицираат дека фискалните мултипликатори се премногу големи.

Одредено внимание се посветува и на начинот на кој карактеристиките на пазарот на труд би можеле да влијаат врз тоа дали промените во оданочувањето и расходите би можеле да имаат некејнзијански ефекти преку каналите на страната на понудата. Така, Alesina и Perotti (1997 г.) забележуваат дека зголемувањето на даноците од плата би можеле да имаат значителни негативни ефекти врз понудата во пазари на труд кои се организирани во синдикати, односно, не се перфектно конкурентни, при што бруто платите, а со тоа и трошоците по единица труд, исто така, се зголемуваат рефлектирајќи ги повисоките даноци.

Меѓутоа, овие два автора аргументираат дека склучувањето договори со синдикатите за упросечување на платите би можело да го ограничи растот на бруто платите, а со тоа и инфлаторните притисоци за време на фискална

⁴⁷ За емпириските докази поврзани со понудата на работна сила види кај Blundell и MacCurdy (1999г.)

контракција надополнета со голема девалвација при што фискалниот мултипликатор ќе се намали. Таков договор е поверојатно полесно да се склучи со високо централизирани синдикати. Од друга страна, Lane и Perotti (1996 г.) сметаат дека намалување на вработеноста во државниот сектор, што води кон намалување на побарувачката за работна сила, ги ослабува синдикатите, ги намалува платите а со тоа ја зголемува профитабилноста, би можела да претставува извор на некејнзијански ефекти.

Неокласични модели. Основна карактеристика на неокласичните модели е дека цените ги чистат пазарите така што флукуациите во производството се како резултат на шокови на страната на понудата, а не како резултат на промените во агрегатната побарувачка. Една импликација на неокласичните модели, која најпрво е истакната од Lucas (1975 г.) а потоа и од Sargent и Wallace (1975 г.) е дека целосно антиципираните политики кои влијаат врз агрегатната побарувачка (но не и врз агрегатната понуда) немаат никакво влијание врз растот ниту на краток ниту на долг рок. Само неантиципираните политики - кои ги одразуваат или изненадувањата од владата или несовршените информации - имаат влијание кое во целост произлегува од понудата. Ова не значи дека овие модели не ја земаат предвид фискалната политика. Сепак, тие се фокусираат на дизајнирање оптимална фискална политика за разлика од истражување на влијанието на фискалната политика врз економската активност.

3.4. Ефектите од фискалната политика врз девизниот курс

Начинот на водењето на фискалната политика може да има влијание врз движењата на девизниот курс и врз политиката на девизен курс. Теоретски, таквото влијание зависи од поврзаните промени во ризикот од неисполнување на обврските на државата, од отвореноста на капиталната сметка од платниот биланс и од режимот на девизен курс. Во услови на висока мобилност на капиталот, константна премија за ризик на земјата и режим на флексибилен девизен курс, евентуална фискална експанзија би довела, иако привремено, до апрецијација на девизниот курс.

Спротивно, при ниска мобилност на капиталот, се очекува девизниот курс да депрецира во услови кога фискалната експанзија го поттикнува увозот и предизвикува дефицит во тековната сметка од платниот биланс. Кај понапредните земји во развој, главно, постои висока мобилност на капиталот, а премиите за ризик на земјите имаат тенденција да бидат сензитивни на фискалната политика. Тоа укажува дека зголемувањето на буџетските дефицити најверојатно ќе го зголеми ризикот за неисполнување на обврските на владата, ќе генерира одлив на капиталот и ќе наметне притисок врз домашната валута.

Во литературата се среќаваат анализи на врската меѓу фискалната политика и валутните кризи. Првата генерација модели за платно-билансни кризи покажуваат како неконзистентноста меѓу фундаментите на фискалната политика и строго фиксните девизни курсеви доведува до напуштање на фиксниот курс (Krugman, 1979 г.). Подоцнежните модели укажуваат на тоа дека кризите можеби се самоисполнувачки (Obstfeld, 1994 г.), што значи дека самиот страв од и очекувањата за настанување криза, во суштина, придонесуваат за или го забрзуваат процесот на настанување на кризата. Тие можеби се директно предизвикани од новите перцепции на инвеститорите за идната фискална политика.

Овој концепт на самоисполнувачка криза сè повеќе е присутен во дебатите околу должничката криза во ЕУ која се претвори во валутна криза и го загрозува постоењето на еврото, каде особено е актуелна состојбата во економиите кои се на работ на неможност за исплаќање на обврските, како Италија и Шпанија, каде постои таква опасност од самоисполнувачка криза меѓутоа и дилема дали таа може да се надмине со помош од страна на Европската централна банка.

Фискалната политика, исто така, може да влијае и врз однесувањето на политиката на девизен курс. На пример, во економиите каде голем процент од државниот долг е деноминиран или е индексан во странска валута, централната банка може да донесе одлука да се бори против депрецијација на девизниот курс на тој начин лимитирајќи ја улогата на девизниот курс како апсорбирач на шокови (Goldstein и Turner, 2003 г.). Спротивно, во земји каде голем процент од јавниот долг е поврзан со движењето на каматните стапки, монетарните власти

може да не сакаат да ги зголемат домашните каматни стапки за да се спротивстават на притисоците врз курсот.

Од емпириска перспектива, искуствата за влијанието на фискалната политика врз движењата на девизниот курс се мешани. Некои студии (Feldstein, 1986 г.), (Melvin и други, 1989 г.), (Beck, 1993 г.) и (Caramazza, 1993 г.) наоѓаат позитивна значајна врска меѓу фискалните експанзии и девизниот курс во развиените земји, додека пак, други не наоѓаат никаква статистички значајна корелираност (McMillin и Koray, 1990 г.), (Koray и Chan, 1991 г.). Од друга страна, во земјите во развој емпириската литература се фокусира главно на „придонесот“ на фискалната политика за ранливост на земјата од валутни кризи, притоа утврдувајќи дека големи експлицитни или имплицитни буџетски дефицити, или пазарни перцепции за недостаток на фискална одржливост, ги прави економиите поранливи на вакви кризи (Korits, 2000 г.)

3.5. Ефектите од фискалната политика врз каматните стапки

Квантитативните ефекти на државниот долг и буџетскиот дефицит врз долгорочните каматни стапки се обвие со многу контроверзии. Економската теорија дава различни одговори во зависност од прашањата, како, на пример, дали дефицитот ги рефлектира промените во јавните расходи или промените во времето на даноците. Исто така, тоа зависи од временскиот период на планирање на домаќинствата (секторот население) кои плаќаат даноци и кои го поседуваат државниот долг.

Влијанието на значителното влошување на фискалните позиции дури и во високоразвиените западни економии врз глобалните долгорочни каматни стапки не привлече некое особено внимание во литературата. При анализата на таквото влошување, особено во контекст на рестриктивна монетарна политика во некои од најголемите економии, феноменот на ниски каматни стапки кој го потенцира Greenspan (2005г.) изгледа уште почуден. Да ги земеме предвид фактите. Бруто јавниот долг во повеќето од развиените економии од групата Г-7 постојано расте истовремено кога приносите на долгорочните обврзници се сведени на многу ниско ниво. Порастот на јавниот долг е особено изразен во Јапонија, при што

мерен како процент од БДП тој се дуплирал во изминатите десет години и сега достигнува околу 233% од БДП. Сепак, овде вреди да се напомене дека иако ова е неверојатен показател, долгот на Јапонија не се смета за неодржлив и на земјата не ѝ се заканува должничка криза бидејќи најголемиот дел од долгот е домашен. Јавниот долг во САД одамна ја надмина границата од 100% од БДП и сега изнесува околу 121% од БДП, што се смета за загрижувачко со оглед на тоа што тој постојано расте и главно се покрива со нови емисии на американски долари кои завршуваат низ светот (сè уште американскиот долар е меѓународна пресметковна валута) и на тој начин се спречува инфлаторно влијание во американската економија.

Јавниот долг во Европа значително се зголеми дури и во најголемите економии како Италија, Шпанија, Франција, како резултат на должничката криза која потекна од Грција, а се прошири низ целата евро-зона. Нивото на задолженост на некои од европските земји се зголеми за повеќе од 10 процентни поени во период од само неколку години. Дури и можноста за натамошно фискално влошување, со оглед на фискалните импликации врз процесот на стареење, се чини немаа влијание врз идните движења на финансиските пазари со фиксни приноси. Така, објаснувањето на феноменот за ниските каматни стапки навистина е загатка завиткана во мистерија.

Ниското ниво на каматни стапки доведе до тоа што носителите на политиките не сметаа дека нешто не е во ред со фискалната нерамнотежа и не презедоа некои особени активности. Дури некои економисти започнаа да се сомневаат во поврзаноста меѓу буџетскиот дефицит и долг од една страна и каматните стапки од друга.⁴⁸ Ваквите погледи често се објаснуваа со тоа дека детерминантите на каматните стапки во развиените економии во ера на глобална мобилност на капиталот не се повеќе тоа што беа порано и дека е потребна „нова економија“ на каматни стапки која ќе ја рефлектира новата врска меѓу традиционалните варијабли вклучувајќи ја онаа меѓу фискалната нерамнотежа и каматните стапки.

Hauner и Kumar (2006 г.) аргументираат дека она што влијаело врз одржувањето ниски каматни стапки во развиените економии е значителната акумулација на

⁴⁸ Види кај Gale и Orszag (2003, стр. 466) за бројни референци за вакви изјави.

резерви од страна на централните банки во земјите во развој, и покрај ефектите од влошувањето на фискалните позиции во повеќето развиени земји. Тие понатаму велат дека кога ефектите од капиталните приливи кои делуваат како еден вид осигурување ќе се намалат или целосно ќе исчезнат, тоа не само што ќе ги зголеми долгорочните каматни стапки туку и ќе го исфрли на виделина влијанието што го имаат хроничните фискални нерамнотежи врз зголемувањето на каматните стапки.

Во нивниот труд тие заклучуваат дека фискалната политика во некои од најголемите економии е неадекватна. Тоа значи дека земјите кои имаат буџетски потешкотии во опкружување на ниски каматни стапки веројатно ќе се соочат со поголеми тешкотии кога каматните стапки ќе се вратат на „нормално“ ниво. На долг рок, потенцијалниот ефект од стареење на населението во насока на зголемување на каматните стапки може дополнително да ја влоши ситуацијата, особено доколку зголемените трошоци за пензии го зголемат задолжувањето на државата.

3.6. Ефектите врз монетарната политика и банкарскиот систем

Мерките на фискалната политика и нивната имплементација имаат одредено влијание и врз однесувањето на монетарната политика, што повлекува потреба од координација на двете политики. Ефектите од фискалната политика врз монетарната политика може да се согледаат во режими каде доминира фискалната политика, а монетарната политика има пасивна улога. Некои економисти припадници на неокласичниот пристап или како што се нарекува Новиот економски консензус аргументираат дека фискалната политика е неефективна при такви режими. Така, Allsopp и Vines (2005 г.) укажуваат дека „однесувањето на фискалните власти ќе биде земено предвид од монетарните власти, при што вкупното макроекономско однесување на системот малку ќе се промени“.⁴⁹ Со други зборови, централната банка може да го „прифати“ фискалното однесување. Сеуште, монетарната политика е зад воланот и ја движи макроекономската политика, а само ѝ „дозволува“ на фискалната политика да биде ефективна.

⁴⁹ Christopher Allsopp & David Vines, 2005. "The Macroeconomic Role of Fiscal Policy," Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, vol. 21(4), стр. 485-508,

Би можело да се аргументира дека централната банка која настојува да го оствари таргетот на инфлацијата би можела да ги зголеми каматните стапки со цел неутрализирање на евентуалните инфлаторни притисоци кои би дошле од трошењето на владата. Сепак, способноста на монетарните власти да ги неутрализираат инфлаторните ефекти од фискалната политика е предмет на дебата. Доколку централната банка се справува со инфлацијата, а цените не се прилагодуваат нагоре за да го елиминираат ефектот на зголемено богатство и да го задоволат условот за меѓувременско буџетско ограничување, реалниот јавен долг секогаш ќе биде поголем од нето сегашната вредност на примарниот суфицит.

Ова може да доведе до ситуација во која побарувачката секогаш ќе биде поголема од понудата (бидејќи рационалните економски субјекти знаат дека оваа нерамнотежа ќе опстои подолго како резултат на таргетирањето на инфлацијата од страна на монетарната власт) и ефектот на богатството ќе биде толку голем што ќе делува во насока на создавање хиперинфлација. Сличен аргумент наведува и Woodford (2008 г.), кој смета дека инфлаторните ефекти од трошењето на државата ќе се забрзаат. Taylor предлага воведување агресивно монетарно правило, но доколку иницијалната вредност на номиналниот јавен долг е многу голема, Woodford смета дека таквата политика негативно ќе се одрази.

Како што е објаснето од Christiano и Fitzgerald, повисока номинална каматна стапка која е наменета да се справи со инфлаторните ефекти од висок јавен долг, би довела до забрзан раст на номиналниот долг. Со оглед на тоа што очекуваниот иден примарен суфицит не се менува, цените мора да се прилагодат, што води кон зголемена инфлација. Монетарни власти кои вршат таргетирање на инфлацијата и го користат поагресивното Тејлорово правило, автоматски ќе ги зголемат номиналните каматни стапки, што дополнително ќе ја влоши ситуацијата со номиналниот долг и со инфлацијата.

Доколку ова монетарно правило за номиналните каматни стапки е премногу агресивно, тоа станува инфлаторно и дестабилизирачко по економијата доколку фискалната позиција е конзистентна со голем номинален долг. Притоа, не може

да се издвои улогата на фискалната од монетарната политика. Двете политики имаат влијание врз производството и инфлацијата и во време на нова ера на ефективност на политиките, прашањето е како да се изнајде оптимална комбинација. Некои економисти сметаат дека фискалната политика е онаа што е одговорна за комбинирањето на политиките и откако ќе биде поставена, таа може да има значајни стабилизирачки ефекти (Allsopp и Vines, 2005 г.).

Доколку фискалната политика е јасно пренесена на јавноста како Рикардова (т.е. дефицитите секогаш се целосно покриени со суфицити) таа ќе биде неефикасна, но доколку таа не е Рикардова, тогаш фискалната политика, монетарната политика и нивната поврзаност мора да бидат јасни и транспарентни пред јавноста, така што економските субјекти може да донесуваат оптимални одлуки.

Со оглед на тоа што постои општо прифатена согласност дека фискалната политика е инфлаторна, се смета дека таа е корисна само во услови на дефлација. Во нормални периоди, треба да доминира монетарната политика додека фискалната политика треба да остане пасивна со единствена цел да ги држи очекувањата реални. Фискалната политика треба да биде автоматска, транспарентна, кредибилна и мора да ги почитува правилата.

Од монетарниот преглед е познато дека паричната маса е збир од нето домашната актива (*NDA*) и нето странската актива (*NFA*), односно, збир од резервите и домашните кредити:

$$M=R+D$$

$$D=D^G+D^P$$

Врската меѓу фискалната и монетарната политика се остварува преку фактот што фискалната политика ја детерминира побарувачката на државата за финансирање од банкарскиот сектор (D^G), која од своја страна влијае врз формирањето на вкупните домашни кредити (D), т.е. нето домашната актива (*NDA*), притоа игнорирајќи ги останатите ставки нето (*OIN*), како и врз паричната маса (M). Зголеменото буџетско финансирање од страна на монетарните власти бара поголема монетарна експанзија освен во случај кога доаѓа до кретење на

кредитите кон приватниот сектор (D^P) или намалување на резервите (R), што, пак, рефлектира послаба позиција во платниот биланс.

Во време на финансиски кризи фискалната политика игра клучна улога во одговорот на владата на таквите кризи. Монетарната политика не е ефикасна доколку каматните стапки не можат да се намалат без притоа да се поттикне инфлацијата.

3.7. Ефективност на фискалната политика во стимулирање економски раст

Претходно видовме дека фискалната политика може да биде ефикасна во стимулирање на агрегатната побарувачка и оживување на стагнантна економија. Истовремено, голем број истражувања укажуваат дека во одредени околности експанзивната фискална политика не може да ја извлече економијата од рецесија. Тоа е кога јавниот долг на една земја е толку голем што натамошно зголемување на буџетскиот дефицит доведува до пониска приватна потрошувачка и помала инвестициска активност. Всушност, неколку студии за развиените земји го покажуваат обратното, дека кога јавниот долг е висок и неодржлив, намалување на буџетскиот дефицит би можел да го стимулира растот на економијата. Тоа се случува преку каналот на каматните стапки.

Кога владата помалку се задолжува за финансирање на дефицитот, каматните стапки се намалуваат што ги охрабрува инвестициите. Пониските каматни стапки, исто така, ја зголемуваат вредноста на средствата и таквиот ефект ја охрабрува потрошувачката и инвестициите од приватниот сектор. Понатаму, намалувањето на дефицитот доведува до намалување на прогнозите/очекувањата на приватниот сектор за идните даночни обврски, што ослободува средства за потрошувачка и инвестиции.

Меѓутоа, исто така, значајно е прашањето *како* се намалуваат буџетските дефицити. Фискалната контракција која се базира врз намалување на субвенции, намалување на трошоци за плати и пензии има ефекти на подолг рок и тенденција да делува експанзивно во иднина, додека контракцијата која е извршена преку

зголемување на даноци и кратење на трошењата за инвестициски проекти најчесто е неодржлива и делува контракционно врз растот.

Една студија направена од Baldacci, Clements и Gupta (2003 г.) на 39 економии со ниско ниво на доход покажала дека во периодот на 1990-те и раните 2000-ти години намалувањето на буџетскиот дефицит во просек за помалку од 0,5 процентни поени од БДП, постигнато преку намалување на тековните расходи (пред сè на расходите за плати и надоместоци) и стабилно ниво на приходи, довело до зголемување на БДП по глава на жител во овие економии за 0,5%. Истата студија покажува дека подобрувањето на фискалното салдо за 1 процентен поен од БДП имало позитивен ефект врз стапката на раст на БДП, која се зголемила за околу 0,25 процентни поени.

Притоа, голема улога врз економскиот раст има структурата на расходната страна. Пораст на трошоците за плати и надоместоци има негативен ефект врз растот, додека зголемувањето на трошоците за стоки и услуги и особено капитални инвестиции има тенденција да ја стимулира стапката на раст.

Влијанието на фискалната политика врз растот зависи и од начинот на финансирање на дефицитот. Докажано е дека домашното задолжување како начин на финансирање го ограничува растот, бидејќи се исцрпува домашната акумулација која би се употребила продуктивно за поттикнување на растот.

Квантитативно, истата студија вели дека зголемување на домашното финансирање за 1 процентен поен од БДП ја намалува стапката на раст по глава на жител за 0,33 процентни поени. Сепак, ваквите тенденции не важат за сите земји од набљудуваниот примерок, односно, тоа се земјите кои веќе имаат воспоставено макроекономска рамнотежа проследена со ниска инфлација во подолг број години, каде покрај останатите е и Република Македонија.

Периодот на траење на фискална консолидација влијае врз економскиот раст, при што подолготрајната консолидација има позитивни ефекти бидејќи воспоставува рамнотежа и ги уверува инвеститорите дека даноците и каматните стапки нема да се зголемат за финансирање на идни фискални нерамнотежи. Долготрајноста на фискалната консолидација зависи и од начинот на менување на структурата на расходната страна во буџетот, при што доколку се врши

транзиција кон зголемување на капиталните расходи за сметка на тековните, фискалната консолидација трае подолго и има поголеми ефекти врз економскиот раст. Исто така, таа зависи и од големината на дефицитот - колку е поголем дефицитот толку консолидацијата ќе трае подолго. Помалку веројатно е дека владите кои ја поддржуваат фискалната консолидација и кои ја зајакнуваат наплатата на приходите ќе се откажат од фискалното прилагодување.

Каналот преку кој директните и индиректните ефекти од фискалната политика се одразуваат врз растот на економијата е различен во неразвиените земји од развиените економии. Кај развиените економии фискалната консолидација најчесто ја стимулира агрегатната побарувачка, а особено приватните инвестиции. Кај земјите со ниско ниво на доход најзначаен механизам на трансмисија е зголемената продуктивноста на факторите на производство, кои се недоволно искористени. Кај овие земји приватните инвестиции се помалку респонзивни на каматните стапки бидејќи тие земји најчесто зависат од надворешно финансирање на своите буџетски дефицити.

3.8. Автоматски стабилизатори

Постои консензус меѓу економистите - било да се промотори или критичари на политиките за стабилизација - дека задоцнувањето при имплементирањето ги прави политиките помалку ефикасни како средства за краткорочна стабилизација. Економијата би била многу постабилна доколку носителите на политиките би нашле начин да избегнат некои од овие задоцнувања. Во случајот на фискалната политика такви средства се таканаречените автоматски стабилизатори. Тие претставуваат промени во фискалната политика кои ја стимулираат агрегатната побарувачка кога економијата влегува во рецесија без притоа носителите на политиката да преземат каква било активност.

Еден од најзначајните автоматски стабилизатори е даночниот систем и неговата поставеност. Кога економијата влегува во рецесија износот на даноци кои се собираат како приходи во буџетот автоматски опаѓа бидејќи речиси сите даноци се тесно поврзани со економската активност. Персоналниот данок на доход зависи од приходите на секоја индивидуа, даноците од плати и придонесите

зависат од заработката на вработените, данокот на добивка од профитите на компаниите. Со оглед на тоа што при намалена економска активност во услови на рецесија приходите, заработките и профитите опаѓаат, тоа ќе значи и опаѓање на вкупните приходи во буџетот. Ваквото автоматско намалување на даноците ја стимулира агрегатната побарувачка и го намалува степенот на економските флукуации.

Друг автоматски стабилизатор е трошењето на државата. Кога економијата влегува во рецесија и работната сила се намалува, повеќе луѓе се невработени и се пријавуваат за остварување на правата од невработеност како осигурување, социјални бенефиции и други видови на поддршка. Тоа повлекува поголеми издатоци за државата и таквото автоматско зголемување на трошоците ја стимулира агрегатната побарувачка во време кога истата не е доволна за да одржува ниво на полна вработеност и да дава поддршка на економскиот раст.

Автоматските стабилизатори имаат различни ефекти во различни економии во зависност од поставеноста на системот и имплементирањето на политиките. Така, автоматските стабилизатори во економијата на САД не се доволно силни за да можат целосно да спречат рецесија. Сепак, без автоматските стабилизатори производството и вработеноста би биле многу понестабилни отколку што се. Ако економијата оди кон рецесија, даноците најчесто паѓаат, трошењето на државата се зголемува, а буџетот е најчесто во дефицит. Доколку владата има наметнато правило според кое треба стриктно да одржува балансиран буџет, таа би била принудена да бара начини за зголемување на даноците или намалување на трошоците во услови на рецесија. Со други зборови, наметнувањето на стриктно буџетско правило за одржување балансиран буџет би ги елиминирало автоматските стабилизатори и нивното дејство.

Влијанието на автоматските стабилизатори во различна мерка може да се засили со други механизми кои делуваат во насока на врамнотежување на деловниот циклус. На пример, движењето на увозот е сензитивно на краткорочните флукуации на агрегатната побарувачка и, според тоа, помага при стабилизирање на варијациите во економската активност. Слично, теориите за однесувањето на потрошувачите на „постојаниот приход“ укажуваат дека

потрошувачката бавно реагира на флукуациите во приходите, со што приватното штедење би делувало во насока на стабилизација. Од друга страна, приватното штедење може да биде дестабилизирачко кога економијата која забавува доведува до поголемо штедење со цел создавање резерви кои би се користеле во услови кога приходите ќе бидат помали и работните места ќе бидат загрозувани. Врз приватното штедење дестабилизирачки може да влијаат и капиталните добивки или загуби на реалната или финансиската актива.

Реакцијата на финансиските пазари на цикличните движења би требала да го засили влијанието на автоматските фискални стабилизатори. На пример, истражувањата во САД покажуваат дека стабилизацијата преку реакциите на финансиските пазари неутрализираат дури до 60% од цикличните варијации на производството.⁵⁰ Во ваков случај, улогата на монетарната политика е централна иако клучно е и значењето на режимот на девизен курс. Доколку режимот на девизен курс дозволува, прилагодувањата на монетарната политика дизајнирани да обезбедат ценовна стабилност би требало да дејствуваат во насока на стабилизирање на активноста преку генерирање проциклични движења на каматните стапки и охрабрувајќи проциклично однесување на девизниот курс на начин кој ќе поттикне натамошно прилагодување на тековите на меѓународната размена. Од друга страна, при режим на фиксен девизен курс, монетарната политика нема таква улога, а во некои случаи дури може да делува и дестабилизирачки. Конечно, цикличните варијации во продуктивноста на работната сила спречуваат нагли промени во побарувачката за работна сила и на тој начин помагаат во стабилизирање на невработеноста.

Иако фискалните автоматски стабилизатори генерално го израмнуваат деловниот циклус со што спречуваат долгорочни штетни последици од недоволната искористеност на ресурсите, тие, исто така, носат и некои ризици за економијата. Еден од тие ризици е да се дозволи автоматските стабилизатори да делуваат симетрично во текот на деловниот циклус. Доколку владите дозволуваат автоматските фискални стабилизатори целосно да делуваат при влегувањето на економијата во рецесија, но исто така не успеваат да се воздржат од трошење во услови на зголемени приходи при експанзија, стабилизаторите

⁵⁰ Види кај Asdrubali и други (1996 г.)

може нерамномерно да делуваат и да ги фаворизираат послабите буџетски позиции. Крајниот резултат може да биде зголемен јавен долг во текот на периоди на циклични потешкотии кои не се соодветно неутрализирани кога економската активност ќе се зголеми, а економијата зајакне. Тоа доведува до повисоки каматни стапки што повлекува повисоки даноци (или намалување на расходите) за да се сервисира долгот. Ситуацијата може уште повеќе да се влоши кога реалните каматни стапки се повисоки од стапките на економски раст, што доведува до нестабилна динамика на долгот која, во крајна инстанца, го зголемува односот на јавниот долг како процент од БДП.

Друг ризик произлегува од фактот што автоматските стабилизатори реагираат на структурни промени во економијата, како и на циклични движења. Соодветно, доколку потенцијалниот БПД на една економија се намали, а тоа не е регистрирано навреме од владата, функционирањето на автоматските стабилизатори најверојатно ќе ги ослабне позициите на јавните финансии кои биле стабилни. Исто така, автоматските фискални стабилизатори се резултат на функционирањето на даночниот систем и системот на социјални придонеси кои првенствено се насочени кон остварување некои други цели како на пример стабилност на приходите и редистрибуција. Овие системи може да го одолговечат потребното прилагодување при влегување во рецесија, што резултира со слаби економски резултати.

3.9. Фискални правила

Непосредно по распространувањето на таргетирањето на инфлацијата како модерен концепт во монетарната област, во фискалната сфера се појави тренд на воведување правила за елиминирање или задржување на буџетскиот дефицит на одредено ниво или намалување/ограничување на јавниот долг. Правилата во фискалната политика, или фискалните правила претставуваат перманентно ограничување во фискалната сфера, изразени преку сумарен индикатор за фискалните перформанси, како што е буџетскиот дефицит, задолжувањето, јавниот долг, или друга значајна компонента од буџетот.

Одржувањето фискална дисциплина како суштествена потреба при водење на фискалната политика е идентификувана уште многу одамна. Првите обиди фискалната дисциплина формално да се преточи во перманентни фискални правила преку законски или уставни решенија датираат уште пред еден век и половина. Во првиот период, обидите биле од страна на локалните власти кај големите федерални држави кои автономно го прифатиле „златното правило“ - постојано креирање нето богатство. Подоцна, некои од индустриските земји, како Германија, Италија, Јапонија, Холандија, воведоа правило на балансиран буџет како основа на програмите за стабилизација кои ја следеа монетарната реформа во овие земји по Втората светска војна. Конечно, последниот бран на воведување фискални правила започна во 1994 година кога Нов Зеланд прв донесе Закон за фискална одговорност, веднаш по прифаќањето на таргетирање на инфлацијата како монетарна стратегија. Фискалните правила се проширија и низ другите развиени економии, а особено во земјите во развој од Латинска Америка, кои историски се соочуваат со фискална недисциплина и слаби фискални перформанси.

Фискалните правила кои се применуваат денес се прилично различни како во нивниот дизајн така и во имплементацијата. Англо-саксонските земји (Австралија, Нов Зеланд, Велика Британија, некои Канадски провинции) особено внимание посветуваат на фискалната транспарентност. Во континентална Европа (земјите членки на Европската монетарна унија и Пактот за стабилност и раст, Швајцарија) и земјите во развој (Аргентина, Бразил, Колумбија, Перу, Индија) акцентот се става на сет од нумерички референтни вредности (таргети, лимити) врз индикаторите за мерење на остварувањата. Во некои федерални системи со силни локални автономии, фискалните правила се применуваат само од централната влада, додека во други каде што постои можност за потенцијално прелевање на фискалните проблеми меѓу различните јурисдикции, правилата се применуваат на секое ниво на локална власт на координиран начин.

Повеќето правила дозволуваат постоење излезна клаузула од фискалното правило во услови на непредвидени надворешни шокови. Излезните клаузули може да бидат најразлични: едноставно одредување таргетирано салдо или

буџетски суфицит на среден рок без експлицитни маргини околу него (Нов Зеланд), експлицитни маргини околу балансиран буџет или определен суфицит, калибрирани на цикличните девијации во растот на БДП, или, пак, воспоставување некаков фонд за итност (Аргентина, Перу). Исто така, излезните клаузули може да се активираат со дискрециона одлука во случаи на меѓународна криза, национални безредија или надворешни шокови.

3.9.1. Ограничување на дефицитот

Постојат, главно, три групи фискални правила, кои владите на земјите се решаваат да ги воведат. Најраспространето правило е она кое го ограничува буџетскиот дефицит. Притоа, постојат повеќе начини на имплементирање на ова правило. Како што беше кажано погоре, еден од основните начини за ограничување на дефицитот е применување на таканареченото „златно правило“, кое подразбира така дефинирана фискална политика која константно ќе создава нето богатство, односно, нема да дозволува тоа да се намалува.

Друг начин на ограничување е одржување балансиран буџет, односно буџетскиот дефицит да е еднаков на нула. Во денешно време постојат други помодерни варијанти на ова фискално правило, како што е лимитирање на буџетскиот дефицит како процент од БДП, кој се применува во Европската унија и еден од критериумите кој мора да биде задоволен при влез на земјите во истата. Швајцарија, која е надвор од ЕУ прифатила лимитирање на дефицитот како процент од БДП, но прилагоден за деловниот циклус.

Од друга страна, варијанта на ограничување на дефицитот е и онаа прифатена во Чиле каде како правило се таргетира буџетскиот дефицит како процент од БДП прилагоден за деловниот циклус, но притоа да овозможува намалување на долгот. Конечно, во некои држави од САД, како правило е прифатено дефицитот меѓу тековните расходи и тековните приходи да изнесува нула.

3.9.2. Правило на непозајмување од монетарната власт

Друга група фискални правила е непозајмување од монетарната власт. Ова правило е сосема јасно и недвосмислено и како такво се применува во САД и Канада. Монетизирање на фискалните дефицити по дефиниција е инфлаторен процес, кој исто така креира неодговорно однесување на страна на носителите на фискалната политика.

3.9.3. Лимитирање на јавниот долг

Трет вид фискални правила е ограничување на јавниот долг. За ова пошироко ќе стане збор подолу во трудот, при што ќе се елаборираат и неколкуте критериуми за мерење на јавниот долг, врз база на кои се пропишува негово ограничување во одредени рамки. Така, на пример, општо познато е дека ЕУ пропишува нивото на јавниот долг на секоја земја членка максимално да изнесува 60% од сопствениот БДП.

3.9.4. Фискални правила наспроти дискрециони одлуки

Еден од најсилните аргументи за употребата на фискални правила е потребата да се коригира однесувањето насочено кон фискални дефицити. Владата која функционира во временски ограничени рамки, дефинирани со периодот на изборниот циклус има мотиви да креира дефицити и да го пренесува фискалниот товар на некоја наредна влада. Исто така, таа има мотиви во текот на својот мандат да создава фискална илузија кај јавноста за нејзините трошења и за реалната големина на јавниот долг. Накратко, таа е најчесто индиферентна на меѓувременското буџетско ограничување.

Исто така, се покажало дека политиките базирани врз правила се супериорни во однос на дискреционите политики, кои се непостојани и тенденцијата на владите е да ги напуштаат претходно најавените обврски и да прибегнуваат кон дискрециони одлуки кои ги зголемуваат шансите за реизбор. Добро дизајнирани и соодветно имплементирани фискални правила создаваат услови за деполитизирана фискална политика, при што само релативните приоритети за

трошење и даночната структура се предмет на законска, јавна или парламентарна дебата, но не и буџетското салдо кое е претходно дефинирано со правила.

Табела 3.1 Фискални правила во избрани земји

Правило/Земја	Датум на ефективност	Покриеност	Основни правила	Излезна клаузула	Дополнителни правила	Статут	Санкции
Буџетско правило							
Аргентина	2000	централна влада	вкупно салдо / лимитиран дефицит	Да	примарни расходи	закон	правни
Бразил	2001	централна влада, локална влада	тековно салдо		маса на плати	закон	правни
Канада	различно	локална влада	тековно салдо			закон	правни
ЕУ	1997	општа влада	вкупно салдо / лимитиран дефицит	Да		договор	финансиски
Германија	1969	централна влада, локална влада	тековно салдо			устав	правни
Нов Зеланд	1994	општа влада	примарно салдо	Да		закон	репутациони
Перу	2000	централна влада	вкупно салдо / лимитиран дефицит	Да	примарни расходи	закон	правни
Швајцарија	различно	локална влада	тековно салдо			устав	правни
САД	различно	локална влада	тековно салдо	Да		устав	правни
Правило за долг							
Бразил	2001	централна влада, локална влада	годишен лимит			закон	правни
Колумбија	1997	локална влада	перманентен лимит			закон	правни
ЕУ	1997	општа влада	перманентен лимит			договор	правни
Нов Зеланд	1994	општа влада	годишен лимит			закон	репутациони

Извор: George Kopits, Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?, IMF Working paper 145, 2001 г.

Акумулираните искуства од неефективноста на дискрециониот активизам сугерираат прифаќање едноставно правило на буџетско салдо кое овозможува дејствување на автоматските стабилизатори. Дискреционите активности треба да се применуваат многу поретко, само при одредување на долгорочни структурни цели како што се реформа на социјалниот систем, или даночна реформа насочена кон фискална одржливост, меѓугенерациска еднаквост или ефикасност (Taylor, 2000 г.).

Скептицизмот околу корисноста на фискалните правила е заснован на теоретски и практични основи. Од теоретска перспектива, ниту макроекономската анализа ниту кои било принципи на јавни финансии се предвидени врз база на фискална

политика дефинирана со правила. Напротив, дискрециониот пристап е тој кој се смета за инструментален за достигнувањата на фискалните цели како стабилизација, праведна дистрибуција и ефикасна алокација.

Исто така, владите може да изградат кредибилитет за фискална дисциплина без потреба од следење на фискални правила. Повремено, правилата се критикувани дека наметнуваат непотребни бирократски процедури, а многу почеста критика е дека во самата природа на правилата е да предизвикуваат нетранспарентно однесување и креативно сметководство за нивно заобиколување. Најсвеж пример за такво однесување е Грција, од каде се прошири фискална и должничка криза во целата ЕУ.

3.10. Транспарентност на фискалната политика

Нашироко е познато дека транспарентноста придонесува за успешно водење на фискалната политика било таа да е базирана врз правила или на дискрециони одлуки. Потребата за транспарентност е уште поголема при воведување фискални правила во пресрет на растечки притисоци за прибегнување кон креативно сметководство и оперативни процедури за формално, но не и реално остварување на тековно поставените таргети и индикатори.

Поконкретно, корисноста на фискалните правила се согледува во транспарентноста на институционалната структура и функциите, односно, во односите внатре во јавната администрација, како и во односите меѓу јавната администрација и приватниот сектор. Транспарентноста првенствено служи за намалување на квазифискалните активности кои се најчесто во форма на прикриени субвенции со цена под трошоците на чинење или државни гаранции кои често се користат како замена за експлицитни буџетски операции. Не помалку значајна е и транспарентноста во фискалното известување преку сеопфатни, навремени, чести и детални извештаи кои се изработени со примена на меѓународно прифатени сметководствени стандарди. Фискалната транспарентност често е законски обврзувачка во развиените економии и, секако, во ЕУ.

Така, на пример, во Австралија уште од 1998 година е донесен Закон за буџетска чесност според кој националните власти се обврзани да публикуваат изјави за фискалната стратегија, годишни и полугодишни извештаи за фискалната состојба, извештај за финално буџетско извршување, меѓугенерациски извештај, како и предизборни извештаи за економската и фискалната состојба. Исто така, САД полагаат многу во фискалната транспарентност и нивните буџети се прилично аналитички и содржат илјадници страници. Покрај тоа, Министерството за надворешни работи на САД ја оценува фискалната транспарентност на сите земји во светот на секои две години, врз што темели дел од својата помош за развој, особено во земјите со ниско ниво на доход.

Меѓународниот монетарен фонд има изработено Код за добри практики во фискалната транспарентност со препораки за елементите на фискална транспарентност кои се систематизирани во четири главни подрачја:

- а) Јасна поделба на функциите и одговорностите;
- б) Отворен буџетски процес;
- в) Јавна достапност на информациите; и
- г) Задоволување на интегритетот.

Под првата препорака се подразбира владиниот сектор да биде одвоен од остатокот од јавниот сектор и од остатокот од економијата, а функциите на управување со политиките во рамките на јавниот сектор да бидат јасно поделени и јавно објавени. Исто така, треба да постои јасна и отворена законска, регулативна и административна рамка за фискално управување. Понатаму, овие претпоставки подетално се дефинирани и разработени.

Под отворен буџетски процес се подразбира подготовката на буџетот да се одвива според однапред дефиниран временски распоред и да се раководи според дефинирани макроекономски и фискални цели. Треба да постои јасна процедура за извршување на буџетот, следење на извршувањето и известување за истото.

Она што е можеби најважно при транспарентноста е споделување информации за буџетот и фискалната политика со пошироката јавност. На јавноста треба да ѝ се презентира сеопфатна информација за минатата, тековната и проектираната

фискална активност, како и информации за главните фискални ризици.

Фискалните информации треба да се презентирани на начин кој овозможува анализа на политиката и промовира одговорност за презентираното. Не помалку значајна е обврската за навремено публикување на фискалните информации и нивно ставање на располагање на јавноста.

Конечно, фискалните податоци треба да задоволуваат одредени меѓународно прифатени стандарди за квалитет. Тука, исто така, се подразбира прифаќање на најновите методологии за изработување на буџетот кои овозможуваат компаративна анализа со други земји. Фискалните активности треба да бидат предмет на ефикасна внатрешна контрола и да постојат механизми за заштита од малверзации. Ова особено се однесува на подигање на етичките стандарди на највисоко ниво, особено при спроведување јавни набавки, собирање на јавните приходи итн. Пред објавување фискалните податоци треба внимателно да се проверуваат од аспект на нивната веродостојност, па дури и да се повикаат независни експерти кои ќе извршат проверка на истите врз основа на основните макроекономски претпоставки и проекции. Ова особено се потенцираше по избивањето на фискалната криза во Грција, која потоа се претвори во должничка криза од пошироки размери.

Табела 3.2 Фискална транспарентност во економии во транзиција

	1. Среднорочно буџетирање и анализа		а) Реален годишен буџет		б) Буџетот содржи проекции за следна година		в) Буџетот содржи среднорочни цели		г) Новите и постојките трошоци се прикажани веднаш		д) Среднорочните проекции ги насочуваат годишните буџети		е) Анализа на фискалната одржливост / долгорочна визија		2. Сметководство и квалитет на податоците		а) Вклученост на екстра-буџетските фондови во буџетот		б) Буџетот генерално е во согласност со ГФС		3. Фискална активност на екстра-буџетските фондови		а) Услови обврски се внесени во буџетот		б) Квалификациите активности се лимитирани		в) Податоци за лангажните расходи се публикуваат		4. Меѓународни односи		а) Лимити или контрола врз долгот и задолжувањето на локалните власти		б) Единствена класификација на општа влада		5. Реализација и позицијата на Министерството за Финанси		а) Невалена реализација на буџетот		б) Релативна важност на МФБ над министерствата при процесот на буџетирање		Вкупно	
Централна и Источна Европа																																										
Чешка	4,5	0	0,5	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	1	0,5	0,5	2	1	1	1	9																		
Естонија	4,5	0,5	1	1	0,5	0,5	1	2	1	1	1,5	0,5	0,5	0,5	1,5	0,5	1	2	1	1	11,5																					
Унгарија	5,5	1	1	1	1	0,5	1	2	1	1	2	1	0,5	0,5	1,5	0,5	1	2	1	1	13																					
Латвија	4	0	1	1	0,5	1	0,5	1	0	1	2	1	0,5	0,5	1,5	2	1	1	1	10,5																						
Литванија	4	0,5	1	1	0,5	0,5	0,5	1,5	0,5	1	0,5	0,5	0	0	2	1	1	2	1	1	10																					
Полска	3,5	1	1	0,5	0	0	1	1	0,5	0,5	1,5	1	0,5	0	1,5	0,5	1	2	1	1	9,5																					
Словачка	4,5	0,5	1	1	0,5	0,5	1	2	1	1	1	0,5	0,5	0	1,5	0,5	1	2	1	1	11																					
Словенија	5,5	1	1	1	0,5	1	1	2	1	1	1,5	1	0,5	0	2	1	1	2	1	1	13																					
Југоисточна Европа																																										
Албанија	3,5	0,5	1	1	0,5	0,5	0	1	0,5	0,5	0	0	0	0	1,5	1	0,5	1	1	0	7																					
Босна и Херцеговина	2,5	0	1	1	0	0,5	0	0,5	0,5	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	4																					
Бугарија	3	1	1	0,5	0	0	0,5	2	1	1	0,5	0	0,5	0	0	0	2	1	1	7,5																						
Хрватска	2	0	0,5	0	0,5	0	1	1,5	0,5	1	0,5	0,5	0	0	1,5	1	0,5	2	1	1	7,5																					
Македонија	3	1	1	0,5	0,5	0	0	1,5	1	0,5	0,5	0,5	0	0	1,5	1	0,5	1	1	0	7,5																					
Романија	2	0	1	1	0	0	0	0,5	0,5	0	0	0,5	0,5	0	0	1	0,5	0,5	2	1	6																					
Србија	1	0	0	0,5	0	0	0,5	0,5	0,5	0	2	1	0,5	0,5	1	0,5	0,5	0	0	0	4,5																					
Комонвелт на независни држави																																										
Ерменија	3	0,5	0,5	1	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	1,5	0,5	1	1	1	0	5,5																					
Азербџејан	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0	0	0	0	0	2	1	1	1	1	0	3,5																					
Белорусија	0,5	0	0,5	0	0	0	0	2	1	1	0	0	0	0	0,5	0	0,5	0	0	0	3																					
Грција	2,5	0	1	0,5	0	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0	0,5	1	1	0	4																					
Казахстан	3,5	0	1	0,5	0,5	1	0,5	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0,5	0	0,5	0,5	0,5	0	6																					
Киргистан	3,5	0,5	1	0,5	0	1	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	1,5	0,5	1	0,5	0,5	0	6																					
Молдавија	3,5	0,5	1	1	0,5	0,5	0	1,5	1	0,5	1	0,5	0,5	0	1,5	1	0,5	2	1	1	9,5																					
Русија	2	0,5	0,5	0,5	0	0,5	0	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	2	1	1	2	1	1	7,5																					
Тадџикистан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0																					
Туркменистан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0																					
Украина	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0	0,5	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	1	1	0	2,5																				
Ўзбекистан	1	0	0,5	0,5	0	0	0	0,5	0,5	0	0,5	0	0	0	0,5	0,5	0	0,5	0	0	2,5																					

Извор: Jaruzek и др., Фискална транспарентност во економии во транзиција, Centre for Social and Economic Research, 2006г.

Користејќи го искуството на ММФ во оценување на фискалната транспарентност, Jarmuzek и други (2006 г.) направиле истражување во 27 економии во транзиција и врз база на собраните информации за различни аспекти од фискалната транспарентност креирале вкупен индекс на фискална транспарентност за секоја економија, врз база на кој ги споредуваат економиите во транзиција.

Истражувањето недвосмислено укажува на поголема фискална транспарентност во понапредните економии во транзиција како Словенија, Унгарија, Естонија, по што следи групата земји од Југоисточна Европа, каде предничат Македонија, Бугарија и Хрватска, и групата земји од поранешниот Советски Сојуз со релативно ниско ниво на фискална транспарентност.

3.11. Меѓувременско буџетско ограничување на државата

Основната идеја на концептот на меѓувременско ограничување на државата е во тоа што таа, како и сите економски агенти, има одредено ниво до кое може да се задолжува, односно, во тек на одредени периоди може да акумулира дефицити, но не и неограничено. На долг рок вкупната позиција на долгот на државата како збир од сите периоди мора да биде еднаква на нула. Или, поконкретно, позицијата на нето богатството на државата е ограничено на нула, и оттука збирот од почетниот долг плус дисконтираната вредност од идните буџетски позиции е еднаков на нула. Меѓувременското буџетско ограничување е задоволено кога примарните суфицити во идниот период се доволни да ги покријат претходно настанатите примарни дефицити плус камата на тие дефицити и каматата на претходно акумулираниот долг.

Тргувајќи од основната равенка за буџетско ограничување на јавниот сектор

$$d_{t-1}\beta - ps_t = d_t$$

каде

$$d = \text{јавен долг} / \text{БДП}$$

β = дисконтен фактор, прилагоден за растот $(1+r)/(1+\lambda)$

r = реална каматна стапка

λ = реален раст на БДП, $\lambda < r$

ps_t = примарен суфицит / БДП

Меѓувременското буџетско ограничување се претставува на следниов начин:

$$d_{t-1} - \sum_{t=0}^{\infty} ps_t / \beta^{t-1} = \lim_{t \rightarrow \infty} d_t / \beta^{t-1}$$

Ова ограничување мора да го задоволи условот на трансверзалност, што е попознато како спречување на таканаречена Понзиева игра (Ponzi game)⁵¹, што во суштина, значи пирамидално финансирање на дефицитите. Овој услов на спречување Понзиева игра може да се претстави како

$$\lim_{t \rightarrow \infty} d_t / \beta^{t-1} = 0$$

што значи дека долгот на државата не треба да расте побрзо од порастот на каматната стапка. Сепак, не значи дека владата во секој период треба да остварува нулти дефицит, односно балансиран буџет. Таа може дури и да остварува големи примарни дефицити и да го зголемува јавниот долг во одреден период. Владата треба да избере такво движење на приходите и расходите кое ќе овозможи сегашната вредност на дефицитот минус каматните плаќања, односно, примарниот дефицит да е еднаков на негативната вредност од почетниот долг. Доколку владата има позитивен акумулиран долг, тогаш во иднина ќе треба да остварува примарни суфицити.

3.12. Буџетско салдо - дефинирање и финансирање

Во литературата и практиката не постои единствен или најдобар начин на мерење на фискалната рамнотежа. Во зависност од целта, во практиката може да се користат алтернативни концепти на фискална рамнотежа дефинирани во

⁵¹ Се нарекува по Charles Ponzi, кој не ја измислил но ја употребувал често во 20-те години од минатиот век за измама на инвеститорите.

согласност со различни аналитички критериуми. Вкупниот дефицит или суфицит како процент од БДП најчесто се користи како сумарен показател на фискалните перформанси и можеби е најшироко прифатениот индикатор за мерење на фискалната позиција на земјата. Сепак, за појасна слика, оваа конвенционална мерка би можела да се дополни со некои или со сите останати показатели за кои ќе стане збор подолу. Покрај квантитативните индикатори, за да се обезбеди сеопфатност, сумарниот показател би требало да ги земе предвид и структурните аспекти на фискалната политика, како што се наплатата на приходите и реализацијата на расходите. Квалитативните показатели за извршување на фискалната политиката, кои најчесто многу тешко се дефинираат, а уште потешко се утврдуваат, нема да се разгледуваат во оваа анализа.

Конвенционалниот пристап на прикажување на дефицитот може да се претстави со следнава равенка:

$$D = G + iB + i^*EF_g - T$$

при што D = дефицит; G = јавни расходи; T = даночни + неданочни приходи (вклучително грантови); i = каматна стапка на домашниот долг; i^* = каматна стапка на надворешниот долг; B = состојба на јавен долг во домашна валута; F_g = состојба на долг во странска валута; E = номинален девизен курс.

Со цел да ги прикажеме изворите од кои може да се финансира буџетскиот дефицит ќе тргнеме од основната равенка во системот за национални сметки:

$$Y = C + I + G + X - Z$$

$$S = Y - T - C = I + G - T + X - Z$$

$$G - T = S - I + Z - X$$

$G - T$ го претставува конвенционалниот буџетскиот дефицит.

Буџетскиот дефицит мора да биде финансиран на еден од следниве начини: а) приватното штедење да биде поголемо од приватните инвестиции; б) акумулирање надворешен долг преку дефицит во тековната сметка од платниот биланс; или в) комбинација од двата начина.

Алтернативна формулација е следнава:

$$G - T = \Delta B + \Delta D^G + \Delta D^F$$

каде

B = државни обврзници

D^G = кредити од банкарскиот сектор

D^F = кредити од странство

Оттука може да се заклучи дека буџетскиот дефицит може, исто така, да се финансира преку позајмување на домашниот пазар, и тоа од приватниот сектор (фирми и население) со издавање државни обврзници, од банкарскиот сектор кој исто така може да купува државни обврзници или да дава позајмици (кредити) на државата, или преку задолжување од странски извори.

Притоа, финансирањето на дефицитот преку издавање обврзници е помалку инфлаторно отколку чистото монетизирање на буџетскиот дефицит од страна на централната банка кое повлекува инфлаторен данок и претставува најинфлаторен начин на финансирање. Финансирањето од странски извори исто така може да биде инфлаторно, особено ако доведува до депрецијација на домашната валута. Во развиените земји, по правило, дефицитот се финансира со издавање државни обврзници. Сепак, ваквиот начин на финансирање на дефицитот има одредени недостатоци и тоа, пред сè, ги отстранува финансиските ресурси од циркулација, доведува до пораст на реалните каматни стапки, и конечно, врши истиснување на приватните инвестиции.

Еден од непопуларните начини на финансирање на буџетскиот дефицит е преку акумулирање достасани, а неплатени обврски и нивно префрлување за наредните фискални периоди. Ваквиот начин, иако може, го поткопува кредибилитетот на

владата во водењето на фискалната политика и создава впечаток за лажно претставување на реалната големина на дефицитот. Ова најчесто се среќава кај земји кои сè уште го искажуваат буџетот на готовинска основа, наместо на пресметковна основа, која е помодерен концепт и е во согласност со новите меѓународните методологии за претставување на статистиката на државните финансии.

3.13. Мерки на фискална (не)рамнотежа

Изборот на соодветен концепт за мерење на фискалната рамнотежа се базира врз неколку фактори: (1) видот на нерамнотежа; (2) опфатност (централна влада, општ буџет или јавен сектор); (3) метод на евидентирање (кеш основа или пресметковна основа); и (4) статусот на условните обврски. Подолу ќе се задржиме на неколку показатели за мерење на фискалната рамнотежа.

3.13.1. Позајмување од страна на јавниот сектор

Најсеопфатната мерка на фискална рамнотежа е концептот позајмување од страна на јавниот сектор. Тоа е конвенционален концепт за мерење на фискалната рамнотежа за целокупниот јавен сектор, при што ги опфаќа нето побарувањата на финансиски ресурси од страна на јавниот сектор. Овој сеопфатен концепт на рамнотежа може да се примени за секое ниво на државна администрација. Позајмувањето од централната влада и позајмувањето од општата влада се дел од концептот позајмување од страна на јавниот сектор. Пресметките за позајмувањето од централната влада, всушност, може да се изведат од показателите за позајмување од општата влада и од јавните претпријатија, со соодветно пребивање на трансферите меѓу секторите.

3.13.2. Суфицит при полна вработеност

Ова е еден од алтернативните концепти на искажување на фискалната позиција. Претпоставката при овој концепт е дека во буџетот се собираат даночни приходи како економијата да се наоѓа на ниво на полна вработеност. Тоа овозможува полнењето на приходите да не зависи од деловниот циклус. При вакви услови,

кога реално приходите се пресметуваат повисоко од остварените, буџетот може да се најде во суфицит, иако при конвенционалната пресметка тој е во дефицит. Притоа, на проблемот може да му се пристапи од аспект на тоа дека дефицитот не е толку голем, туку доходот е мал заради што се остваруваат пониски приходи. Овој концепт претставува начин да се утврди движењето на дефицитот (зголемување на даночните приходи или намалување на расходите) во однос на движењето на БДП. Економска експанзија автоматски ќе го претвори дефицитот во суфицит токму заради поголемите приходи.

3.13.3. Тековно фискално салдо

Тековно фискално салдо ја претставува разликата меѓу тековните приходи и тековните расходи. Многу често се користи како показател на штедењето на државата, односно, како мерка на придонесот на државниот сектор во вкупното штедење. Сепак, постојат ограничувања за корисноста на овој концепт во практичната фискална анализа. Концептот, во основа, се базира врз издвојување на капиталните од тековните приходи и расходи. Капиталните расходи вклучуваат купување средства кои се очекува да се користат во производството подолго од една година. Тука, исто така, треба да се земат предвид и капиталните трансфери. Сите останати расходи се сметаат за тековни.

Меѓутоа, ваквата дистинкција за класифицирање на расходите на тековни и капитални е арбитрарна. Искуствата покажуваат дека прифатените концепции за одвојување меѓу капиталните и тековните расходи се разликуваат меѓу земјите, отежнувајќи ја споредбата на јавните инвестиции дури и меѓу големите високо развиени земји. Уште позначајно, основната претпоставка дека сите инвестициски расходи на државата придонесуваат за развојот и, според тоа, се пожелни е под знак прашање, бидејќи постојат голем број случаи на јавни инвестициски проекти за кои се потрошени неразумно многу средства, а истите не го дале очекуваниот ефект. Трошење на средства за нови инвестиции за сметка на расходите за одржување на постоечки капацитети во одредени случаи може да доведе до намалување на стапката на раст, наместо нејзино зголемување.

Така, иако атрактивен на прв поглед, показателот за тековно фискално салдо не е многу корисен. Тој, исто така, не е корисен за анализирање на ефектот на фискалната политика врз надворешната или домашната макроекономска рамнотежа.

3.13.4. Примарно буџетско салдо

Концептот на примарен или некаматен буџетски дефицит/суфицит прецизно ги мери ефектите од тековната дискрециона буџетска политика. Тој подразбира исклучување на плаќањата врз основа на камата од конвенционалниот начин на мерење на фискалната рамнотежа. Генерално, вкупните плаќања по основа на камати се одземаат од вкупните расходи за да се пресмета примарниот фискален дефицит. Сепак, концепциски, само нето плаќањата по основа на камата (одземени од приносите по основа на камата) би требало да се одземат. Овој примарен фискален дефицит покажува како тековните фискални активности на владата влијаат врз нето јавниот долг и, според тоа, е значаен показател за оценување на одржливоста на буџетските дефицити. Тоа може да се претстави на следниов начин, доколку се тргне од равенката за конвенционален дефицит:

$$D = G - T = G^N + G^I - T = G^N + iB - T$$

каде

G^N = некаматни расходи

G^I = каматни расходи

i = номинална каматна стапка

B = состојба на јавен долг

тогаш примарниот дефицит може да се изведе:

$$PD = G^N - T = G - T - iB$$

или

Примарен фискален дефицит/суфицит = конвенционален фискален дефицит/суфицит - каматни плаќања

3.13.5. Оперативен дефицит/суфицит

Концептот оперативен дефицит/суфицит претставува конвенционален дефицит/суфицит намален за инфлаторниот дел од каматните плаќања, или примарен фискален дефицит/суфицит плус реалната компонента од каматните плаќања. Инфлацијата ја намалува реалната вредност на состојбата на номиналниот јавен долг, иако доверителите се компензирани со повисоки номинални каматни стапки. Овој вид компензација кој често се нарекува „монетарна корекција“ претставува принос од капитал, а не принос на капитал. Со други зборови, дел од каматните плаќања по основа на долг на државата, всушност, претставуваат амортизација (отплаќање на главницата), и доколку овој износ не се отстрани од вкупниот износ на каматни плаќања, дефицитот ќе биде неоправдано зголемен. Амортизацијата се евидентира како одлив на средства во делот за финансирање на дефицитот.

Концептот на оперативен дефицит/суфицит го надминува овој проблем. Овој концепт е особено значаен во земји со висока инфлација и голем јавен долг, бидејќи тој го мери степенот до кој фискалната политика влијае врз реалната состојба на јавниот долг во одреден временски период. Во услови на висока инфлација, движењето на реалниот јавен долг дава многу појасна слика за одржливоста на фискалната политика, отколку движењето на номиналниот јавен долг. Во земјите со висока инфлација показателите добиени со конвенционалниот и оперативниот концепт во голема мера се разликуваат, додека нивните трендови можат да се движат во сосема различни правци.

Оперативниот дефицит/суфицит може да се прикаже со следнава равенка

$$D = G^N + (i - \pi)B + i^*EF_g - T$$

при што π ја претставува стапката на инфлација.

или

Оперативен дефицит/ суфицит = примарен дефицит/суфицит + реалната компонентата од каматните плаќања.

3.14. Фискална одржливост и индикатори

Кога може да се каже дека фискалната политика што ја води државата е неодржлива? Дали може да се издвои оперативен индикатор кој ќе им помага на креаторите на фискалната политика во одлучувањето при водењето на фискалната политика? Во изминативе неколку години прашањето за одржливоста на фискалната политика привлече значително внимание. И покрај фактот што не постои унифицирана дефиниција за тоа што претставува одржлива фискална политика, општо е прифатено толкувањето дека фискалната политика не е одржлива доколку сегашната и идната фискална позиција резултираат со постојан и брз раст на јавниот долг изразен како процент од БДП. Според ова, клучниот индикатор на одржливоста се базира врз висината и стапката на раст на односот јавен долг/БДП. Практиката во многу земји покажува дека континуирано високиот процент на јавниот долг во однос на БДП е скап за финансирање на долг рок и неминовно станува неодржлив, при што потребна е ревизија како на фискалната така и на политиката на долгот.

Таквиот висок процент е неодржлив бидејќи врши притисок врз реалните каматни стапки, зголемувајќи го учеството на стапката сервисирање на долгот во вкупниот дефицит на платниот биланс на земјата, притоа стеснувајќи го просторот за фискален маневар и флексибилност на фискалната политика. Најчесто неодржливоста на високиот однос на јавен долг/БДП влијае финансиските пазари да ги променат нивните очекувања со оглед на тоа што тековните политики го губат својот кредибилитет, при што е неопходно тие да се ревидираат.

Променетите очекувања на финансиските пазари во голема мерка ќе ѝ отежнат, ако не ѝ оневозможат, на владата да го финансира долгот со издавање обврзници. Во суштина, пазарот релативно брзо ќе ја препознае неодржливоста на таквата политика и колку е повисок процентот на јавен долг во однос на БДП, толку потешко владата ќе успее да ги исполни фискалните таргети. Оттаму, се

зголемува ризикот за монетизација на буџетскиот дефицит, освен доколку не се издејствува реструктурирање или целосно отпишување на долгот.

Земајќи ги предвид наведените аргументи, може индиректно да се изведе дефиниција за одржлива фискална политика, според која тоа е политика која не доведува до зголемување на односот јавен долг/БДП, туку придонесува за негово стабилизирање во услови на разумно прифатливи стапки на реален раст, каматни стапки и стапки на инфлација. Иако ваквите критериуми дефинираат релативно едноставен индикатор за одржливост на фискалната политика, сепак, тој има два основни недостатоци.

Прво, во економската теорија сè уште не е јасно прифатено кое е оптималното ниво на јавен долг изразен како процент од БДП. Најчесто во практиката се утврдуваат таргети за нивото на јавниот долг на среден и долг рок. Второ, искуството покажува дека стабилизирањето на односот јавен долг/БДП може да наметне премногу рестриктивни политики. За да се избегне преголема рестриктивност, најчесто се применува принципот на солвентност.

3.14.1. Принцип на солвентност

Солвентноста како неопходен услов за фискална одржливост се постигнува кога односот јавен долг/БДП расте со стапка пониска од разликата меѓу реалната каматна стапка и стапката на реален раст на БДП. Соодветно, номиналниот долг мора да расте со стапка пониска од номиналната каматна стапка.

Во продолжение ќе разгледаме три индикатори кои овозможуваат да се оцени степенот на потребно прилагодување за да се задоволи принципот на солвентност. Овие индикатори покажуваат колкаво фискално прилагодување е потребно за стабилизирање на односот јавен долг/БДП. Притоа, се претпоставува незначително ниво на сењораж. Сепак, треба да се напомене дека овие индикатори не се поткрепени со формална дефиниција за одржливост на фискалната политика, туку тие повеќе се базираат врз интуитивно резонирање за разликата меѓу одржлива и неодржлива фискална политика.

3.14.1.1. Позитивна нето вредност

Во 1985 година Willem H. Buiter го промовираше принципот на позитивна нето вредност или позитивно нето богатство. Според него, одржлива фискална политика е онаа која го задржува односот меѓу нето богатството на јавниот сектор и БДП на тековното ниво. Потоа тој го пресметува перманентниот примарен дефицит неопходен за остварување на таа цел. Тоа го претставува со равенката

$$\bar{d} - d_t = (r_t - n_t)w_t - d_t$$

каде d_t е односот меѓу примарниот дефицит и БДП, w_t е односот на нето вредноста и БДП и n_t е стапката на раст.

Ова, во суштина, ја претставува разликата меѓу постојаниот и тековниот примарен дефицит. Доколку се оствари негативна вредност, тоа значи дека тековниот примарен дефицит е премногу голем за да може да го стабилизира односот меѓу нето богатството на јавниот сектор и БДП, и во тој случај се смета дека таквата фискална политика е неодржлива.

Иако лесно се интерпретира, индикаторот на Buiter има голем хендикеп бидејќи многу тешко може да се добие прецизна информација за вистинската големина на нето богатството на државата. Blanchard се обидел да го надмине овој проблем разгледувајќи ја промената во политиките неопходна за одржување на односот јавен долг/БДП на тековното ниво. Тој зборува за два индикатора за одржливост.

3.14.1.2. Примарен јаз

Индикаторот за мерење на примарниот јаз ја претставува разликата меѓу сегашната дисконтирана вредност на примарниот дефицит кој би го стабилизирал основниот сооднос меѓу долгот и БДП и реално остварениот примарен дефицит. Ако јазот е позитивен, тогаш за да се стабилизира соодносот меѓу долгот и БДП неопходно е затегнување на фискалните ремени на страната

на расходите. Овој индикатор е корисен и за него се потребни минимални информации - остварениот примарен дефицит, основниот сооднос меѓу долгот и БДП, реалните каматни стапки и растот на производството односно растот на БДП. Тоа може да се прикаже со следнава равенка

$$\bar{d} - d_t = (n_t - r_t)b_t - d_t$$

каде b_t е односот меѓу долгот и БДП.

Негативна вредност на овој индикатор укажува на тоа дека тековниот примарен дефицит е премногу голем за да го стабилизира односот меѓу долгот и БДП и дека таквата фискална политика е неодржлива.

3.14.1.3. Среднорочен јаз

Како алтернативен пристап Blanchard го посочува индикаторот на среднорочен даночен јаз. Овој индикатор го мери потребното прилагодување на даночното зафаќање, неопходно за да се стабилизира состојбата на јавниот долг во однос на БДП во наредните N години, при проектирано движење на некаматносните расходи и трансферите (изразени како процент од БДП), реалните каматни стапки и стапките на раст. Среднорочниот даночен јаз е даден со равенката

$$t_t - \bar{t} = t_t + (n_t - r_t)b_t - \frac{1}{N} \sum_{i=0}^N g_{t+i}$$

каде g_t е односот меѓу јавните некаматни расходи и БДП.

Претходните два индикатора во основа го имаат истиот концепт, но се разликуваат во тоа што кај првиот акцентот е ставен на редуцирање на примарниот дефицит со цел стабилизирање на долгот, додека вториот индикатор го покажува потребното зголемување на наплатата на даноци во услови на дадена расходна политика.

3.15. Врска меѓу фискалната одржливост и одржливоста на надворешната позиција

Врската меѓу фискалната политика и позицијата на тековната сметка во платниот биланс долго време го привлекува интересот на економистите и носителите на политиките, и тоа од неколку аспекти. На пример, веројатната поврзаност меѓу фискалниот дефицит и дефицитот во тековната сметка од платниот биланс поттикна многу истражувања кои ја анализираат хипотезата на таканаречен „двоен дефицит“. За многу земји каде дефицитот во тековната сметка е особено голем, како релевантно се поставува прашањето во која мерка фискалното прилагодување може да помогне во надминување на ваквите надворешни нерамнотежи. Понатаму, несомнено импликациите од мерките за фискална стимулација, а подоцна и фискалното прилагодување, врз салдото на тековната сметка ќе продолжат и понатаму да привлекуваат внимание во контекст на враќање на глобалната економија кон стабилен, одржлив и балансиран раст по надминување на кризата која започна во 2007 година.

Основната равенка која ја илустрира поврзаноста на фискалниот дефицит со дефицитот во тековната сметка од платниот биланс е следнава:

$$CAB = (S_p - I_p) + (S_g - I_g)$$

каде

CAB = салдо на тековна сметка

S_p = приватно штедење

I_p = приватни инвестиции

S_g = штедење на државниот сектор

I_g = инвестиции од државниот сектор

$$S_g - I_g = T - G$$

Постојат неколку канали преку кои фискалната политика влијае врз салдото на тековната сметка од платниот биланс.⁵² Директно влијание преку побарувачката - најдиректен начин на кој фискалната политика може да влијае врз тековната сметка од платниот биланс е преку промена на побарувачката на државата за потрошувачка или инвестиции во разменливи стоки. Најчесто државата има значаен удел во вкупната домашна побарувачка така што зависно од склоноста кон увоз, промена во функцијата на државната побарувачка за увоз се одразува на билансот во трговската размена.

Во рамките на Кејнзијански контекст, резултатот повеќе се однесува на промените на фискалната позиција. Така, фискална експанзија, било да е тоа преку намалување на даноците или зголемување на расходите, има тенденција да ја зголеми побарувачката, вклучително и онаа за увозни производи, што доведува до зголемување на трговскиот дефицит.

Влијание преку реалниот девизен курс. Исто така, фискалната политика може да влијае врз тековната сметка од платниот биланс преку промена на релативните цени на неразменливите стоки, односно, промена на реалниот девизен курс. Во тој случај, поголемо трошење на државата на неразменливи стоки (како, на пример, услуги или во секторот недвижности) би можело да поттикне реална апрецијација на домашната валута, што, пак, ќе ја насочи приватната потрошувачка кон разменливите стоки, додека нивното производство се намалува. Влошувањето на билансот на тековната сметка ќе трае подолго бидејќи пренасочувањето на ресурсите во економијата не е толку брзо и едноставно.

Влијание врз каматните стапки и премијата за ризик на земјата. Фискалната контракција доведува до намалување на каматните стапки, вклучително и на надворешниот долг, на тој начин подобрувајќи ја состојбата во тековната сметка од платниот биланс. Истовремено, пониската премија за ризик на земјата иницира поголем прилив на капитал од странство, што ја зголемува побарувачката и прави притисоци за реална апрецијација на девизниот курс на домашната валута. Тоа во крајна линија го влошува салдото на тековната сметка.

⁵² S.M. Ali Abbas и други, Fiscal policy and the current account, IMF Working paper 121, 2010 г.

Спротивно, фискалните експанзии кои се сметаат за неодржливи може да генерираат одлив на капиталот и да предизвикаат драстично прилагодување на надворешната сметка.

3.16. Дефинирање и опфат на јавниот долг

Јавниот долг или задолжување на јавниот сектор се смета за еден од важните извори на финансирање на активностите на државата. Доколку приходите собрани од даноци и други неданочни извори не се доволни да ги покријат планираните расходи на државата, тогаш неопходно е јазот да се покрие со задолжување од домашни или од странски субјекти. Инструментот на јавен долг е во форма на државни обврзници или хартии од вредност од различен вид. Таквите должнички инструменти се договор меѓу државата од една страна и субјекти кои ѝ позајмуваат средства на државата. Со издавањето таквот должнички инструмент, државата, односно владата во име на државата, презема обврска да ја врати главнината на кредитот заедно со одредена камата во тек на одреден временски период предвиден со договорот. Со оглед на тоа што заемите кои ги зема владата се различни од аспект на временски период за исплата, цел на позајмувањето, услови за исплаќање, начин на покривање на обврската и слично, јавниот долг може да се класифицира во следниве видови.

Продуктивен и непродуктивен долг. Јавниот долг се смета дека е продуктивен кога средствата кои се позајмени се користат за зголемување на производствените капацитети во економијата, односно за капацитетите кои создаваат дополнителна додадена вредност. Или, продуктивни долгови се оние кои се целосно покриени од актива со иста или поголема вредност. Доколку позајмените средства се инвестираат во изградба на железници, во проекти за наводнување, производство на електрична енергија и слично тоа доведува до зголемување на производствените капацитети во економијата и воедно обезбедува континуиран тек на приходи во државниот буџет во идниот период. Главнината и каматата на ваквите заеми најчесто се исплаќа од приходите кои државата ги остварува од ваквите проекти. Исто така, ваквите заеми најчесто се самоликвидирачки и најчесто се исплатуваат во период на времетраење на

средствата во кои биле вложени. Така, ваквите заеми не креираат нето финансиско оптоварување врз населението.

Непродуктивни долгови се оние кои не го зголемуваат производствениот капацитет на економијата. Тие не се самоликвидирачки и главницата и каматата по нив најчесто треба да се плаќа од други извори на приходи, како што се даноците. Според ова, тие претставуваат дополнително оптоварување за населението. Некои од непродуктивните долгови вклучуваат заеми користени за воени активности, социјални услуги, програми за помош во храна и сл. Сепак, тоа не значи дека ваквите долгови секогаш се лоши бидејќи тие понекогаш се користат за доброто на заедницата.

Доброволен и задолжителен долг. Доброволните заеми се дадени на државата од членови на домашната јавност на доброволна основа. Притоа, поголемиот дел од заемите кои ги зема владата се по природа доброволни. Форми на доброволен долг се комерцијални заеми, обврзници и слично. Најчесто владата објавува јавно во медиумите за својата потреба од задолжување и каматната стапка вообичаено е повисока од онаа на задолжителниот долг со цел да ја привлече јавноста да ѝ даде заем на владата.

Задолжителен долг е редок феномен во модерните јавни финансии освен ако не постојат некои специфични околности како војни или кризи. Каматната стапка на таквите заеми може да биде ниска и со оглед на задолжителниот елемент овие заеми имаат функција на даноци со единствена разлика што заемите треба да се вратат, а даноците не.

Внатрешен и надворешен долг. Внатрешниот долг се однесува на средства позајмени од различни извори во домашната економија. Притоа, владата може да позајми од банки, секторот претпријатија и секторот население. Внатрешниот долг може да се исплати само во домашна валута. Тој имплицира редистрибуција на приходот и богатството во рамките на една економија и, според тоа, нема директно монетарно оптоварување.

Надворешниот долг претставува позајмување од странски држави, банки, компании или од меѓународни институции и неговата исплата е во странска валута. Ваквите долгови најчесто се доброволни и се користат за развој и развојни програми бидејќи земјата има недостиг од домашна акумулација и потребите ги задоволува преку позајмување странска.

Од аспект на достасаноста, долговите се делат на три групи - краткорочни со рок на достасување до една година, среднорочни со рок на достасување меѓу една и пет години и долгорочни со рок на достасување над пет години. Каматните стапки на долговите зависат од нивната рочност и се зголемуваат со зголемување на рочноста.

Речиси сите долгови имаат рок на достасување, односно, фиксен датум на кој главницата од долгот треба да плати. Само во некои случаи долгот може да биде континуиран, односно рокот на достасување на главницата да не е фиксно утврден. Притоа, владата ја исплаќа каматата по долгот редовно. Обично, владите не посегаат по ваков начин на позајмување.

Финансиран и нефинансиран долг. Финансираните долгови обично се отплаќаат во тек на долг временски период од 30 и повеќе години. Тие се преземаат за задоволување некои потрајни потреби, како што е изградба на индустриска инфраструктура и владите може да ги исплатат и пред рокот на достасување доколку пазарните услови се поволни. Притоа, владите најчесто воспоставуваат посебен фонд од кој се исплаќа долгот.

Нефинансирани долгови се оние кои служат за задоволување краткорочни конкретни потреби на владата и рокот на достасување е најчесто една година. Притоа, нема посебен фонд за исплата на овие долгови, каматната стапка е многу ниска и целосно се исплаќаат на денот на достасувањето заедно со каматата.

3.16.1. Опфат на јавниот долг

Јавниот долг ги опфаќа внатрешниот и надворешниот долг на централната влада, долговите на локалните власти, долговите на јавните фондови и јавните

претпријатија и долгот на централната банка. Ова е во согласност со методологијата GFS (Government Finance Statistics) на Меѓународниот монетарен фонд, која е прифатена од поголемиот број земји во светот. Со оглед на тоа што последното ажурирање на оваа методологија е од 2001 година, во последно време поголем број земји во светот полека преминаа кон прикажување на јавниот долг со исклучување на долгот на монетарните власти кој во најголема мера најчесто е само домашен долг.

3.17. Управување со јавниот долг

Управувањето со јавниот долг, вклучително со внатрешниот и надворешниот долг, е процес на одредување стратегија за управување со долгот со цел да се обезбедат потребните средства за да се платат обврските на државата со најмал можен ризик и најниски можни долгорочни трошоци. Во контекст на поширока макроекономска рамка, државата преку политиката за управување со јавниот долг треба да обезбеди долгорочна одржливост на стабилни стапки на раст и стабилно ниво на јавен долг.

Ефикасното управување со јавниот долг значи избегнување ризици при составувањето на должничката структура и стратегија, што е од особено значење имајќи ги предвид макроекономските последици од евентуалната неможност за навремено сервисирање на долгот. Таквите последици вклучуваат несолвентност на банките и економските субјекти, а на долг рок губење на кредибилитетот и способноста на државата да позајми средства од домашниот и меѓународниот пазар на капитал. Ова е особено значајно за мали земји како што е Република Македонија, со недоволно развиен пазар, мала база за домашно штедење и недоволно развиен финансиски систем, што создава предуслови за поголема чувствителност на економијата кон можни финансиски шокови.

Должничкото портфолио на државата е најчесто најголемото финансиско портфолио во секоја земја, често составено од комплексна и ризична финансиска структура, што потенцијално може да генерира финансиска криза и нестабилност. Токму заради тоа, ефикасно управување со надворешниот долг е од суштествено значење за управување со ризиците во сите сегменти на

економијата. Солидна структура на долгот ѝ овозможува на владата да ја намали изложеноста на валутен и курсен ризик, притоа воспоставувајќи квантитативни и квалитативни критериуми за оптимална валутна структура на долгот, структурирано време на достасување итн. Ризичната структура на јавниот долг многу често е поврзана со несоодветни макроекономски политики - фискална, монетарна и политика на девизен курс, со кои постои причинско-последична врска. Постојење развиен ликвиден пазар за домашниот долг целосно ја елиминира или значително ја намалува потребата за монетизација на фискалниот дефицит и ги намалува трошоците на владата при позајмување средства. Сепак, постојат ограничувања во однос на тоа што здравата политика за управување со јавниот долг може да придонесе. Се разбира, таа не е замена за здрави фискална и монетарна политика.

3.18. Критериуми за мерење на јавниот долг

Каков е макроекономскиот ризик од преголемо задолжување? За да се одговори на ова прашање треба да се изврши квантифицирање на јавниот долг кое е споредливо во време и во однос на останатите економии. Генерално, се користат три индикатори како релевантни мерки за нивото на задолженост на јавниот сектор - јавен долг како процент од БДП, јавен долг како процент од извозот и јавен долг како процент од јавните приходи.⁵³ Покрај ова, како индикатори се споменуваат и сервисирањето на долгот како процент од БДП и сервисирањето на долгот како процент од јавните приходи.

Првиот индикатор ја става во сооднос состојбата на јавниот долг со БДП на економијата и ова е најчесто употребуваниот индикатор. Тој ја мери долгорочната способност на една економија да го сервисира јавниот долг, односно, да изврши прилагодување на платниот биланс на начин на кој ќе се пренасочи производството од неразменливи кон разменливи стоки. Според Матришкиот договор, земјите во ЕУ не смеат да имаат јавен долг поголем од 60% од нивниот БДП, додека конвенционалниот буџетски дефицит не смее да надмине 3% од БДП.

⁵³ Види кај Nouriel Roubini, "Debt Sustainability; How to Assess Whether a Country is Insolvent", Stern School of Business, New York University, 2001 г.

Вториот индикатор е соодносот меѓу нивото на јавен долг и извозот и ваквиот индикатор ги покажува потенцијалните ресурси достапни на краток рок за сервисирање на јавниот долг. Сепак, овој индикатор има поголемо значење за анализа на надворешниот долг на владата, бидејќи концептуално позначајно е државата да остварува поголем нето извоз, односно, позитивно салдо во трговската размена со странство отколку само поголем извоз. Притоа, овој индикатор не е најмеродавен кај земји кои имаат низок извоз мерен како процент од нивниот БДП.

Индикатор кој го покажува соодносот на јавниот долг и јавните приходи, во суштина, ја покажува способноста на владата да генерира доволно приходи за сервисирање на долгот. Притоа, применливоста на овој индикатор е различна во различни економии и зависи од големината на јавните приходи како процент од БДП. Многу е полесно да се изврши мало прилагодување на јавните приходи кога тие имаат позначајно учество како процент од БДП, со цел остварување на примарни суфицити. Аргумент против употребливоста на овој индикатор е токму фактот што за одржливоста на долгот не е значајно апсолутното ниво на јавните приходи, туку остварувањето на примарни фискални суфицити.

3.19. Јавниот долг и економскиот раст

Тековното генерално зголемување на нивото на јавен долг и острите притисоци при финансирање на истиот во некои земји од ЕУ повторно го свртеа вниманието врз проблемите со суверениот долг, односно, јавниот долг на владите. И покрај општо познатиот факт дека должничките кризи се катастрофални по економскиот раст и дека големиот раст на јавниот долг често доведува до неликвидност и несолвентност, малку истражувања се занимавале со ефектите од должничка криза врз БДП, а уште помалку се фокусирале на времето потребно за заздравување на економијата по епизоди на должнички кризи.

Економската литература утврдила три главни канали преку кои должничките кризи влијаат врз БДП.⁵⁴ Првиот е преку исклучување на земјите со должнички проблеми од тековите на меѓународните пазари на капитал. Една студија од Gelos

⁵⁴ Види кај Panizza и други (2009 г.) преглед на поновата литература за суверени должнички кризи, детерминанти и ефекти.

и други (2011 г.) покажува дека по запаѓањето во неможност за сервисирање на обврските земјите во просек се исклучени од меѓународните пазари на капитал во период од четири години. Сепак, друга една студија од Richmond и Dias (2008 г.) заклучува дека просечниот период на исклучување на земјите од меѓународните пазари на капитал се намалило, така што во 80-те години тоа изнесувало 5,5 години во просек, во 90-те години 4,1 години во просек, а по 2000-та година просекот е 2,5 години.

Втор канал е преку зголемените трошоци за задолжување. Borensztein и Panizza (2009 г.) утврдиле дека за 31 економија во развој во периодот 1997 - 2004 година во годината по должничка криза каматните маргини се зголемиле во просек за 4 процентни поени во споредба со нормални години кога нема криза. Третиот канал е преку меѓународната трговија, односно ваквите земји се соочиле со значително намалување на билатералната трговија во просек за 8% годишно по избивањето на должничка криза. Како надополнување на овие канали, должничките кризи може да влијаат врз БДП индиректно при што доведуваат до банкарски и валутни кризи, како и преку домашни канали како што е намалување на потрошувачката и инвестициите или пад на вкупната продуктивност на факторите за производство.

Резултатите од некои емпириски истражувања на врската меѓу неможноста на владата да ги сервисира своите долгови и економскиот раст генерално потврдиле дека должничките кризи доведуваат до значителни контракции на растот. Така, Stuzenegger (2004 г.) користејќи панел регресија за повеќе земји утврдил дека неможноста за сервисирање на долгот повлекува пад на БДП растот за 0,6 - 2,2 процентни поени, додека Borensztein и Panizza (2010 г.) заклучиле дека растот опаѓа за 1,2 процентни поени годишно.

Врз база на небалансиран панел од 154 земји во периодот 1970 - 2008 година, Furceri и Zdzienicka (2011 г.) заклучуваат дека должничките кризи негативно влијаат врз БДП како на краток така и на среден рок.⁵⁵ Нивните резултати укажуваат дека на краток рок растот на БДП се намалува за околу 6 процентни поени, а доколку должничката криза е надополнета со валутна и банкарска криза

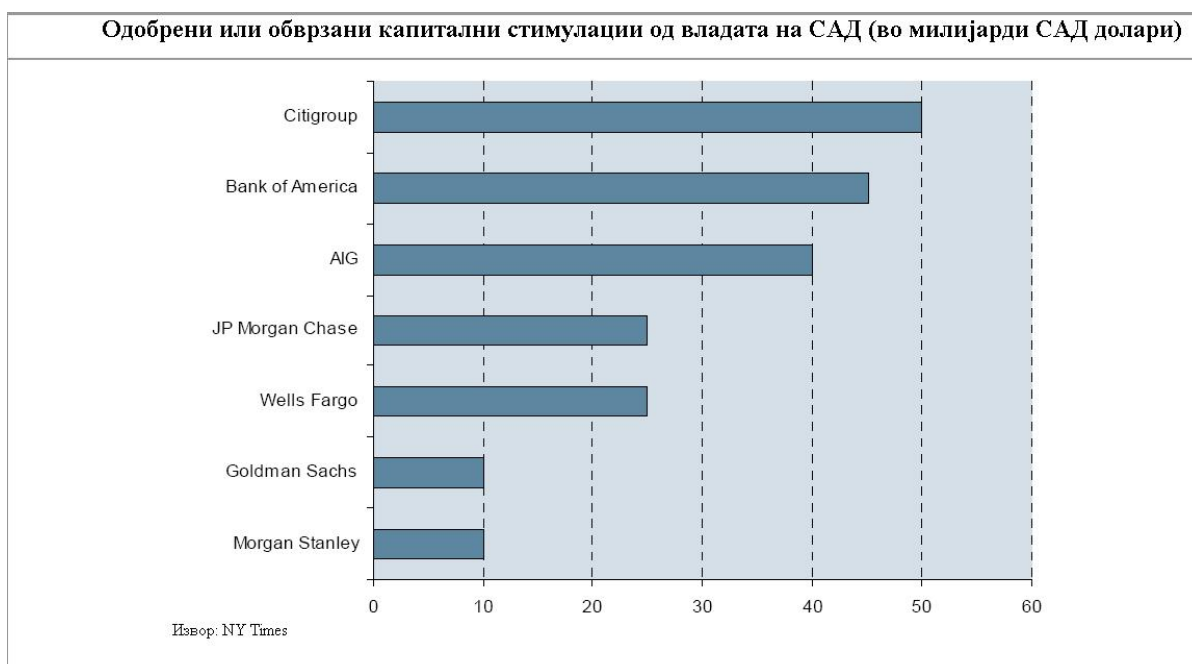
⁵⁵ Davide Furceri и Aleksandra Zdzienicka, "How Costly are Debt Crisis", IMF Working Paper 280, 2011 г.

падот изнесува меѓу 6 и 10 процентни поени. Исто така, загуби во растот на БДП има и на среден рок - во тек на 8 години по почетокот на кризата БДП се намалува за околу 10%. Тие, исто така, тврдат дека растот на БДП се редуцира не само кога ќе настане должничка криза туку и кога јавниот долг надминува одредена граница. Поконкретно, нивното истражување утврдило дека кога јавниот долг надминува 80% од БДП растот на БДП се забавува за повеќе од 2 процентни поени, што е во конзистентност и со други истражувања.

3.20. Фискален одговор на должнички и финансиски кризи

Анализата на глобалната финансиска криза која го погоди светот во 2007 година укажува на тоа дека монетарната политика беше максимално ангажирана во ублажување на последиците, но нејзината натамошна улога е лимитирана. Во многу земји референтните каматни стапки се спуштија до нултото ниво. Во услови кога многу компании од приватниот сектор се технички банкротирани, тие настојуваат да ги искористат евентуалните добивки за зголемување на капиталот, се воздржуваат од инвестирање и може да не реагираат на пониските каматни стапки. Токму затоа се смета дека монетарната политика нема да има големо влијание при таканаречени „рецесии на билансите на состојба“.

Графикон 3.1 Директни стимулации во некои од најголемите финансиски институции во САД



Искусствата за ефикасноста на фискалната политика во земјите во развој се мешани. Импулсите од автоматските стабилизатори се слаби и создаваат простор за дискрециони одлуки наместо фискални правила, а исто така се забележува појава на процикличност, т.е. јавните расходи имаат тенденција да се зголемуваат во периоди на економски бум, а да опаѓаат за време на рецесии. Она што повеќето влади во развиените земји, па и во земјите во развој го направија за да ја спасат економијата е обезбедување фискални стимулации во клучни сектори. Подолу во табелата 3.3 се прикажани износите кои некои селектирани економии, заклучно со 2009 година, ги издвоија во вид на фискални стимулации како одговор на светската криза.

Табела 3.3 Издвоени фискални стимулации во селектирани економии

Земја	Почетна ситуација		Расходи во 2009 г.		Вкупни стимулации	
	Бруто јавен долг (како % од БДП во 2008 г.)	Фискално салдо (како % од БДП во 2008 г.)	Во милијарди САД долари	Процент од БДП во 2008 г.	Во милијарди САД долари	Процент од БДП во 2008 г.
Аргентина	51,0%	1,7%	4,4	1,3%	4,4	1,3%
Австралија	15,4%	0,3%	8,5	0,8%	19,3	1,8%
Бразил	40,7%	2,2%	5,1	0,3%	5,6	0,5%
Канада	62,3%	0,1%	23,2	1,5%	43,6	2,8%
Кина	15,7%	0,4%	90,1	2,1%	204,3	4,8%
Франција	64,4%	-2,9%	20,5	0,7%	20,5	0,7%
Германија	62,6%	0,9%	55,8	1,5%	130,4	3,4%
Индија	59,0%	-4,2%	6,5	0,5%	6,5	0,5%
Индонезија	30,1%	-1,3%	6,7	1,3%	12,5	2,5%
Италија	103,7%	-2,7%	4,7	0,2%	7,0	0,3%
Јапонија	170,4%	-3,1%	66,1	1,4%	104,4	2,2%
Јужна Кореја	27,2%	0,9%	13,7	1,4%	26,1	2,7%
Мексико	20,3%	0,0%	11,4	1,0%	11,4	1,0%
Русија	6,8%	6,2%	30,0	1,7%	30,0	1,7%
Саудиска Арабија	17,7%	11,2%	17,6	3,3%	49,6	9,4%
Јужна Африка	29,9%	0,2%	4,0	1,3%	7,9	2,6%
Шпанија	38,5%	-2,4%	18,2	1,1%	75,3	4,5%
Турција	37,1%	-1,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Велика Британија	47,2%	-4,8%	37,9	1,4%	40,8	1,5%
САД	60,8%	-3,2%	268,0	1,9%	841,2	5,9%

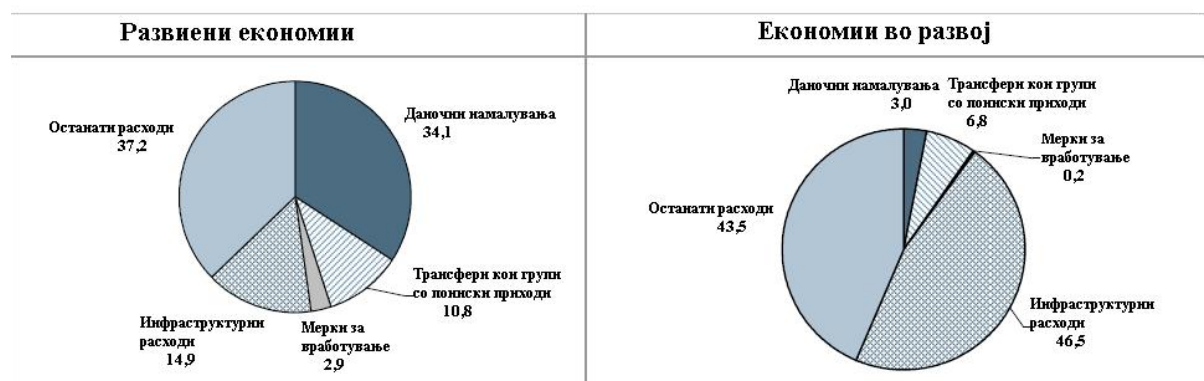
Извор: Eswar Prasad и Isaac Sorkin, Brookings Institute, 2009 г.

Иако издвоените стимулации во вид на расходи во 2009 година за наведените земји изнесуваа вкупно 692 милијарди САД долари, може да се забележи дека кај повеќето економии тие не надминуваат 2% од нивниот БДП. Всушност, тој износ претставува 1,4% од вкупниот БДП на неведените економии и околу 1,1% од светскиот БДП. Од друга страна, вкупните стимулации во наведените економии од избивањето на кризата заклучно со 2009 година достигнаа 1.641 милијарди САД долари. Некои истражувања кон кои се приклучи и ММФ со своите анализи укажуваат дека со оглед на јачината на кризата ваквите проценти се недоволни и закрепнувањето на економиите ќе оди многу бавно, а во некои економии постои опасност од повторна рецесија. На пример, ММФ во 2009 година процени дека ќе бидат потребни најмалку 2% од светскиот БДП за справување со кризата.

Исто така, стимулациите се разликуваат од земја до земја од аспект на нивната структура, односно областите каде тие беа првенствено насочени. Така, во земјите во развој 46% од фискалните стимулации беа наменети за инфраструктурни расходи, додека за истата намена во развиените земји се искористија само 15% од дадените стимулации. Од друга страна, во развиените економии над 34% од фискалните стимулации се должеа на намалување на даноци, додека во земјите во развој само 3%.⁵⁶

Графикон 3.2 Структура на фискални стимулации (во проценти)

Структура на расходи во вкупниот фискален пакет



Извор: Sameer Khatiwada, "Stimulus Packages to Counter Global Economic Crisis; A review", International Institute for Labour Studies Discussion paper 196, 2009 г.

⁵⁶ Sameer Khatiwada, "Stimulus Packages to Counter Global Economic Crisis; A review", International Institute for Labour Studies Discussion paper 196, 2009 г.

Во однос на големината на фискалните мултипликатори, како одговор на реалниот БДП на намалување на даноците или зголемување на расходите, не постои јасен консензус меѓу економистите и аналитичарите. ММФ во еден свој неодамнешен извештај објави дека правило на палецот во однос на мултипликаторот на расходите (дефиниран со соодносот $\Delta Y/\Delta G$ и при претпоставка за константна каматна стапка) е дека тој се движи од 1,5 до 1 за големите земји, од 1 до 0,5 за средно големите земји и 0,5 или помалку за малите земји.

Притоа, помали (за речиси половина од наведените вредности) се мултипликаторите за приходите и трансферите додека нешто поголеми се оние за расходите за инвестирање. Исто така, може да се очекуваат и негативни мултипликатори особено доколку фискалните стимулации ја ослабнат фискалната одржливост.

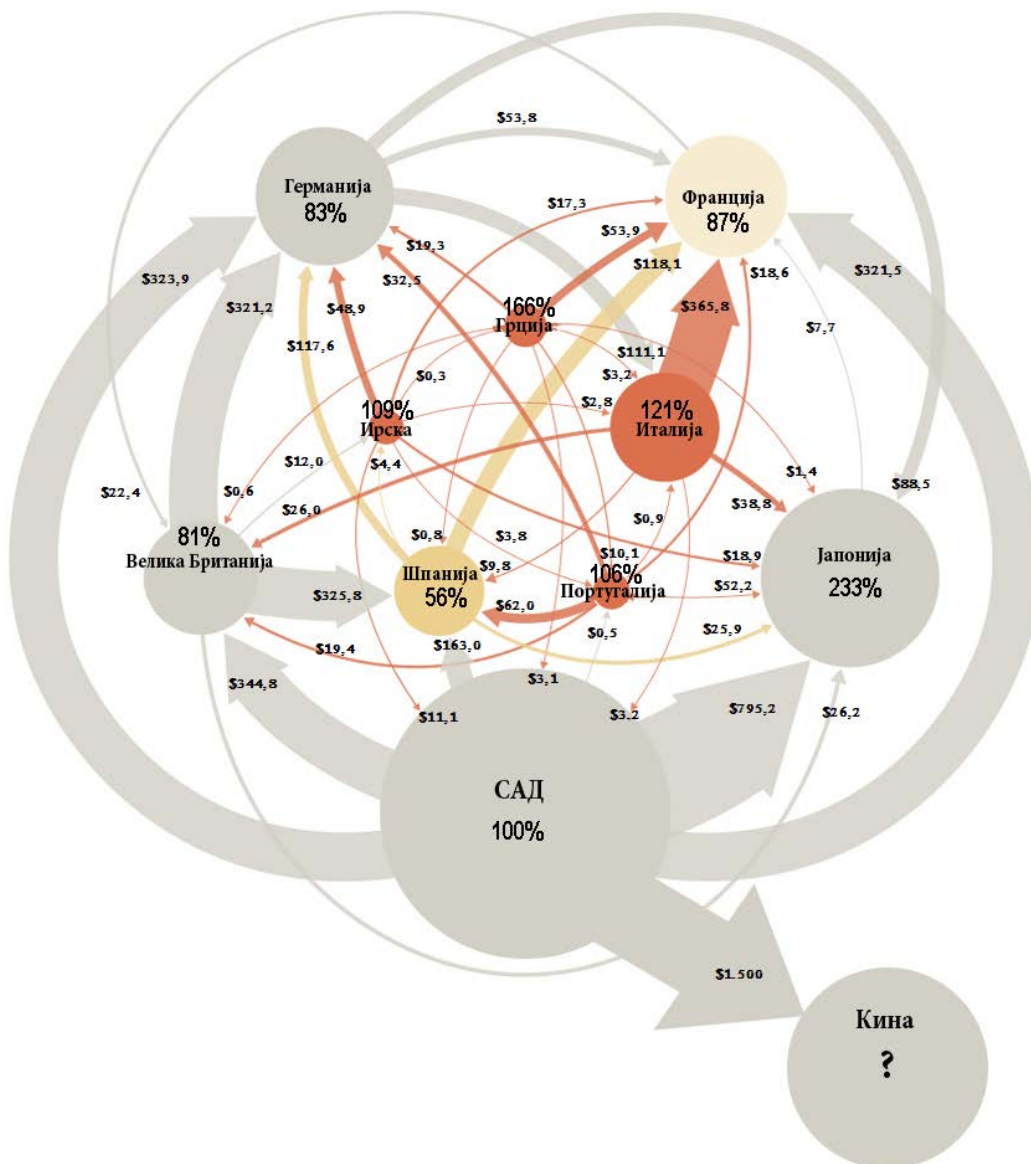
Глобалниот финансиски систем е високо интегриран меѓусебно, така што проблемите во еден дел од светот може да се пренесат речиси насекаде. Ризикот од каскадно пропаѓање, пренесување на проблемите, контракција на кредитната активност и пад на економската активност се постојано присутни. Фискалната експанзија изразена преку големи фискални стимулации со цел справување со финансиската криза ги вовлече земјите од евро-зоната во нова криза - драстично зголемување на нивото на јавен долг до степен на негова неодржливост во одредени економии.

Графиката подолу дава извонреден приказ на меѓусебните должничко-доверителски односи меѓу главните засегнати земји од евро зоната. Процентите во круговите ги означуваат бруто јавните долгови на секоја земја како процент од нивниот БДП, додека со стрелки се прикажани нето должничките изложувања меѓу секоја од земјите. Всушност, тоа се долгови кон банките и други комерцијални кредитори од другите земји.

Како што и претходно беше истакнато, иако Јапонија има јавен долг повеќе од двојно поголем од сопствениот БДП (кој изнесува околу 5,5 илјади милијарди САД долари), поголемиот дел е домашен и според тоа Јапонија не се смета за

ризишна земја која не може да ги отплатува своите обврски. Грција е најзагрозената земја, чиј долг во јули 2011 година изнесуваше 166% од нејзиниот БДП. Најмногу изложени на грчкиот долг се француските банки со нето изложување од 53,9 милијарди САД долари. Тоа ја прави француската економија многу ранлива, ако се има предвид дека француските банки се изложени и кон должници од Италија во износ од огромни 365,8 милијарди САД долари, што претставува една петтина од БДП на Италија.

Графикон 3.3 Поглед на должничката криза во евро-зоната (во милијарди САД долари)



Извор: The New York Times, јули 2011 г.

Германските банки имаат вкупна изложеност од околу 863,4 милијарди САД долари, од кои најмногу, 323,9 милијарди САД долари кон должници од САД и 321,2 милијарди САД долари кон должници од Велика Британија. Истовремено, Германија има долг од 111,1 милијарди САД долари кон Италија. Германскиот долг изнесува 83% од БДП, но ризикот од пропаѓање на економиите на должниците може многу брзо да го зголеми тој сооднос. Ова особено се однесува на италијанската економија, чиј долг надминува 120% од БДП. Од останатите позагрозени економии, Ирска има ниво на јавен долг околу 110% од БДП, а Португалија од околу 106% од БДП. Португалија најмногу должи на својот сосед Шпанија, а долгот достигнува 39% од БДП на Португалија. Најголема непознаница во светски рамки е Кина, за која се знае само дека држи околу 1,5 илјади милијарди САД долари од долгот на САД, најмногу во обврзници на Министерството за финансии на САД. Банката за меѓународни порамнувања од Швајцарија ги објави вкупните изложености на европските банки кон петте најзагрозени европски држави во 2011 година, и тие се дадени во следнава табела:

Табела 3.4 Кредитна изложеност на европските банки кон селектирани економии

Земја	Милијарди САД долари	% од БДП
Италија	837,5	41%
Шпанија	643,2	46%
Ирска	381,1	184%
Португалија	196,7	86%
Грција	120,8	40%
Вкупно	2179,3	

Извор: Bank for International Settlement, 2011 г.

Од табелата се забележува дека врз основа на добиени кредити и издадени државни обврзници, петте наведени економии имаат вкупен долг кај европските банки во износ од 2.179 милијарди САД долари. Во најтешка ситуација се чини е Италија, која должи 837,5 милијарди САД долари. Сепак, тоа претставува само 41% од нејзиниот БДП во 2011 година. Од друга страна, иако Ирска должи многу помалку во апсолутен износ од Италија, нејзиниот долг претставува дури 184% од нејзиниот БДП во 2011 година, што е показател кој укажува дека враќањето на долгот многу потешко ќе ја погоди економијата на Ирска.

IV. Координираност на фискалната и монетарната политика во Република Македонија

4.1. Макроекономската поставеност на политиките во македонската економија

4.1.1. Монетарното осамостојување на Република Македонија

Почетокот на самостојноста и сувереноста на Република Македонија во областа на монетарната и девизната политика својата промоција ја доживеа на 26-ти април 1992 година со донесувањето на неколку акти од страна на Собранието на Република Македонија. Со Законот за парична единица и Законот за употреба на паричната единица на Република Македонија⁵⁷ беше утврдено дека законско платежно средство во Република Македонија ќе биде денарот. Заменувањето на југословенските динари со македонски денари се изврши во рок од четири дена. Народна банка на Република Македонија (НБРМ) изврши замена на целокупниот износ на готови пари во оптек што гласеа на динари, додека замената на депозитните пари на жиро сметките се вршеше без какво било ограничување. Во Република Македонија југословенскиот динар престана да биде законско средство за плаќање на 30-ти април 1992 година.

Сепак, стартот на монетарното осамостојување не беше означен со воведување вистински пари - денари, туку во оптек беа пуштени вредносни бонови, кои требаше во одреден период да ја одиграат улогата на преодни (транзиторни) пари. Врз ваквото решение влијаеја неколку значајни фактори:⁵⁸

1. Факторот на итност, односно краткиот временски период во кој требаше да се изврши печатењето на парите;⁵⁹

⁵⁷ „Службен весник на Република Македонија“ бр. 26 и 27/1992 г.

⁵⁸ Според Ристо Ј. Гогоски, Централните банки во малите и отворени економии со посебен осврт на Народната банка на Македонија, Економски факултет - Скопје, Скопје, 1994 г.

⁵⁹ Сознанијата покажуваа дека за печатење вистински пари со сите потребни фази ќе беше потребен период од 1,5 месеци до 2 години.

2. Потребата за заштита од евентуалното пренесување на високо инфлаторни југословенски динари на територијата на Република Македонија, со што би се иницирале катастрофални последици за македонското стопанство;
3. Избегнувањето тешки и долги расправи околу името на националната валута; и
4. Нестабилноста и високата инфлација што беше присутна во периодот во кој се воведуваше националната валута.

Како датум на вистински почеток на монетарната историја на Република Македонија се смета 10-ти мај 1993 година. На тој ден беа пуштени во оптек првите вистински ковани и книжни пари - денари. Во исто време беа донесени соодветни законски прописи со кои се настојуваше да се обезбеди соодветна стабилност и зголемување на вредноста на денарот.⁶⁰ Дури со овој акт можеме да констатираме дека се изврши целосно заокружување на монетарниот суверенитет и самостојност на Република Македонија.

Со почетокот на самостојноста и сувереноста на Република Македонија во областа на монетарната и девизната политика, во 1992 година покрај законите кои ја регулираа проблематиката на воведувањето на македонската парична единица, беше донесен и првиот Закон за Народна банка на Република Македонија (НБРМ)⁶¹ како емисионо - централна банка,⁶² која е одговорна за стабилноста на домашната валута, за монетарната политика и за општата ликвидност на плаќањата во Република Македонија и кон странство.⁶³ Подоцна законот за НБРМ претрпи неколку измени, а дефинирањето на улогата на НБРМ, нејзините цели и задачи денес е регулирано со Законот за НБРМ од 2010 година.⁶⁴

Преземајќи ја улогата на основен стабилизатор на вредноста на денарот, веднаш по монетарното осамостојување НБРМ презеде мерки во правец на остварување

⁶⁰ Томе Неновски, интервју, Економски советник бр 5/1993 г.

⁶¹ Законот за Народна банка на Република Македонија, „Службен весник на Република Македонија“ бр. 26/1992 г.

⁶² Член 2 од Законот за Народна банка на Република Македонија, „Службен весник на Република Македонија“ бр. 26/1992 г.

⁶³ Член 3 од Законот за Народна банка на Република Македонија, „Службен весник на Република Македонија“ бр. 26/1992 г.

⁶⁴ Види „Службен весник на Република Македонија“ бр. 158/2010 г.

на нејзините основни функции. Поточно, таа ја започна и во значајна мера ја изврши изградбата на потребниот механизам за монетарно регулирање.

Благодарение на НБРМ, во 1992 година беа доследно остварени задачите на монетарната политика, односно, следните активности: а) забавување на порастот на стапката на инфлација по нејзините галопирачки тенденции во почетните месеци пред монетарното осамостојување; и б) стабилизирање на вредноста на денарот, кој после словенечкиот толар, покажа најголема стабилност во однос на валутите на другите поранешни југословенски републики.

Ваквите почетни резултати имаат вредност и во стекнувањето на потребната самодоверба кај политичките и општествено - економските субјекти за исправноста на одлуката за монетарно осамостојување. Тие, исто така, доведоа до сознание дека успехот и ефикасноста во делувањето на македонската Централна банка е, пред сè, во стручниот приод во работењето, како и постигнувањето на релативно висок степен на независност, во согласност со актуелните тенденции во современите пазарни економии.

4.1.2. Програма за стабилизација

Економската независност на Република Македонија, како и кај другите новоформираните држави од поранешна Југославија, се случи во услови на висока хиперинфлација. Просечната месечна стапка на инфлација во јануари 1992 година изнесуваше 86,1%, а просечната годишна стапка истата година достигна 1.800% со тенденција за понатамошно зголемување. Стапката на бруто домашниот производ опадна за 6,6%, а курсот на домашната валута на црниот пазар беше 300% повисок од официјалниот кој во тој период гласеше 200 денари за една германска марка.⁶⁵ Покрај хиперинфлацијата, во периодот на транзиција Република Македонија требаше да се справува и со низа други препреки, како губењето на девизните депозити на своите граѓани депонирани кај комерцијалните банки, а кои се држеа во Народната банка на Југославија, прекинувањето на трговските врски со странство како резултат на ембаргото врз поранешна Југославија, блокадата од Грција, војната на Косово во 1999 година, меѓуетничкиот конфликт внатре во државата во 2001 година, светската

⁶⁵ Види Билтен бр. 1 на НБРМ, октомври, 1992 г.

економска криза и проблемот со името. Сите овие шокови оставија длабоки последици врз функционирањето на економијата и ги забавија структурните, финансиските, фискалните реформи, како и реформите во останатите сегменти, како во судството, владеење на правото, администрацијата, здравството, образованието, одбраната итн.

Веднаш по монетарното осамостојување на државата се наметнаа две основни прашања: дали главните причини за хиперинфлацијата се наоѓаа на страната на понудата или на страната на побарувачката во економијата? И второ, кои макроекономски мерки се најсоодветни за стабилизирање на економијата? Анализата на негативните макроекономски перформанси, како хиперинфлацијата, високата невработеност, падот на БДП, застареноста на технолошките системи, високите дефицити во платниот биланс, трговскиот биланс и во буџетот, покажа дека факторите се наоѓаа како на страната на понудата така и на страната на побарувачката. Веднаш стана јасно и се наметна потребата од прифаќање на една поширока програма за стабилизација, која подразбира вклучување радикални мерки на рестриктивна монетарна и фискална политика. Паралелно со тоа, започна и трансформацијата на економијата од планска кон демократска. Овде вредно е да се спомене дека од почетокот улогата на макроекономската политика беше да се воспостави економска стабилност, но владата не секогаш имаше јасна платформа како тоа да се постигне во тие рани години од транзицијата, така што таа во голема мерка беше неуспешна.

Макроекономските цели кои се сакаа да се постигнат се содржеа во програмата за стабилизација која имаше цел да ја намали стапката на инфлација до просечно месечно ниво од 4,5% во последниот квартал од 1992 година. Клучните макроекономски мерки беа: а) рестриктивна монетарна политика насочена кон редуцирање на стапката на раст на паричната маса M1, која се сметаше за главна причина за инфлацијата; б) рестриктивна фискална политика насочена кон редуцирање на јавните расходи од 38% од БДП до 35% од БДП, проследено со водење балансиран буџет, што, во суштина, претставуваше борба против инфлацијата од страна на Владата како фискална власт; в) замрзнување на платите во сите сектори на нивото од март 1992 година, со можност за нивно идно

зголемување за 25%-35%; и г) воспоставување фиксен девизен курс со паритет во однос на германската марка од 1 марка = 360 денари.

Програмата за стабилизација оствари лимитирани резултати. До јуни 1992 година стапката на инфлација се намали од 86,1% во јануари на 72,4%, што сепак беше над проектираните таргети од 45% за мај и 8% за јуни. Од друга страна, девизниот курс на денарот на црниот пазар полека се приближи до официјалниот девизен курс. Успехот на програмата за стабилизација во намалување на инфлацијата беше сериозно поткопан во средината на август 1992 година кога Парламентот изгласа промени во законот за плати што овозможи платите во приватниот сектор да пораснат за 50% а во јавниот сектор дури за 141%. Дополнително, ембаргото за увоз на нафта и нафтени деривати од Грција создаде дополнителен притисок врз инфлацијата. Сето тоа не само што го запре трендот на намалување на инфлацијата, туку се зголеми за 21% во периодот септември - октомври 1992 година. Истовремено, курсот на денарот на црниот пазар се зголеми за околу 60% во однос на официјалниот девизен курс. Тоа доведе до ревизија на програмата за стабилизација кон крајот на 1992 година, при што просечната месечна стапка на инфлација беше таргетирана на 23%, а денарот девалвираше за 66,7% во однос на германската марка. Со девалвацијата не се врамнотежи интерната и екстерната вредност на денарот. Официјалниот девизен курс и понатаму остана преценет. Веќе наредниот ден дискрепанцата меѓу црниот и официјалниот девизен курс изнесуваше 30%.

Во втората половина од 1993 година се усвои нова програма за стабилизација овојпат во соработка со ММФ со главни елементи стабилизација на девизниот курс, фиксирање на платите во јавната администрација и фискална консолидација. Ваквата програма придонесе за значително намалување на стапката на инфлација од 349% во 1993 до 121,8% во 1994 година и 15,9% во 1995 година. Девизниот курс се стабилизираше на нивото на официјалниот девизен курс, а негативниот тренд на стапката на раст на БДП се намали од -7.5% во 1993 година на -1.8% во 1994 и -1.1% во 1995 година.

Воспоставената стабилност на девизниот курс, постепениот раст на официјалните девизни резерви на земјата, поголемата контрола врз монетарните

агрегати и платите во јавниот сектор, како и фискалната консолидација придонесоа за скротување на инфлацијата. Како резултат на тоа, во последниот квартал од 1995 година НБРМ ја напушти стратегијата на монетарно таргетирање и прифати стратегија на таргетирање на девизниот курс, при што денарот беше фиксиран во сооднос од 27 денари за една германска марка.

Може да се издвојат два различни периода при спроведување на програмата за стабилизација. Едниот е периодот од 1992 - 1994 година кога инфлацијата беше благо намалена, и вториот по 1995 година кога дојде до нејзино значително опаѓање. Во текот на првиот период до април 1992 година, Република Македонија сè уште вршеше монетизација на големиот федерален буџетски дефицит на поранешна Југославија, што беше и главна причина за високата инфлација. Периодот по осамостојувањето, покрај инфлаторното финансирање на транзицијата и соочувањето со големите нефункционални кредити од социјализмот, постоеше голема некоординираност, па дури и конфликт меѓу Централната банка и Владата. Обидот на НБРМ да ја стабилизира економијата преку стабилизација на домашната валута неминовно доведе до голем пораст на каматните стапки. Со оглед на тоа што високите каматни стапки негативно се одразија врз буџетот, Владата вршеше притисоци за намалување на основната каматна стапка на НБРМ. Намалувањето на истата доведе до голем степен на валутна супституција и девизна криза.

Притоа, исклучително е тешко да се утврди улогата на монетарната политика во кризниот период од 1992 - 1994 година. Меѓутоа, со оглед на фактот што таа криза имаше значителна монетарна компонента, заклучокот е дека монетарната политика не беше баш најсоодветно водена. Сепак, тоа не ја исклучува одговорноста на Владата како носител на фискалната политика особено во почетниот период од првата програма за стабилизација кога, во суштина, немаше јасна претстава што треба да се преземе за фискалната политика да ѝ помогне на монетарната политика во стабилизирање на економијата. Дури откако таа согледа и прифати дека контролата врз платите во јавниот сектор овозможува фискална дисциплина што придонесува за стабилизирање на девизниот пазар и девизниот курс, тогаш се успеа во напорите за контролирање на инфлацијата во прифатливи граници.

Најслабиот дел од стабилизацијата беше фискалната политика. Буџетот не ги подмири преземените обврски спрема банките. Девизното штедење на населението не беше претворено во државни обврзници. Банките беа оставени сами да се справат со девизните штедачи. Под разни притисоци тие исплатија 40 милиони германски марки во денарска противвредност по официјален курс во периодот мај - декември 1992 година.

Буџетот не успеа да ги реализира планираните приходи за покривање на тековните расходи. Врамнотежувањето на приходите и расходите се извршуваше со неизмирување на достасаните обврски на буџетот. Покрај тоа не беше направен обид да се идентификуваат и решат парафискалните дефицити кои се манифестираа во непокриените загуби кај државните претпријатија и парафискалните субвенции во земјоделството. Сите овие дефицити беа покривани со кредитна експанзија. Буџетот не се задолжуваше директно кај монетарната власт. Задолжувањето се извршуваше индиректно: корисниците на буџетските средства кон кои буџетот не ги подмируваше обврските се задолжуваа кај монетарните институции за да опстанат. Со тоа и каматниот товар се пренесе од буџетот врз економските субјекти - корисници на буџетски средства. Девизните резерви исто така се финансираа со монетарна емисија. Така, во условите кога не се измируваа кредитните обврски кон странство, буџетот оствари парафискален дефицит од 13,4% од БДП и буџетски дефицит од 12,6% од БДП.

4.2. Цели на монетарната политика

4.2.1. Фактори кои ја детерминираат стабилноста на цените како основна долгорочна цел на монетарната политика

Во монетарната теорија на развиените пазарни стопанства не постои согласност за тоа како Централната банка најдобро и трајно да ја унапреди материјалната благосостојба на општеството. Адекватното решавање на проблемот на временската неконзистентност при водењето на монетарната политика бара Централната банка да создава и воведува одредени монетарни концепции за

извршување на монетарната политика. Притоа, истото може да се изврши со примена на, како што ги именува Бишев, определени правила⁶⁶, кои можат да бидат како независни правила (non contingent rules) и зависни правила (contingent rules). Независните правила се насочени кон остварување на долгорочната цел на монетарната политика. Со нив не е предвидено Централната банка да реагира на шоките на агрегатната понуда и побарувачка, како и да врши стабилизирање на реалната стопанска активност на краток рок, со што истите добиваат само теоретско значење во конципирањето и спроведувањето на монетарната политика. Зависните правила се насочени кон изнаоѓање оптимално решение на проблемот на временската неконзистентност. Имено, се настојува да се изработи конзистентна спецификација на порастот на паричната маса која истовремено ќе реагира на промените во деловниот циклус и на краток рок ќе ги стабилизира варијациите во нивото на стопанската активност, а на долг рок ќе обезбеди порастот на паричната маса да не биде инфлаторен.

Глобално набљудувано, Централната банка може да придонесува кон трајно унапредување на материјалната благосостојба на општеството според два пристапа:

- а) обезбедување долгорочна стабилност на цените како основен предуслов за остварување трајна материјална благосостојба на општеството;
- б) краткорочно фокусирање врз остварување поголема стапка на економски раст, при што монетарната политика се става во функција на поддршка на останатите политики кои директно имаат за цел зголемување на вработеноста и подобрување на животниот стандард на долг рок.

Што се однесува на случајот на Република Македонија, емпииските истражувања покажуваат дека е најдобро монетарната политика да биде ориентирана на долгорочната стабилност на цените како единствено нејзино средство преку кое ќе придонесе за остварување трајна материјална благосостојба во земјата. Притоа, се потврдува дека „преку остварување на целта

⁶⁶ Глигор Бишев, „Емисијата на пари и стабилизационата политика во новите услови“, МАНУ проект: Стратегија на приспособување на стопанството и глобални согледувања за стопанскиот развој на Р. Македонија, Скопје 1992 г.

за (ценовна) стабилност, монетарната политика систематски придонесува за добро функционирање на стопанството во кое институтот пари и парична размена е централна карактеристика. Од друга страна, таа обезбедува неопходна котва за пазарните очекувања⁶⁷. Така, највисоки стапки на стопански раст во Република Македонија се остварени во услови на релативно висока стабилност на цените. Најголемо просечно годишно реално зголемување на БДП од 7,5% е остварено во периодот 1966 - 1970 година, кога просечната годишна стапка на инфлација изнесуваше 10,3%. Исто така, во периодот 2003 - 2008 година, БДП просечно годишно се зголеми за 4,65% во услови кога просечната годишна стапка на инфлација изнесуваше 2,5%.

Согласно досега кажаното, произлегува дека основната долгорочна цел на Народна банка на Република Македонија е одржување на стабилноста на цените. Оваа цел е и законски утврдена како експлицитна одговорност на НБРМ. Согласно со тоа, НБРМ може да се рангира меѓу централните банки што не можат да ја бираат својата крајна цел на монетарната политика. Имено, стабилноста на домашната валута е одредена со закон како долгорочна цел на економската и монетарната политика, при што НБРМ е самостојна во одредувањето на монетарната цел (избор меѓу количината пари, кредити, девизниот курс, каматната стапка и сл., како најпогодна посредна цел) потребна за остварување на крајната цел, како и на начинот на кој ќе ја оствари таа монетарна цел (односно, комбинацијата на инструментите на монетарната политика).

Стабилноста на цените на долг рок се остварува доколку постои врамнотежено движење на агрегатната побарувачка за стоки и услуги и потенцијалното производство. Тоа значи дека НБРМ не може да влијае директно врз остварувањето на стабилноста на цените како крајна цел. Централната банка влијае во насока на остварување на стабилноста на индиректен начин, преку регулирање на монетарната понуда, како клучна детерминанта на агрегатната побарувачка, односно, индикатор за потенцијалот на трошење во економијата.

⁶⁷ John W. Crow, BIS Review, No. 223/93.

Преку оптимално димензионирање на паричната маса, што подразбира дозирање на понудата на пари и кредити на ниво кое овозможува нормално одвивање на стоковно-паричните трансакции, без притоа да се надминат реалните производни потенцијали, се овозможува остварување на финансиската стабилност како долгорочна цел на Централната банка. Според тоа, основната задача на монетарната политика е да обезбеди толкава количина ликвидни средства во финансиските канали која ќе биде конзистентна со целите за стабилност на инфлацијата, односно, за економски раст на земјата.

Притоа, треба да се констатира уште една значајна работа. За да може НБРМ да ја оствари долгорочната цел - стабилност на цените, императивно се наметнува потребата од соодветна усогласеност меѓу монетарната и фискалната политика. Имено, стабилноста на цените претставува рамка која го ограничува дејството на фискалната политика. И покрај стручно конципираната и издржана монетарна политика, НБРМ нема да успее да ја оствари неопходната монетарна стабилност доколку постојат услови за создавање отворени или прикриени буџетски дефицити. Затоа, секогаш кога не постои фактичка рамнотежа и усогласеност меѓу монетарната и фискалната политика доаѓа до иницирање на спиралата плати - цени - девизен курс, со дестабилизирање на економијата.

4.2.2. Прашањето за независноста на Народна банка на Република Македонија

Може со потполна сигурност да се каже дека денес не постои целосно независна централна банка. Постојат само различни централни банки со помал или поголем степен на независност од државата. Прашањето за независноста на НБРМ треба да се разгледува како одредување на институционалната и фактичката независност на НБРМ, но исто така треба да се акцентира поврзаноста на НБРМ со остварувањето на основната цел - стабилноста на цените.

Процедурата за избор на гувернерот, должината на неговиот мандат и можноста тој да се разреши или не имаат клучно влијание врз степенот на независноста на Централната банка. Гувернерот на Централната банка го избира Парламентот на Република Македонија по предлог на Претседателот. Гувернерот, како и вицегувернерите и членовите на Советот на Централната банка се бираат за

период од седум години, што е за три години подолг мандат од оној на политички избраните лица. Со тоа, во Република Македонија се отстранува можноста за нивно брзо и лесно сменување од функцијата, односно, извршната власт на чело на Централната банка да постави „кооперативен“ гувернер кој ќе соработува со Владата, а особено пред изборите и според потребите би емитувал нови парични средства. Од овој аспект, НБРМ спаѓа во редот на посамостојните централни банки.

НБРМ е независна во спроведувањето на монетарната политика. Имено, таа е слободна во изборот на инструментите со кои ќе ја остварува монетарната политика за постигнување на проектираните цели. Притоа, НБРМ не спаѓа во редот на централните банки кои сами ги избираат и дефинираат своите крајни цели. Тоа го прави Парламентот на Република Македонија за секоја година на крајот на претходната година, на предлог на НБРМ, а врз база на проекцијата на монетарната политика подготвена од страна на НБРМ. Со тоа, во практиката се јавува поделба на одговорноста за монетарната политика меѓу законодавната власт и НБРМ.

Од друга страна, НБРМ е целосно независна и автономна во преземањето мерки на монетарната политика заради спроведување на усвоената цел на монетарната политика, како и при следењето на имплементацијата на монетарната и девизната политика во текот на годината. Во поглед на девизната политика, Централната банка соработува со Владата во процесот на формулирање на девизната политика заради обезбедување усогласеност меѓу монетарната и девизната политика. Парламентот на Република Македонија ја усвојува проекцијата на девизната политика и ги поставува целите и задачите на девизната политика за секоја година.

Друг начин на кој се остварува независноста на Централната банка е ограничувањето на можноста за задолжување на државата кај Централната банка. Можноста за директна монетизација на буџетскиот дефицит на Централната банка е во голема мера лимитирана. Со Законот за НБРМ е забрането НБРМ директно или индиректно да ѝ одобрува кредити на Владата или кој било друг орган на државна власт, јавни претпријатија, јавни установи и

трговски друштва основани од државата или во кои државата е доминантен сопственик. Истата забрана се однесува и на сите органи и институции на локална власт и фирми основани од нив. Единствено, НБРМ може да одобри еднодневни кредити на Владата неопходни за непречено функционирање на платниот систем, обезбедени со преносливи државни хартии од вредност.

Вработените во НБРМ и членовите на Советот на НБРМ не смеат да примаат и да бараат инструкции од какви било институции на централната и локалните власти, ниту, пак, тие институции смеат да влијаат врз извршувањето на функциите на вработените и членовите во Советот. Одлуките на Советот на НБРМ се конечни и не смеат да бидат поништени, изменети или одобрувани од кој било од централната и локалните власти и институции под надлежност на истите.

4.2.3. Монетарна стратегија на НБРМ за остварување на основната цел

Стабилноста на цените и стабилноста на финансискиот систем се основните цели на Централната банка на Република Македонија. Тоа се две меѓусебно поврзани цели. Потенцирањето на стабилноста, како примарна цел на монетарната политика и основна задача на Централната банка, претставува еволуција во однос на теоретските и практични искуства од минатото, кога позначаен акцент се даваше на некои други цели на монетарната политика - брз економски раст, ниска стапка на вработеност и слично.

Во практика, обидите преку монетарниот стимул да се поттикне економски раст најчесто резултираа со значајни проблеми. Имено, монетарниот раст на краток рок генерираше економски подем, но по цена на пораст на инфлацијата, проблеми во платниот биланс и остварување пониска стапка на раст на долг рок. Оттаму, меѓу економските теоретичари и креаторите на економската политика постоеше општ консензус дека монетарната политика најдобро ќе го иницира среднорочниот и долгорочниот економски раст преку одржување општа стабилност на цените.

Во периодот од монетарното осамостојување до септември 1995 година НБРМ применуваше стратегија на монетарно таргетирање, при што основен агрегат кој се таргетираше беа примарните пари. Во тој период контролата врз паричната маса директно беше насочена кон остварување на ценовната стабилност, а девизниот курс беше индикатор за оптималноста на монетарната политика. Сепак, недоволната успешност на ваквата монетарна стратегија за обезбедување на економски раст, и особено за контролирање на инфлацијата и нејзино доведување во едноцифрени големини, ја наметна потребата од напуштање на стратегијата на монетарно таргетирање.

Од октомври 1995 година, како монетарна стратегија за остварување на стабилноста на цените, Народна банка на Република Македонија користи стратегија на таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка. Тоа е стратегија во која девизниот курс на денарот се користи за основна интермедијарна цел на монетарната политика. Експлицитното одредување на девизниот курс на денарот за основна интермедијарна цел на монетарната политика значеше промена на комбинацијата меѓу паричната маса и девизниот курс.

Така, порастот на паричната маса се трансформира во инструмент преку кој директно се остварува стабилноста на девизниот курс, а индиректно и стабилноста на цените. Во такви услови, монетарната понуда станува ендогена варијабла чие движење е детерминирано од потребата за одржување стабилен девизен курс на денарот. Доколку односот на понудата и побарувачката на девизи на девизниот пазар создава притисок врз стабилноста на екстерната вредност на денарот, предвидено е да се врши прилагодување на порастот на монетарните агрегати со цел да се зачува стабилноста на девизниот курс.

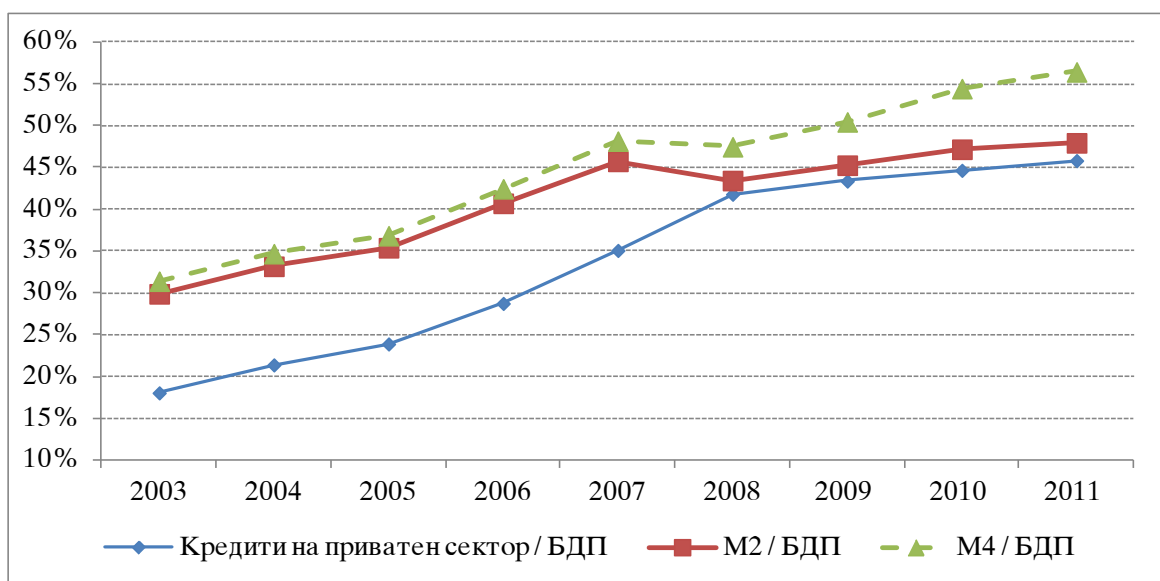
Основни претпоставки кои ја поддржуваат примената на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот се следниве:

1. Република Македонија е мала отворена економија и нема одлучувачко влијание врз светските цени на стоките и услугите;

2. Постоенето на нестабилна побарувачка за пари и потребата од номинално ситро;
3. Висока валутна супституција во земјата;
4. Промените во девизниот курс се високо корелирани со промените во стапката на инфлацијата;
5. Земјата е спремна да се откаже од водењето независна монетарна политика;
6. Земјата е спремна да се откаже од честото користење на девизниот курс како основен инструмент за платнобилансно прилагодување.
7. Ниско ниво на финансиска интермедијација во банкарскиот сектор и на финансиските пазари.

Република Македонија е мала и отворена економија. Тоа е економија на два милиона жители со бруто домашен производ од околу 9,8 милијарди долари⁶⁸ што во вкупното светско производство учествува со 0,01%. Истовремено, вкупниот извоз на стоки во 2011 година изнесува 4.455 милиони САД долари додека увозот на стоки изнесува 7.007 милиони САД долари. Учеството на македонскиот увоз и извоз во светската трговија изнесува 0,03%. Од ова е јасно дека македонската економија нема никакво влијание врз меѓународните цени, а надворешните шокови силно ја погодуваат.

Графикон 4.1 Индикатори за финансиска интермедијација (како % од БДП)

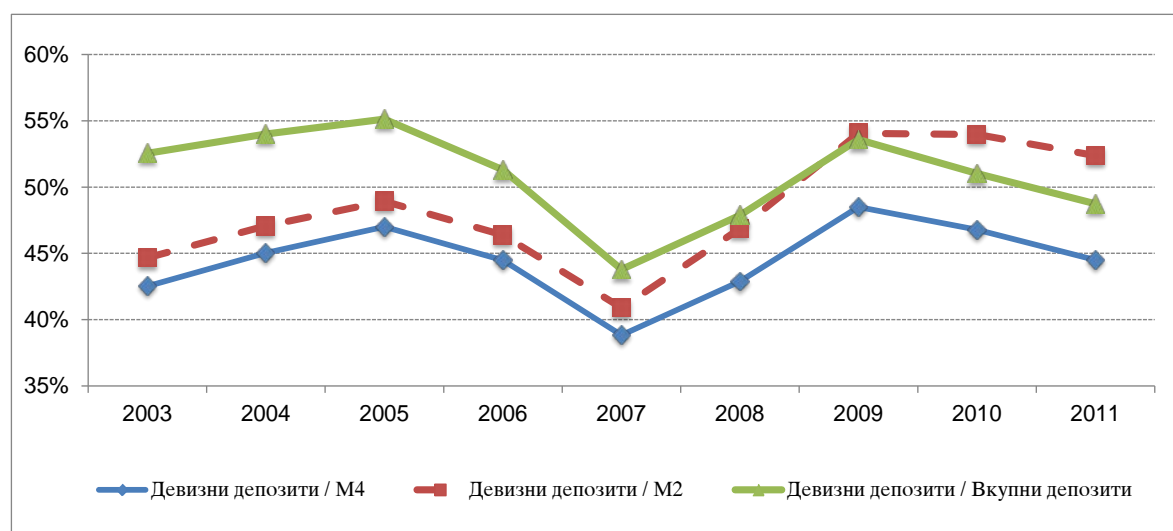


Извор: Пресметки на авторот и НБРМ

⁶⁸ Податокот се однесува на 2011 година.

Заради високата валутна супституција и отвореноста на земјата кон странство побарувачката за пари е нестабилна, што не дозволува водење независна монетарна политика. Така, на крајот на 2011 година степенот на валутната супституција мерен преку учеството на девизните депозити во вкупните депозити во банкарскиот сектор изнесуваше 48,7%, додека учеството на девизните депозити во паричната маса M2 изнесуваше 52,4%, а во паричната маса M4 изнесуваше 44,5%.

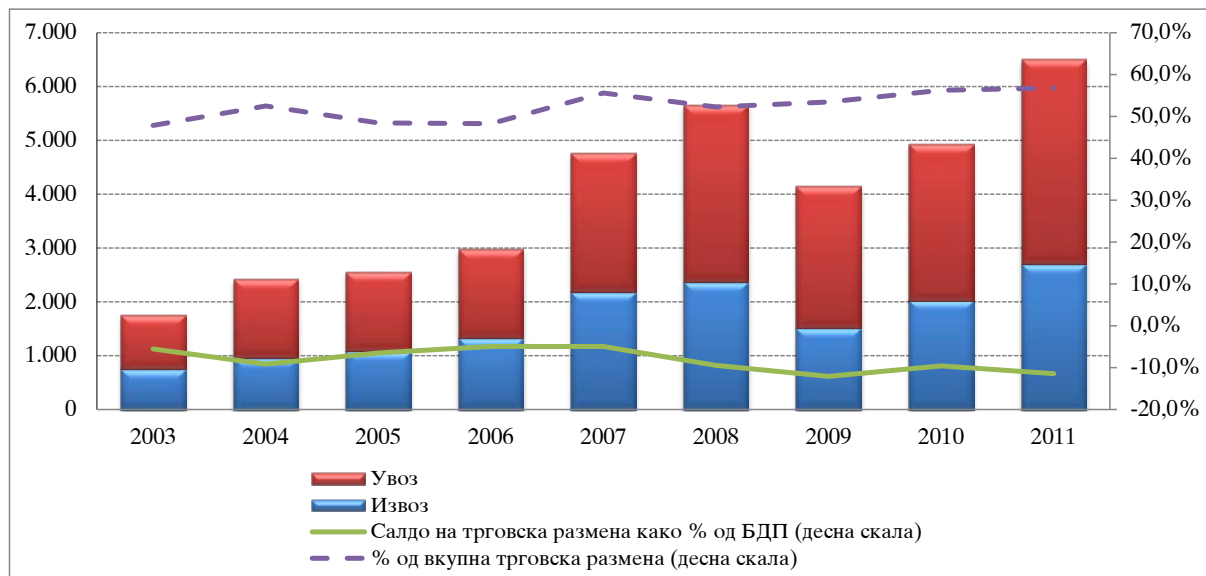
Графикон 4.2 Индикатори на валутна супституција



Извор: Пресметки на авторот и НБРМ

Истовремено, отвореноста на земјата кон странство е висока. Земјата е високо-интегрирана во меѓународните трговски текови. Така, учеството на размената на стоки и услуги со странство во БДП во 2011 година изнесуваше 116,9%. Согласно ваквата интегрираност на Република Македонија во светските трговски текови, на долг рок монетарната политика во Република Македонија не може да отстапува од монетарните политики на земјите кои се најзначајни нејзини трговски партнери. Најзначаен трговски партнер на Република Македонија се земјите од ЕУ, кои во вкупната надворешно-трговска размена во 2011 година учествуваа со 56,8%.

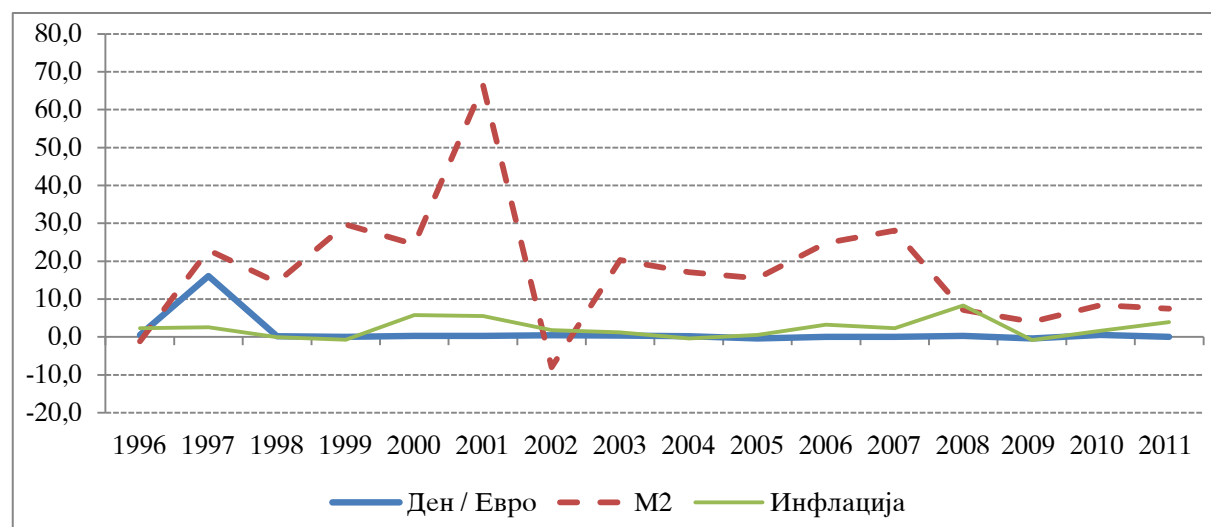
Графикон 4.3 Трговска размена со ЕУ (во милиони САД долари)



Извор: Пресметки на авторот, НБРМ и Државен Завод за Статистика на Република Македонија

Емпириските истражувања покажуваат дека промените на девизниот курс на денарот, заради високата зависност на домашните од увозните цени, се високо корелирани со промените на инфлацијата. Тоа може да се види и од графиконот. Тоа овозможува промените на номиналниот девизен курс на денарот да претставуваат сигурен индикатор за идното движење на цените и преку контролата на девизниот курс на денарот да се влијае врз движењето на инфлацијата.

Графикон 4.4 Движење на девизниот курс, паричната маса и инфлацијата (промена во проценти, на годишна основа)



Извор: Пресметки на авторот и НБРМ

Определба на економската политика на Република Македонија е конкурентноста кон странство првенствено да се одржува преку зголемување на продуктивноста и намалување на трошоците на работење по единица производ. Тоа се остварува преку политиките на микроекономско реструктурирање на претпријатијата. Девизниот курс на денарот само повремено се користи како инструмент за платнобилансно прилагодување во координација со политиките за микроекономско реструктурирање. Тоа овозможува девизниот курс на денарот да се користи како основно номинално сидро во економијата. Така, од воведувањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот (октомври 1995 година) па до денес, паритетот на девизниот курс на денарот е променет само еднаш, и тоа на 9 јули 1997 година со девалвација во однос на германската марка од 16,1%.

4.3. Инструменти за остварување на монетарните цели

Реформите на монетарните инструменти, започнати во текот на 1993 година, имаа за цел воведување пазарно-ориентирани и флексибилни инструменти, кои ќе овозможат ефикасно управување со паричната маса и остварување на целите на монетарната политика. Изборот на инструментите на монетарно регулирање беше ограничен во голема мерка од степенот на развиеноста на финансиските инструменти и институции. Непостоењето на државни хартии од вредност, комерцијални хартии на претпријатијата, здрави финансиски институции и длабоки, транспарентни развиени финансиски пазари оневозможуваа Народна банка на Република Македонија да се потпира исклучиво врз индиректните инструменти на монетарно регулирање, при спроведувањето на монетарната политика. Имено, во периодот по монетарното осамостојување, во услови на отпочнување со реформата на инструментите на монетарно регулирање, постоеше висока ценовна нестабилност, стапка на инфлација од 229,5% и несаниран и неразвиен банкарски систем.⁶⁹

Поради тоа, Народна банка на Република Македонија, како и останатите Централни банки на земјите од Источна и Централна Европа, користеше одредена комбинација на директни и индиректни инструменти на монетарно

⁶⁹ Јордан Дамчевски, „Финансиската структура во Република Македонија“, магистерски труд, Економски факултет Скопје, 2001 г.

регулирање.⁷⁰ Транзицијата од директни кон индиректни инструменти на монетарно регулирање се одвиваше постепено, во рамките на глобалните реформи кон пазарна економија, либерализација и дерегулација на економијата. Во продолжение ќе ги објасниме инструментите за монетарно регулирање кои во досегашниот период ги користеше НБРМ.

4.3.1. Операции на рефинансирање

Операциите на рефинансирање на банките во форма на реесконтни (селективни) кредити претставуваа основен инструмент на монетарно регулирање во периодот од монетарното осамостојување на Република Македонија, конституирањето на Народна банка на Република Македонија како самостојна централна банка и започнувањето на периодот на транзиција. Преку овој инструмент, НБРМ директно го регулираше движењето на примарните пари, со што индиректно ја остваруваше и политиката на таргетирање на растот на паричната маса. Преку реесконтните кредити се вршеше емитирање на примарни пари по пат на рефинансирање на кредитите, што банките ги одобриле на крајните корисници за финансирање приоритетни активности (извоз на стоки и услуги, за производство на одредени земјоделски производи, за гоење добиток, за залиха на одредени земјоделски производи, за пазарно-стоковни резерви, за залиха на вештачки ѓубрива и за залиха на јаглен). На тој начин, покрај регулирањето на износот на пари (кредити) како квантитативна функција на овој инструмент, преку операциите на рефинансирање се извршуваше и селективна функција, т.е. насочување на средствата од примарната емисија за финансирање одредени стопански активности. Традиционално, кредитите од примарната емисија за земјоделски активности имаа доминантно место место при креирањето на примарните пари преку реесконтните операции.

Централната банка ги користеше операциите на рефинансирање како квантитативен инструмент за директно регулирање на монетарната база и како квалитативен инструмент за поддршка на одредени приоритетни стопански активности. Истовремено, во периодот по монетарното осамостојување, операциите за рефинансирање претставуваа единствениот инструмент за

⁷⁰ Види „Инструменти за монетарно регулирање во Република Македонија и мерки за нивно понатамошно усовршување”, НБРМ, февруари, 1998 г.

неутрализирање на монетарните ефекти од девизните трансакции на Централната банка, преку кои се остваруваше девизната политика и политиката на девизниот курс.

Меѓутоа, операциите на рефинансирање на Централната банка се покажаа како мошне неефикасен инструмент за регулирање на движењата на монетарната база. Креирањето на примарни пари беше детерминирано од сезонските потреби на земјоделските претпријатија од финансиски средства. Иницијативата за креирање примарни пари потекнуваше од деловните банки и земјоделските претпријатија, а не од Централната банка. Врз таа основа, во кратки временски периоди се вршеше огромна емисија на примарни пари, со што се нарушуваше рамнотежата меѓу понудата и побарувачката на пазарот и се поттикнуваа инфлаторни тенденции. Неможноста да се оствари основната цел на монетарната политика - обезбедување стабилност на цените - беше основна причина за напуштање на операциите на рефинансирање на Народна банка на Република Македонија. Таа беше оневозможена да води ефикасна каматна политика, бидејќи при утврдувањето на есконтната стапка се земаа предвид нејзините доходни ефекти во областа на земјоделството. Како резултат на таквата политика, постоеше трајна тенденција за потценетост на есконтната стапка и како таква не можеше да ја детерминира динамиката на движењето на сите останати каматни стапки во економијата. Како последица на овие недостатоци, во април 1994 година, Централната банка престана да ги применува операциите на рефинансирање, како инструмент на монетарно регулирање.

4.3.2. Кредитни ограничувања⁷¹

Во рамките на реформите на монетарните инструменти, а заради остварување на макроекономска стабилизација, во јануари 1994 година Централната банка го воведо инструментот на директно монетарно регулирање - ограничување на денарските пласмани на банките и штедилниците (во понатамошниот текст кредитни ограничувања), одобрени на стопански субјекти во општествена, приватна и мешовита сопственост, како и на граѓани. Користењето на овој

⁷¹ Јордан Дамчевски, „Финансиската структура во Република Македонија“, магистерски труд, Економски факултет Скопје, 2001 г.

инструмент на монетарна политика во Република Македонија овозможи остварување на висок степен на контрола и управување со понудата на пари со оглед на директната и прецизна врска меѓу порастот на кредитите и паричната маса.

Меѓутоа, во периодот на примена на кредитните ограничувања дојде до зголемување на конкуренцијата во банкарството која придонесе одредени банки да привлекуваат повеќе ликвидни средства во однос на други, при што се промени пазарната позиција на поодделни банки во вкупниот банкарски систем. На тој начин се создадоа состојби во кои одредени банки имаат право на пораст на денарските пласмани врз основа на затекнатите состојби, меѓутоа не беа во можност да го искористат дозволеният пораст поради недостиг од ликвидност. Од друга страна, имаше банки кои континуирано имаа вишок ликвидни средства, но поради поставените ограничувања не беа во можност овие средства да ги пласираат. Поради тоа, подолг временски период состојбата на остварените денарски пласмани беше пониска од дозволеният лимит.

Покрај тоа, паралелно со примената на кредитните ограничувања како директен инструмент на монетарно регулирање, се зголеми ефикасноста на индиректните инструменти на монетарно регулирање во управувањето со ликвидноста во банкарскиот систем, при што кредитните ограничувања претставуваа максимална граница до која банките можеа да одобруваат кредити. На тој начин, износот на одобрените кредити од страна на банките зависеше од нивната ликвидност која НБРМ ја дозираше и, на тој начин, можеше адекватно да управува со монетарните агрегати. На нискиот пораст на денарските пласмани на банките во однос на утврдениот лимит влијаеја и: високите номинални и реални каматни стапки кои дестимулативно влијаеја на потенцијалните кредитобаратели; изострените критериуми и внимателното однесување на банките при донесување одлуки за позајмување средства, што беше во согласност со воспоставените супервизорски стандарди; недоволниот број квалитетни инвестициски проекти; и несоодветна дисперзија на ликвидните средства меѓу банките. Притоа, кредитните ограничувања претставуваа еден сигурносен вентил преку кој можеше да се запре кредитната активност, во случај да не се успееше да

се изврши профилирање на ликвидноста во банкарскиот систем со другите инструменти на монетарно регулирање.

Но долгорочната примена на кредитните ограничувања има одредени негативни ефекти: обесхрабрување на мобилизацијата на штедењето, неможност да се користи инструмент за фино регулирање, селење на финансиските текови надвор од банкарскиот систем, ограничување на конкуренцијата на банките, забавување на развојот на пазарот на пари, субоптимална алокација на ресурсите итн. Пројавените негативни ефекти ги надминуваа предностите од примената на кредитните ограничувања во насока на контрола на монетарните и кредитните агрегати. Исто така, се менуваше и опкружувањето во правец на стабизирање на финансискиот систем и премин кон посовршени и попазарни индиректни инструменти за управување со примарните пари. Така, на пример, дојде до релативно стабизирање на побарувачката за примарни пари и пошироките монетарни агрегати со што се создадоа услови за подобрување на ликвидносното планирање. Во меѓувреме, се воведоа супервизорски стандарди и се зголеми ефикасноста на супервизорската контрола на работењето на банките. Истовремено, се одвиваше и процесот на приватизирање и докапитализација на банките и влез на стратешки инвеститори во банкарскиот сектор, со што постепено се намалуваше оправданоста и потребата од примена на овој инструмент за монетарна контрола.

Како резултат на тоа, се актуелизира потребата од укинување на ограничувањето на кредитите на банките и штедилниците, како директен инструмент на монетарна контрола со цел монетарното регулирање да се потпира на современи, пазарно ориентирани монетарни инструменти. НБРМ размислуваше да ги укине кредитните ограничувања во 1999 година, но поради негативното дејство и ефектите од екстерниот шок (кризата во СР Југославија) врз целокупната економија, вклучувајќи го и банкарскиот сектор, укинувањето на истите беше одложено. По завршувањето на војната, односно, во втората половина од 1999 година и првите три месеци од 2000 година, беше регистрирано континуирано зголемување на ликвидноста на банките, што се должеше на емисијата на примарни пари врз основа на извршениот откуп на девизи и зголемениот девизен потенцијал на банките. Во такви услови дојде до

намалување на побарувачката за ликвидни средства, при што растеше интересот на банките за запишување на благајнички записи. Како резултат на ваквите движења, НБРМ во април 2000 година ги укина кредитните ограничувања на банките и штедилниците.

4.3.3. Инструменти од типот „операции на отворен пазар“

Операциите на отворен пазар се најфлексибилен и најефикасен индиректен инструмент на монетарно регулирање. Иницијативата за користење на овој инструмент е во целост кај Централната банка, овозможува директно управување со одредени позиции од активата и пасивата на билансот на Централната банка и овозможува индиректно влијание врз позициите од билансот на депозитните банки. Инструментите од типот „операции на отворен пазар“ во вид на аукции на депозити и аукции на благајнички записи беа воведени во монетарната практика во Република Македонија со реформите на инструментите за монетарно регулирање. Покрај нив, НБРМ користи и аукции на репо трансакции и дефинитивни трансакции. Во услови на позначајни отстапувања од проекциите за ликвидност кои доведуваат до непланирани движења на ликвидноста во банкарскиот систем, НБРМ може да примени и вонредни операции за фино регулирање на нивото на ликвидност и стабилизирање на каматните стапки на пазарите на пари.

4.3.3.1. Аукција на депозити

Аукцијата за купување и продавање депозити, како инструмент на монетарната политика, започна да се применува во ноември 1993 година и имаше единствено квантитативна функција - да го регулира ликвидносниот потенцијал на деловните банки. Истовремено, аукциите на депозити помогнаа да се започне со пазарно формирање на каматните стапки. Аукциите се спроведуваа на повик на Централната банка во согласност со целите на монетарната политика. Право на учество имаа сите банки и на почетокот аукциите се спроведуваа на секои 14 дена. Почнувајќи од 28-ми април 1994 година, тие се спроведуваа еднаш неделно, а од 1-ви септември 1994 година се спроведуваа секојдневно, со цел да се иницира поефикасно учество на банките.

Од воведувањето на аукциите, па до 30-ти јуни 1994 година, одредувањето на каматната стапка се вршеше според системот на „унифицирана“ каматна стапка, според кој сите трансакции се извршуваа според единствена каматна стапка постигната на аукцијата, но не надвор од границите на каматните стапки, што Централната банка ги одредува за секоја аукција поодделно. Меѓутоа, овој систем овозможуваше шпекулативно лицитирање со високи каматни стапки од страна на банките со најлоши ликвидносни перформанси, а депозитите се купуваа по единствена каматна стапка - маргинална, по која се урамнотезуваше понудата и побарувачката, со што се подигнуваше нивото на каматните стапки. Заради тоа се премина на т.н. „систем на повеќекратни каматни стапки“, според кој секој успешен учесник на купените/продадените депозити ја плаќа/наплаќа онаа камата која ја навел во својата понуда за учество на аукцијата.

Поради карактеристиките на овој инструмент - пазарната ориентираност и флексибилност, во периодот од неговото воведување до средината на 1999 година, тој беше најзастапен индиректен инструмент на НБРМ и учествуваше со околу 50% во однос на останатите инструменти за монетарно регулирање. Преку примена на овој инструмент, НБРМ беше релативно успешна во остварувањето на монетарните таргети. Движењето на каматните стапки постигнати на аукциите во најголем дел кореспондираше со интервенциите на Централната банка, односно, зависеше од намалувањето или зголемувањето на понудата на примарни пари и од нивото на ликвидност на вкупниот банкарски систем.

Меѓутоа, НБРМ ефикасно управуваше преку аукцијата на кредити во услови на глобален недостиг на ликвидност во банкарскиот сектор, кога банките беа нето должници кон Централната банка. Со менувањето на структурната ликвидност во банкарскиот сектор, од втората половина од 1999 година банките сè повеќе се јавуваа на аукцијата на благајнички записи, а сè помалку интерес пројавуваа за аукцијата на кредити. Така, учеството на инструментот аукција на кредити во декември 1999 година се сведе на 3% во однос на останатите инструменти за монетарно регулирање. Денес, НБРМ воопшто не го користи овој инструмент на монетарно регулирање и тој во целост е заменет со аукциите на благајнички записи.

4.3.3.2. Аукција на благајнички записи

Аукцијата на благајнички записи за првпат беше воведена во февруари 1994 година. Овој инструмент беше замислен како долгорочен инструмент, кој требаше да го зголеми долгорочниот капацитет на Централната банка за повлекување примарни пари и стерилизирање на ефектите од девизните трансакции. Тој претставува основен инструмент за управување со ликвидноста на банкарскиот сектор и каматната стапка на благајничките записи претставува референтна стапка која ја одредува насоката на монетарната политика. Овие хартии од вредност се со рок на достасување од 28 дена и право да ги купат имаат сите банки.

Аукциите на благајнички записи се спроведуваат на повик на Централната банка, во согласност со целите на монетарната политика. НБРМ во моментот применува т.н. тендер со износи, каде за фиксирана каматна стапка банките лицитираат само со износи. Но во одредени периоди НБРМ користеше и тендер со каматни стапки, при кој таа понудува фиксен износ на благајнички записи за продажба, а банките лицитираат со износи и каматни стапки. Со благајничките записи може да се тргува и на секундарниот пазар, каде што како купувачи преку овластени банки можат да се јават и правни и физички лица, со што се овозможува заживување на овој значаен сегмент од финансискиот пазар.

Меѓутоа, и покрај сите погодности кои одаа во прилог на атрактивноста на благајничките записи на НБРМ, поради условите во банкарскиот систем, сè до средината на 1999 година застапеноста на овој инструмент беше релативно ниска. Нивното значење се зголеми по завршувањето на војната на Косово. Притоа, зголемениот интерес во одредена мерка се должи и на ограничувањето на денарските пласмани на банките, при што банките вишокот на ликвидност го инвестираа во благајнички записи на НБРМ.

Структурната позиција на банкарскиот систем во однос на Централната банка придонесе благајничките записи како инструмент на НБРМ да доминираат веќе подолго време. Од друга страна, репо-операциите и дефинитивните

купопродажби на хартии од вредност на секундарниот пазар се помалку застапени.

Во насока на создавање услови за натамошно проширување на постоечкиот сет монетарни инструменти, како и зголемување на нивната ефикасност, во текот на март 2006 година НБРМ започна со пренасочување на дел од благајничките записи во државни записи за монетарни цели. На тој начин, се овозможува стерилизирање на структурниот вишок на ликвидност на подолг рок.

Инвестирањето на банките во новите финансиски инструменти создава услови за имплементирање на монетарната политика со користење нови монетарни инструменти, кои се во согласност со инструменталната рамка на Европската централна банка.

4.3.3.3. Аукции на репо-трансакции

Основна функција на овој инструмент е регулирање на ликвидноста во услови на неочекувани краткорочни промени во ликвидноста кои доведуваат до значајни флукуации на краткорочните каматни стапки. Тој овозможува моментна продажба на хартии од вредност со обврска за нивен реоткуп на одреден фиксен датум по утврдена цена и обратно, моментно купување на хартии од вредност со обврска нивна продажба на некој иден датум по однапред договорена цена.

Имајќи ги предвид погодностите од примената на репо трансакциите од аспект на централната банка, НБРМ отпочна со воведување репо трансакции при спроведување на монетарните операции во текот на 2005 година. Користењето на репо операциите е особено погодно бидејќи на тој начин се надминуваат одредени слабости констатирани при одобрувањето на колатерализираните кредити, во процесот на заложување на хартии од вредност и во процесот на реализација на залогот.

Репо трансакциите се одржуваат на повик на НБРМ, а износот и рокот на достасување се утврдува во согласност со проектираните движења на варијаблите кои влијаат врз ликвидноста на банкарскиот сектор. Право на купување на овој инструмент имаат сите банки и, слично како и аукциите на благајнички записи,

репо трансакциите се спроведуваат според два типа тендери - тендер со износи и тендер со каматни стапки.

4.3.4. Дефинитивни трансакции

Основна функција на овој инструмент е структурно регулирање на ликвидноста во банкарскиот сектор, што би предизвикало долгорочна промена на нивото на ликвидност. Дефинитивните трансакции, кои започнаа да се користат во 2007 година, може да се спроведуваат во двете насоки, за обезбедување или за повлекување ликвидност. Преку дефинитивен откуп на хартии од вредност на секундарниот пазар НБРМ врши емитирање на примарни пари, додека при дефинитивна продажба таа повлекува пари од оптек. Ваквите дефинитивни трансакции се спроведуваат на билатерална основа со банките. Сепак, овој инструмент релативно малку е застапен во практиката на НБРМ при водењето на монетарната политика.

4.3.5. Задолжителна резерва

Системот на просечна задолжителна резерва е воведен заедно со пакетот мерки кои се однесуваат на регулирањето на ликвидноста на банките, кои стапија во сила во февруари 1996 година. Основната функција на овој инструмент е стабилизирање на краткорочните каматни стапки, управување со понудата на пари и нивото на кредитна мултипликација и намалување на структурниот вишок на ликвидност во банкарскиот сектор.

Одржување на просечно ниво на задолжителна резерва значи дека наместо банките да мораат секојдневно да држат фиксен износ средства на задолжителна резерва во периодот на одржување, тие се обврзани тој износ да го обезбедат во просек за целиот период. Користените средства на задолжителна резерва мораат да се надоместат во текот на истиот пресметковен период, односно, во просек за пресметковниот период да се обезбеди 100% исполнување на обврската.

Примената на ваквиот систем за одржување на задолжителната резерва на просечно ниво овозможи зајакнување на стабилноста на финансискиот систем.

Исто така, системот на одржување на просечно ниво на задолжителна резерва е еден од факторите кој придонесе за намалување на флукуациите на краткорочните каматни стапки преку стабилизирање на побарувачката за примарни пари.

Можноста за исполнување на обврската за задолжителна резерва на просечна основа доведе до порационално однесување на банките при нивното планирање на ликвидноста, односно, во деновите кога каматните стапки се повисоки да одржуваат понизок износ на задолжителна резерва или, пак, повисок износ на средства на задолжителна резерва кога каматните стапки се пониски. Тоа доведе до ублажување на флукуациите на каматните стапки, кои настануваат поради осцилациите на ликвидноста условени од разни фактори (на пример, трансакциите на државата, девизните трансакции).

Покрај тоа, воведувањето на системот на одржување на просечно ниво на задолжителна резерва придонесува за развој на меѓубанкарскиот пазар. Имено, овој систем ги насочува деловните банки кои имаат недостиг од ликвидни средства да купуваат од банките кои во истиот период имаат вишок ликвидни средства.

Стапката на задолжителна резерва на банките изнесува 10% за обврски во домашна валута, 20% за обврски во домашна валута со валутна клаузула и 13% за обврски во странска валута. Стапката на задолжителна резерва за штедилниците изнесува 2,5%. Задолжителната резерва во денари се пресметува како збир од износот на обврските во домашна валута, износот на обврските во домашна валута со валутна клаузула и 23% од износот на обврските во странска валута. Истовремено, обврската за задолжителна резерва во странска валута се утврдува од преостанатите 77% од износот на обврските на банките во странска валута. За разлика од задолжителната резерва во домашна валута која се исполнува во просек за одреден период, задолжителната резерва во странска валута се исполнува во евра на фиксно ниво и се издвојува на посебни девизни сметки на НБРМ во странство. Штедилниците ја исполнуваат задолжителната резерва на посебни сметки кај НБРМ на фиксно ниво.

Стапката која НБРМ ја дава како надомест на средствата издвоени во задолжителна резерва во домашна валута во моментот изнесува 2%, додека за задолжителна резерва во евра изнесува 0,1%.

4.3.6. Кредити за дневна ликвидност

НБРМ во својот монетарен инструментариум располага со инструменти од типот расположливи кредитни линии. Овие инструменти се користат за интервенции во крајна инстанца и НБРМ најпрво ги користеше кредитот за дневна ликвидност, ломбардниот кредит и своп трансакциите, кои потоа ги замени со инструментите расположлив кредит преку ноќ и интрадневен кредит, кои се користат денес.

Неопходноста Централната банка да позајмува во крајна инстанца се јавува заради спречување на пренесувањето на ликвидносни проблеми меѓу банките (односно, избегнување на системскиот ризик), и со цел да се обезбеди непречено функционирање на платниот промет. При дизајнирањето на инструментите за интервенција во крајна инстанца, кредитот за дневна ликвидност е креиран за да се овозможи задоволување на потребите за дневни пари (overnight money) за затворање на негативната позиција на банката по дневната обработка на платните налози. Неговата најчеста примена беше за израмнување на дневните ликвидносни шокови кај одредени банки.

4.3.7. Ломбарден кредит

Паралелно со дизајнирањето на кредитот за ликвидност, во монетарната практика беше воведен и ломбардниот кредит. Тој беше така дизајниран што можеше да се одобрува со рок на враќање од еден до три месеци, односно, можеше да се користи за контрола на монетарните и кредитните услови, како и за селективна распределба на кредитите. Меѓутоа, со тек на време тој еволуираше во инструмент за премостување на ненадејните ликвидносни проблеми на банките. Така, рокот на враќање на ломбардните кредити се намали на еден до три дена. Со ваквото дефинирање, подоцна овој инструмент ја изгуби функцијата на инструмент за кредитирање на банките во подолг период.

4.3.8. Своп трансакции

Од април 1998 година Народна банка на Република Македонија започна со примена на своп трансакции заради надминување на дневниот недостиг на ликвидни средства кај банките. На тој начин се прошири арсеналот на инструменти на НБРМ за интервенција во крајна инстанца, и овозможи банките да бидат во состојба да изберат најоптимална алтернатива за надминување на дневниот недостиг на ликвидни средства. Своп трансакцијата е терминска операција која се состои од две фази. Во првата фаза се врши промптно купување девизни средства, а во втората се врши терминско продавање на истите девизни средства на истиот субјект од кој се купени во првата фаза. Разликата меѓу промптниот и терминскиот курс претставува цена на своп трансакцијата и е детерминирана од разликата на каматните стапки меѓу двете парични единици.

Девизните своп трансакции беа составен дел од монетарниот инструментариум на НБРМ во подолг период. Имено, девизните своп трансакции се користеа до втората половина на 2001 година како инструмент за обезбедување ликвидност на крајот на денот (имаше иста улога и значење како и ломбардниот кредит). Девизните своп трансакции за редовно управување можеа да се спроведуваат аукциски или на билатерална основа. Билатералните девизни своп трансакции најголема примена најдоа во текот на првата половина на 2001 година, кога НБРМ интервенираше на девизниот пазар со цел стабилизирање на движењето на девизниот курс, нарушено поради влошената безбедносна состојба во земјата.

Аукциските девизни своп трансакции имаа цел надминување на проблемите кои произлегуваа од недостигот на квалитетни хартии од вредност во портфолиото на банките кои можеа да послужат како колатерал во услови на потреба од спроведување на аукции на кредити за дополнување ликвидност во банкарскиот систем. Меѓутоа, поради управувањето во услови на структурен вишок на ликвидност, девизните своп аукции не најдоа поголема примена и беа укинати во првата половина на 2005 година.⁷²

⁷² Игор Величковски, „Улогата и значењето на операции на отворен пазар во имплементирањето на монетарната политика - случајот на Македонија“, дел IV, 2004 г.

4.3.9. Распожлив кредит преку ноќ

Распожливиот кредит преку ноќ, во суштина, го замени ломбардниот кредит. Тој е на располагање на НБРМ за стабилизирање на ликвидноста на пазарите на пари и надминување на ликвидносни шокови кај одредени банки. Каматната стапка на расположливиот кредит преку ноќ претставува горна граница на краткорочните каматни стапки, функција која порано ја извршуваше каматната стапка на ломбардниот кредит. Иницијативата е на страната на банките кои можат да побараат од НБРМ ваков кредит и најчесто истиот се одобрува во форма на репо трансакција со соодветно обезбедување во вид на хартии од вредност.

4.3.10. Интрадневен кредит

Овој инструмент на монетарната политика е многу сличен со претходниот. Како резултат на неврамнотежени приливи и одливи на средства во текот на еден ден, банките можат да побараат од НБРМ интрадневен кредит за нормално извршување на платните операции и управување со ликвидноста. Притоа, НБРМ не наплаќа камата на овој кредит и тој треба да се врати во текот на денот. Со оглед на тоа што интрадневниот кредит се одобрува во иста форма како и репо-трансакцијата, многу често на крајот на денот банките можат да го трансформираат овој кредит во расположлив кредит преку ноќ. И овој кредит е обезбеден со хартии од вредност за спроведување монетарни операции.

4.4. Анализа на монетарната политика во Република Македонија во периодот 1992 - 1994 година

Веднаш по монетарната самостојност Република Македонија беше соочена со речиси нула девизни резерви, лоша состојба во платниот биланс, неразвиен финансиски систем, институции и инструменти, неможност за користење на каматните стапки за регулирање на активноста во реалниот сектор од економијата и висока меѓузависност на паричната маса и агрегатната побарувачка. Ова беа главните елементи при креирањето монетарна стратегија. Режимот на девизен курс беше либерализиран, но не постоеше девизен пазар во

вистинска смисла, и поголемиот дел од купувањата и продавањата на странска валута се одвиваа по курсеви кои меѓусебе ги договараа странките на црниот пазар. Во тој период единствена практична и можна монетарна стратегија беше таргетирањето на понудата на пари. Стапката на раст на паричната маса M1 беше поставена како основен монетарен таргет од страна на НБРМ во нејзините напори за остварување на крајната цел, ценовна стабилност.

Во услови на висок годишен раст на цените носителите на макроекономската политика во тој период, главно, водеа акомодативна политика кон варијаблите во реалната сфера. Тоа имаше за последица инструментите на макроекономската политика потполно пасивно да се прилагодуваат кон надворешните и домашните шокови. Антиинфлациската политика првенствено се реализираше преку инструментите на монетарната политика и политиката на девизниот курс. Притоа, не постоеше оптимална координација меѓу дејството на монетарната и девизната политика, од една страна, и дејството на фискалната политика и политиката на плати, од друга страна.

Формално, буџетот беше рамнотежен. Меѓутоа, *de facto* постоеше голем буџетски дефицит кој се финансираше преку акумулирање на неизмирени обврски на државата кон приватниот сектор. Преку задолжување на приватниот сектор кај деловните банки, буџетскиот дефицит индиректно се монетизираше.

И покрај тоа, во согласност со сеопштата прилагодливост на варијаблите на монетарната политиката, порастот на паричната маса пасивно се прилагодуваше на порастот на цените. Односот кој постоеше помеѓу порастот на овие две величини во 1993 година изнесуваше 1:1,03. Проекцијата на монетарниот раст се базираше врз претпоставките дека во периодот мај-декември 1992 година кумулативната инфлација ќе изнесува 92,3% и дека брзината на оптекот на парите ќе се намали за 21,0% како резултат на драстичното намалување на инфлацијата. Согласно со тоа, номиналното монетарно сидро за периодот мај-декември 1992 година беше поставено на ниво од 140,0%. Поголема монетарна контракција не можеше да се планира заради несолвентноста на банкарскиот систем.

Покрај функцијата регулирање на количеството пари во оптек, монетарната политика ја остваруваше функцијата насочување на кредитите во секторите земјоделство и извоз преку рефинансирање на таквите селективни кредити од страна на НБРМ. Тоа во голема мера ја ограничуваше независноста на Централната банка во водењето на монетарната политика и справување со инфлацијата. Конечно, НБРМ ги напушти селективни кредити како инструмент на монетарната политика во март 1994 година.

4.5. Монетарната и фискалната политика во мала отворена економија со режим на фиксен девизен курс

Уште пред да се напушти стратегијата на монетарно таргетирање и да се прифати стратегија на таргетирање на девизниот курс, движењата на девизниот курс претставуваа основен индикатор за нерамнотежата меѓу побарувачката и понудата на пари. Имено, девизниот курс можеше во овој период да депрецира, но со стапка помала од остварената стапка на инфлација. Притоа, доколку девизниот курс започнеше да депрецира со повисока динамика од стапката на инфлацијата, тоа беше знак дека дошло до намалување на побарувачката за пари што водеше кон зголемување на рестриktivноста на монетарната политика. Од октомври 1995 година, девизниот курс еволуира од индикатор во основна цел на монетарната политика.

Употребата на девизниот курс како основно номинално сидро за кратко време се покажа како ефикасна политика за соборување на инфлацијата, намалување на инфлаторните очекувања и дисциплинирање на макроекономските политики. Меѓутоа, трошокот од ваквата политика е губење на ценовната конкурентност кон странство, што реалниот сектор од економијата ја чувствуваше во поголемиот дел од периодот на транзиција.

Од друга страна, без почетни девизни резерви, за кратко време главна ставка во активата на билансот на НБРМ во 1995 година стана нето девизната актива со учество од 57,7%. Коефициентот на валутна супституција, мерен како сооднос меѓу депозитите во странска валута со паричната маса M1, достигна 30%. Овие два фактора доведоа до намалување на ефективноста на монетарната политика

во координирање на понудата и побарувачката на пари. Имено, во тој период постоеше вишок девизни средства на девизниот пазар кој постојано се зголемуваше, при што НБРМ вршеше откуп на девизи за да спречи апрецијација на домашната валута. На тој начин таа креираше парична маса во оптек која доведе до вишок ликвидност во банкарскиот сектор. Вишокот ликвидност и на странски валути на пазарот ја наметна неопходноста од менување на оперативниот монетарен инструмент со цел одржување на стабилноста на домашната валута.

Зошто стабилноста на девизниот курс на денарот е значајна за макроекономската стабилност во Република Македонија? Какви мерки презема НБРМ за одржување на стабилноста на курсот?

Во согласност со законската обврска за одржување ценовна стабилност НБРМ го користи оперативниот таргет (паричната маса) и интермедијарниот таргет (девизниот курс) за остварување на финалната цел. Понудата на пари стана ендогена варијабла контролирана од НБРМ, чија цел е одржување на стабилноста на денарот.

Во периодот меѓу 1995 година и 1997 година, односно, по прифаќањето на стратегијата за таргетирање на девизниот курс до девалвацијата на курсот во јули 1997 година, монетарните власти немаа јасна стратегија како да ја одржуваат стабилноста на домашната валута, што резултираше со постепена реална депрецијација на денарот во однос на германската марка која се користеше како сидро за врзување. Монетарната политика настојуваше количината пари во оптек да биде конзистентна со таргетот на девизниот курс со цел спречување притисоци за негова депрецијација или апрецијација, притоа задржувајќи оптимално ниво на ликвидност во банкарскиот сектор. Монетарните агрегати беа подредени на одржување на курсот на денарот на таргетираното ниво, што подразбира дека движењето на паричната маса зависеше од состојбите на девизниот пазар. Тоа ја наметна потребата за цврста врска меѓу движењата на девизниот пазар и монетарните движења, односно, меѓу режимот на девизниот курс и монетарната политика.⁷³

⁷³ Иван Рибникар, 1999 г. стр. 183-218 и 2004 г. стр. 9-23.

Спротивно на состојбите од 1995 година кога НБРМ беше нето купувач на странска валута на девизниот пазар со цел да спречи апрецијација на денарот во 1996 и првата половина од 1997 година таа се претвори во нето продавач на странска валута.⁷⁴ Во тој период стапката на задолжителна резерва не беше соодветна за апсорбирање на релативно високиот вишок ликвидност во банкарскиот сектор, додека пак благајничките записи кои НБРМ тукушто започна да ги користи како инструмент, ја зголемуваа понудата на пари наместо да го намалуваат вишокот ликвидност. Во таква ситуација, побарувачката за девизи ја надмина понудата, а НБРМ беше принудена да продава девизи на девизниот пазар.

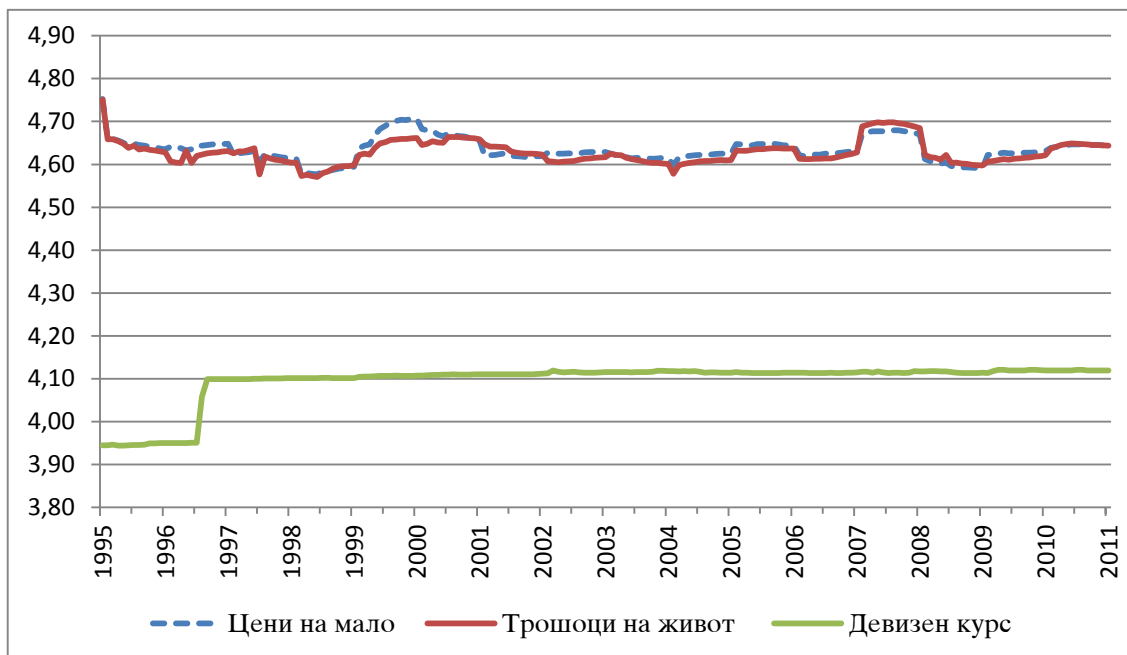
Притоа, иако постоеше голем дефицит во тековната сметка од платниот биланс, извозот во текот на 1996 и 1997 година опаѓаше, а увозот растеше, што создаваше зголемен притисок на девизниот и менувачкиот пазар. Со интервенирањето НБРМ загуби дел од девизните резерви но, од друга страна, дојде до преценетост на домашната валута. Отстапувањето на реалниот девизен курс од фундаменталниот еквилибриум доведе до нагло зголемување на каматните стапки. Така, девизниот курс се претвори во реална пречка за економски раст која го детерминираше дефицитот во тековната сметка од платниот биланс, при што се губеа и девизни резерви за негова одбрана. Со оглед на лимитираните девизни резерви со кои располагаше Република Македонија во тој период, преценетоста на денарот беше коригирана со девалвација од 16.1% во јули 1997 година. Некои анализи укажуваат дека можеби немаше да има потреба од девалвација доколку монетарната власт порано ги воведеше аукциите на благајнички записи како главен инструмент за регулирање на монетарната понуда и неутрализирање на вишокот ликвидност во банкарскиот сектор, наместо користењето на задолжителната резерва како единствен инструмент.

Следствено на ненадејната девалвација на денарот, некако ликвидноста во банкарскиот сектор се нормализираше. Меѓутоа, кај банките се појавија загуби од нефункционалните заеми при истовремено нарушување на стабилноста на индексите на цените на мало и на цените на производителите на индустриски

⁷⁴ Годишни извештаи на НБРМ, 1996 и 1997 година.

производи. Очекуваното зголемување на извозот, а со тоа и на БДП, не се случи, најверојатно заради чувствителноста на индексите на цените на промените во девизниот курс.

Графикон 4.5 Движење на природниот логаритам на цени на мало, трошоци на живот и девизен курс



Извор: Пресметки на авторот

Графиконот погоре укажува на постоење силна врска меѓу ценовните индекси и девизниот курс. Од 1998 година наваму, девизниот курс на денарот е непроменет, иако постоеја реални предизвици како, на пример, конфликтот од 2001 година и светската криза која ја погоди македонската економија во 2009 година.

Генерално, по 1998 година нето девизната актива на НБРМ постојано расте со оглед на тоа што НБРМ повеќе се јавува во улога на нето купувач на девизи на девизниот пазар, а само во одредени периоди беше принудена да продава. Од друга страна, аукциите на благајнички записи, а подоцна и на државни записи, се користат како главни инструменти за неутрализирање на структурниот вишок ликвидност во банкарскиот сектор, кој произлегува од нето откупот на девизни средства. Тие инструменти во голема мерка придонесуваат за стабилноста на девизниот курс и за макроекономска стабилизација.

Во 2001 година, година на етничкиот конфликт во државата, НБРМ беше принудена да одговори со прилично рестриктивна монетарна политика на

експанзивната фискална политика, која беше резултат на големите трошења што ги правеше Владата за потребите на армијата и полицијата. Вишокот ликвидност доведе до значително зголемување на побарувачката за девизи во земјата. НБРМ во тој период го стерилизираше вишокот ликвидност преку инструментот аукција на благајнички записи со цел смирување на големата побарувачка за девизи. Како резултат на тоа, каматната стапка на благајничките записи порасна од 6,8% на 12,2% за многу краток период и истите беа многу атрактивни за банките. Истовремено и стапката на задолжителна резерва се зголеми од 8% на 10%, што помогна во изедначување на побарувачката со понудата на девизи.

Кон крајот на 2003 година НБРМ воведо задолжителна резерва и за депозитите во банките во странска валута, што не влијаеше врз стабилноста на домашната валута, но ги намали трошоците на НБРМ во однос на каматната стапка што НБРМ ја плаќаше на благајничките записи и на задолжителната резерва во странска валута.

Levy-Yeyati и Sturzenegger (2001 година) тврдат дека за економии во развој долгото фиксирање (подолго од пет години) на курсот е асоцирано со пониска инфлација од економиите со флукуирачки курс, но по цена на понизок економски раст.

Во периодот меѓу 2003 година и 2008 година, по делумната либерализација на капиталната сметка од платниот биланс, се отвори прашањето на понатамошното применување на стратегијата на фиксен девизен курс од аспект на опасноста за шпекулативни напади врз курсот со неочекувани големи приливи на капитал. Истовремено, се разви и дебата за т.н. невозможно тројство, односно, едновремено постоење на независна монетарна политика, фиксен девизен курс и мобилност на капиталот. Некои од еминентните македонски економисти сметаа дека е време да се напушти фиксниот курс и да се премине кон флукуирачки, најпрво во дозволени граници на флукуирање од +5% и -5%, а потоа кон целосно слободно флукуирање. Дури и ММФ во аранжманите со земјата повеќе од еднаш сугерираше да се разгледа прашањето на излезна стратегија од фиксниот курс. Меѓутоа, се покажа дека без целосна либерализација на капиталната сметка од платниот биланс, проследена со соодветни структурни реформи во реалниот сектор, македонската економија е релативно неатрактивна

за странскиот капитал, кој не само што не делува шпекулативно туку е и недоволен за посериозно подобрување на салдото на тековната сметка.

Успешната фискална консолидација по воениот конфликт, значително намалениот ризик и стабилизирани очекувања на економските субјекти отворија доволно простор за постепен промена на поставеноста на монетарната политика. Така, во 2003 година динамиката на каматните стапки на НБРМ покажува постепено олабавување на монетарната политика, при што просечната пондерирана каматна стапка на благајничките записи од 15,2% на крајот на 2002 година се сведе на 6,2% на крајот на 2003 година. Монетарниот сигнал беше следен од банкарскиот сектор со намалување на активните и пасивните каматни стапки, при едновремено стеснување на каматната маргина за 0,8 процентни поени во 2003 година.⁷⁵

Значајно е да се напомене дека во периодот 2003 - 2005 година НБРМ ја менуваше оперативната поставеност на монетарната политика во зависност од движењата во фискалната сфера и, пред сè, во зависност од движењата на девизниот пазар. Така, во тој период НБРМ вршеше често менување на видот аукции на благајнички записи од „тендер со износи“ во „тендер со каматни стапки“ и обратно, дури и во текот на една година, па и во неколку месеци. Промените во каматната стапка на благајничките записи се вршеа субординирано на состојбата во надворешната позиција на земјата и на нивото и трендот на девизните резерви.

Како резултат на одржување неколкугодишна макроекономска стабилност, што подразбираше прудентна фискална политика и поволни движења на девизниот пазар, каде НБРМ главно се јавуваше како нето купувач на странска валута, интензивирани капитални приливи ги зголемија бруто девизните резерви за 6% од БДП во периодот меѓу 2005 и 2007 година. НБРМ започна нов циклус на олабавување на монетарната политика, значително намалувајќи ја референтната каматна стапка на од 10% во септември 2005 година на 4,7% во ноември 2007 година.

⁷⁵ Годишен извештај на НБРМ за 2003 година.

Во почетокот на 2008 година НБРМ ја промени насоката на монетарната политика кон нејзино затегнување, како одговор на високите инфлаторни притисоци од растот на светските цени за храна и енергија, влошувањето на салдото на тековната сметка од платниот биланс, пониските нето приливи на капитал и експанзивната фискална политика. Истовремено, НБРМ премина повторно кон „тендер со износи“ при аукциите на благајнички записи со цел зајакнување на сигналната функција на нејзината референтна стапка, која во неколку наврати постепено се искачи до 7%.⁷⁶ Наглиот раст на кредитите на населението беше оценет како фактор што создава притисоци врз инфлацијата и растечкиот увоз, поради што беше донесена и одлука за дестимулирање на прекумерниот раст на кредитите на населението.

Кога Република Македонија ја дочека светската економска криза од 2008 година со режим на фиксен курс и стабилни макроекономски фундаменти, дебатите за промена кон флукуирачки курс исчезнаа и дојде до израз значењето кое девизниот курс го има во стабилизирање на инфлацијата. Искуството и анализите на ефектите од светската економска криза врз македонската економија покажаа дека во моментот фиксниот курс најдобро ѝ служи на монетарната политика во остварување на нејзината крајна цел - ценовната стабилност, и како номинално сидро овозможува предвидлива деловна клима и долгорочност на деловните одлуки.

4.6. Монетарната политика, каматните стапки и инвестициите

Растот на паричната маса и инфлацијата во раните години од транзицијата се одржуваше со индексација на денарските депозити преку каматниот механизам. Имено, високата, нестабилна и неизвесна стапка на инфлација имаше за последица вградување исклучително високи инфлаторни ризични премии во нивото на банкарските каматни стапки. Тоа детерминираше каматните стапки да добијат астрономски високи износи. Покрај тоа, поради високите инфлаторни очекувања, каматните стапки долго време се задржаа на високо ниво. Промените во каматните стапки на банките не беа врзани за промените на есконтната стапка на Народна банка на Македонија, која во тој период служеше како референтна

⁷⁶ Staff report for the 2008 Article IV Consultations, IMF, 2009 г.

каматна стапка која требаше да го одредува текот на монетарната политика. Напротив, каматните стапки на банкарскиот сектор не ги следеа промените на есконтната стапка која во тој период се менуваше речиси секој месец. Политиката на каматните стапки на деловните банки се водеше потполно независно и некоординирано во однос на есконтната политика на НБРМ.

Исклучително високите номинални каматни стапки имаа за последица остварување високи позитивни реални каматни стапки, кои на краткорочните кредити, во зависност од периодот, се движеа во распон од 8% до 499% во 1992 година. Во услови на исклучително длабока рецесија, тоа го зголеми должничкиот товар на претпријатијата до невидени размери.

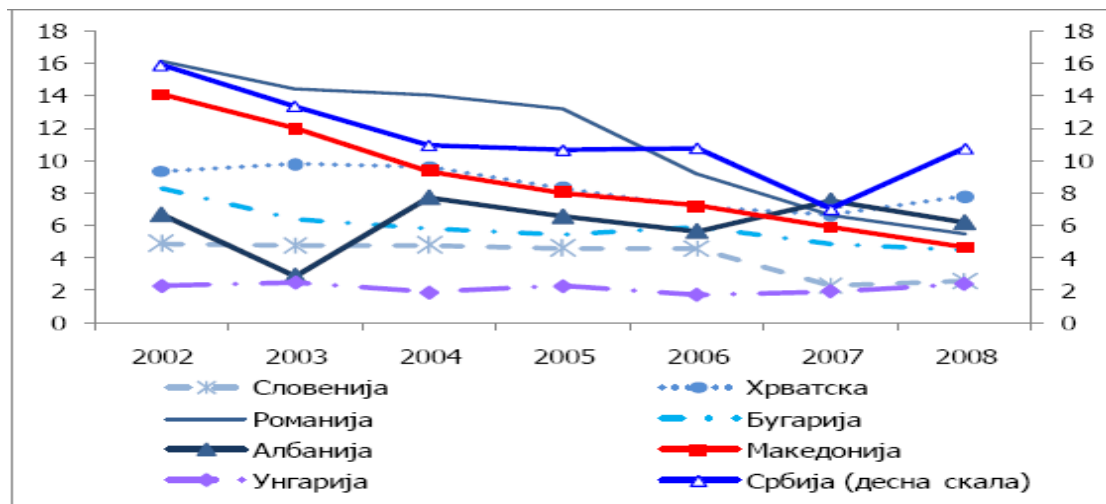
Високите каматни стапки влијаеа кон забавување на депрецијацијата на девизниот курс. Исто така, тоа го забави растот на цените што услови во периодот јули - декември 1993 година да се оствари просечна месечна стапка на инфлација од 13,2%, по високиот раст на цените во првиот квартал од 1993 година. Со тоа, годишната инфлација во 1993 година беше сведена на 229,5%.

Во Македонија цената на кредитите и каматниот распон долго се одржуваа на релативно високо ниво, ограничувајќи го пристапот до капитал и дејствувајќи во насока на инхибирање на економскиот раст. Иако во последниве неколку години се забележува тренд на намалување на активните каматни стапки и стеснување на каматните распони, тие и понатаму се релативно високи. Факторите што го детерминираат движењето на каматните стапки и каматните распони во Македонија ги вклучуваат ниското ниво на штедење, ниската понуда на кредити во однос на побарувачката, недоволна конкуренција во банкарскиот сектор, незадоволителната ефикасност и профитабилност на банките и слабиот квалитет на кредитните портфолија.

Во периодот од 2000 година наваму се забележува постојан тренд на намалување на активните каматни стапки и стеснување на каматните распони. Ваквиот тренд произлегува од повеќегодишното зголемување на профитабилноста на банкарскиот систем, зголемената конкуренција со влезот на неколку странски банки во домашниот банкарски сектор, зголемувањето на квалитетот на

финансиски услуги, порастот на депозитниот потенцијал и намалување на ризиците во кредитното портфолио на банките. Така, во последниве неколку години активните каматни стапки и каматните распони во Македонија се приближија до нивото на поразвиените економии во регионот.

Графикон 4.6 Каматни распони во селектирани економии (во процентни поени)



Извор: ЕБРД

Трендот на стеснување на каматните распони беше прекинат во првата половина од 2009 година, кога македонската економија ги почувствува ефектите од светската финансиска криза. Активните каматни стапки се зголемија, а каматните распони се проширија. Тоа беше резултат на заострувањето на кредитната политика на банките како одговор на рестриктивната монетарна политика, што ги одразуваше согледувањата на банките за зголемен ризик.

Кон тоа придонесе и прекинувањето на трендот на зголемена профитабилност и ефикасност на банкарскиот сектор, при што остварената добивка во 2008 година беше помала за 6,6% во споредба со онаа од 2007 година, а во 2009 година таа беше двојно помала од 2008 година.

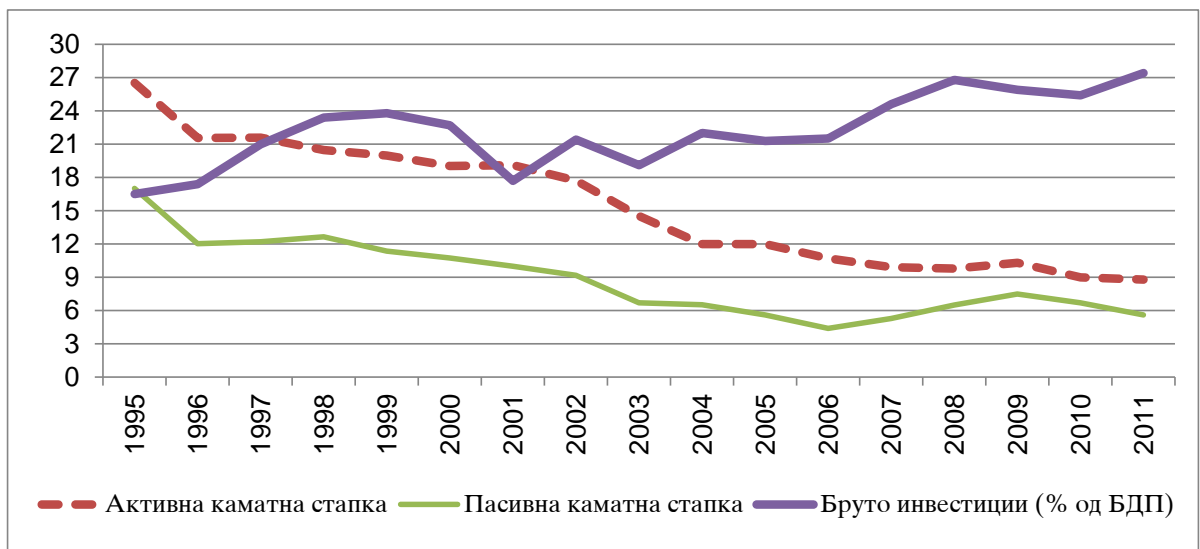
Некои емпириски истражувања укажуваат дека врз висината на каматните стапки и каматните распони влијаат големината на активата на банките и нивното пазарно учество.⁷⁷ Овие фактори упатуваат на консолидација на банкарскиот сектор и негово окрупнување и зајакнување, што ќе значи и

⁷⁷ Михајло Васков и други, „Детерминанти на активните каматни стапки и каматните распони во Македонија“, НБРМ, 2010 г.

поголема конкуренција која ќе доведе до натамошно намалување на активните каматни стапки и стеснување на распоните. Сепак, врз активните каматни стапки првенствено влијае цената по која се обезбедуваат средствата за финансирање, а во прв ред тоа се однесува на пасивните каматни стапки, како и стапките по кои банките можат да обезбедат извори за финансирање од странство, чија цена е детерминирана од стапката ЕУРИБОР.

Подобрувањето на квалитетот на кредитното портфолио на банките делува во насока на релаксирање на нивната каматна политика. Поврзано со тоа, внатрешната ефикасност на банките и нивото на оперативни трошоци исто така ги одредуваат активните каматни стапки. Конечно, ризиците со кои се соочуваат банките, како кредитен, ликвидносен, валутен, па и ризик на земјата, ги детерминираат активните каматни стапки и каматните маргини.

Графикон 4.7 Каматните стапки и бруто инвестициите како процент од БДП



Извор: НБРМ и Државен завод за статистика на Република Македонија

Сепак, и покрај малото запирање во 2008 и 2009 година, може да се заклучи дека каматните стапки се во континуиран тренд на намалување, кој е проследен со развојот на финансискиот пазар во Македонија, зголемената конкуренција во банкарскиот сектор, како и збогатената понуда на хартии од вредност со вклучување на државните записи со различна рочност. Меѓутоа, општ е заклучокот дека спротивно на очекувањата ниските каматни стапки не доведоа до значително зголемување на инвестициите. Тоа е прикажано на графиконот 4.7, каде се забележува дека и покрај падот на активната каматна стапка за 18

процентни поени во периодот 1995 - 2011 година, бруто инвестициите како процент од БДП се зголемија само за околу 10 процентни поени.

Постојат неколку причини за тоа, кои во продолжение ќе ги истакнеме:

- 1) Бавното одвивање на реформите во судството е контрапродуктивно на напорите за почитување на договорните обврски и наплата на побарувањата по судски пат во разумен рок;
- 2) Опортуното однесување на банките кои претпочитаат својот структурен вишок ликвидност првенствено да го пласираат во сигурни хартии од вредност како што се благајничките записи и државните записи, како и во странски финансиски институции;
- 3) Слабото корпоративно управување на страната на домашниот приватен сектор придонесува за недостиг од квалитетни и профитабилни инвестициски идеи;
- 4) Релативно слабата ликвидност на домашниот приватен сектор доведува најчесто до одложување на инвестициските планови;
- 5) Административните бариери и коруптивното однесување ги одвратуваат инвеститорите, особено странските, од влегување во инвестициски проекти во Македонија.

4.7. Ефектите од водењето на монетарната политика врз реалната економија

Погоре истакнавме дека основната цел на монетарната политика е ценовната стабилност, што е општоприфатен факт не само во Република Македонија. Истовремено, ценовната стабилност рефлектирана со ниска и предвидлива стапка на инфлација е најдобар амбиент за водење макроекономска политика која ќе креира пораст на бруто домашниот производ. Оттука, монетарната политика индиректно придонесува за економскиот раст со исполнување на својата основна цел - одржување ниска инфлација.

Меѓутоа, преку оваа индиректна врска не може во целост да се генерализира за ефектите од водењето на монетарната политика врз економскиот раст, вработеноста и општата благосостојба во економијата. Сепак, како и во многу

земји така и кај нас, и покрај задржаната ценовна стабилност во одредени периоди БДП опаѓал, а економијата се соочувала со предизвици.

Графикон 4.8 Движење на инфлација и БДП (во проценти)



Извор: НБРМ и Државен завод за статистика на Република Македонија

Ефектите од активностите на монетарната политика се пренесуваат на нефинансискиот сектор преку трансмисионите канали, за кои подетално зборувавме во вториот дел од овој труд. Во литературата кај нас постојат емпириски истражувања за тоа преку кој канал на трансмисија најдобро се пренесуваат монетарните сигнали и како тие се рефлектираат врз реалната економија.

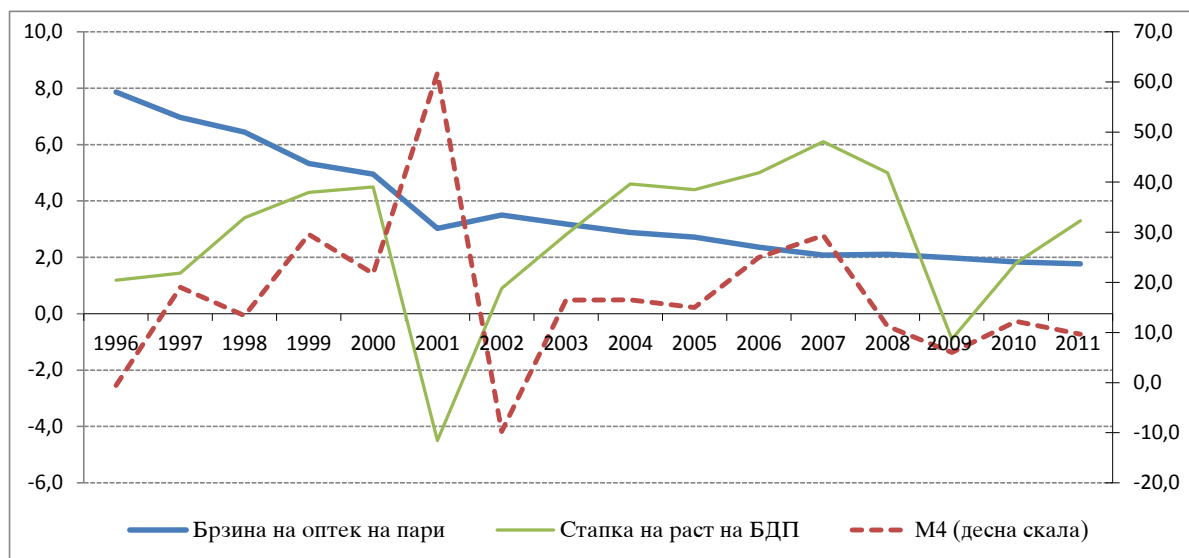
Во развиените економии со развиен финансиски систем и длабока финансиска интермедијација основни канали за трансмисија преку кои се реализира монетарната политика се кредитните и каматните канали. Во земјите во транзиција со плитко ниво на финансиска интермедијација во банкарскиот сектор и на финансиските пазари и во услови на користење различни интермедијарни таргети на монетарна стратегија се земаат предвид различни индикатори за мерење на ефектите од монетарната политика.

Како што истакнавме и претходно, НБРМ го користи девизниот курс како интермедијарен таргет за постигнување на својата крајна цел - ценовната

стабилност. Ваквиот таргет беше избран бидејќи движењата на девизниот курс се највисоко корелирани со движењето на стапката на инфлација. Токму затоа и беше напуштена стратегијата на таргетирање на паричната маса (монетарни агрегати) и беше прифатена стратегија на таргетирање на девизниот курс.

Основна карактеристика на финансискиот систем во Република Македонија е доминантноста на комерцијалните банки. Останатите финансиски институции, како штедилниците, па и небанкарските финансиски институции, како што се осигурителните компании, инвестициските фондови, брокерските куќи, имаат многу мал удел во вкупниот финансиски систем. Оттаму, логично е очекувањето дека ефектите од монетарната политика ќе се пренесуваат до реалниот сектор преку банките. Токму затоа, во продолжение ќе анализираме дали и како паричната маса и краткорочните каматни стапки влијаат врз економската активност, односно, врз БДП.

Графикон 4.9 Стапка на раст на БДП, паричната маса и брзината на оптек на парите (во проценти)



Извор: НБРМ, Државен завод за статистика на Република Македонија и пресметки на авторот

Во секоја анализа за влијанието на монетарните агрегати врз реалните варијабли, мора да се земе предвид и брзината на оптекот на парите, зашто во спротивно постои опасност да стане површна и воопштена. Количеството на парите на кој било монетарен агрегат земен сам за себе претставува статичка категорија, а

брзината на оптекот на парите овозможува монетарните ефекти врз стопанските движења да се анализираат од динамички аспект.⁷⁸

Од претставениот графикон не може прецизно да се утврди дали постои корелација меѓу стапките на раст на најшироката дефиниција на паричната маса М4 и стапките на раст на БДП. Уште помалку може да се утврди или анализира некаква каузалност меѓу истите две варијабли. Она што е забележливо е трендот на опаѓање на брзината на оптек на парите, со што се побива тезата дека брзината на парите е стабилна варијабла во македонската економија. Напротив, брзината на оптек се намалила паралелно со развојот на економијата и во моментов се движи околу 1,8.

За да утврдиме дали движењето на паричната маса на некој начин е поврзано со движењето на БДП, ја испитавме корелацијата меѓу овие две варијабли на примерок од 1996 - 2011 година, при што се покажа многу низок коефициент на корелација на БДП и монетарниот агрегат М2 од -0.26 и коефициент од -0.22 меѓу БДП и монетарниот агрегат М4.

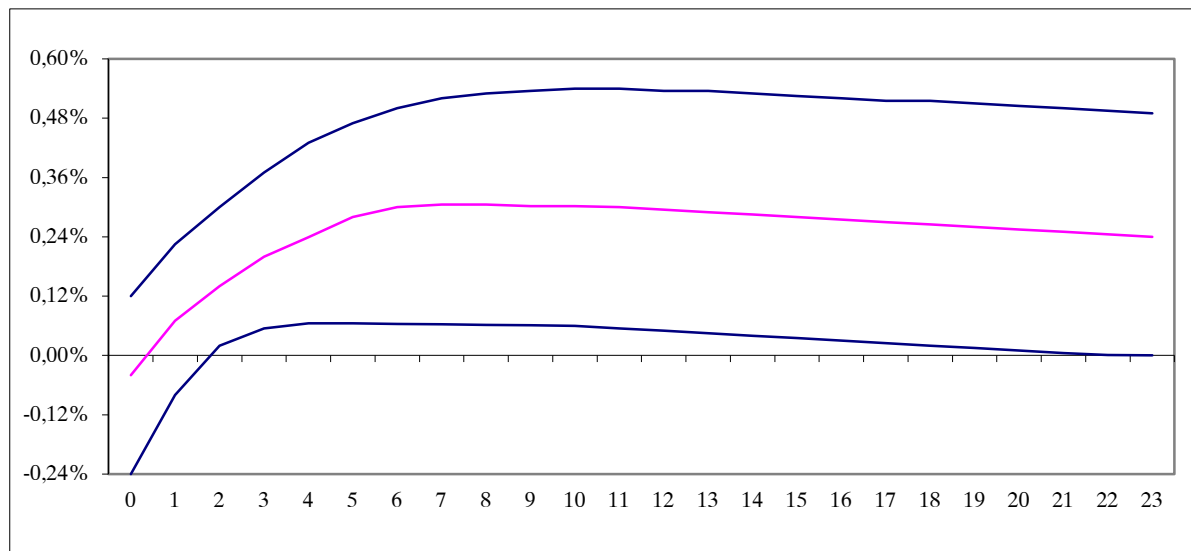
Потоа, со користење на „*impulse response*“ функцијата ги испитавме динамичките ефекти од монетарен шок врз реалниот БДП преку каналите на парична маса М1, со цел да добиеме индикатор за ефектите од монетарната политика врз реалната економија, односно, економскиот раст. Резултатот е прикажан на графиконот 4.10, кој го покажува движењето на БДП како одговор на шок на паричната маса М1 од 1%, односно, применет е монетарен ортогонален шок од 1%. На вертикалната оска е претставена реакцијата на логаритмот од реалниот БДП на предизвикан пораст на паричната маса М1 за 1%. Хоризонталната оска го покажува времето на реакција во месеци, при што е користена месечна серија на податоци заради зголемување на бројот на опсервации.

Резултатот претставен на графиконот укажува дека реалниот БДП реагира многу бавно на порастот на паричната маса М1 и достигнува максимален пораст од 0,30% за четири до пет периоди. Потоа во тек на следните четири периоди реалниот БДП се враќа на своето иницијално ниво, што укажува дека паричната

⁷⁸ Љупчо Трпески, „Монетарна економија“, Прво издание, стр. 320, 2010 г.

маса не влијае постојано врз реалниот БДП. Наспроти тоа, емпириски е докажано дека паричната маса влијае постојано врз нивото на цените, односно врз инфлацијата во Република Македонија, кои речиси веднаш реагираат на промените на паричната маса и ефектите од таквите промени се долготрајни.

Графикон 4.10 Динамички ефект на паричната маса M1 врз реалниот БДП



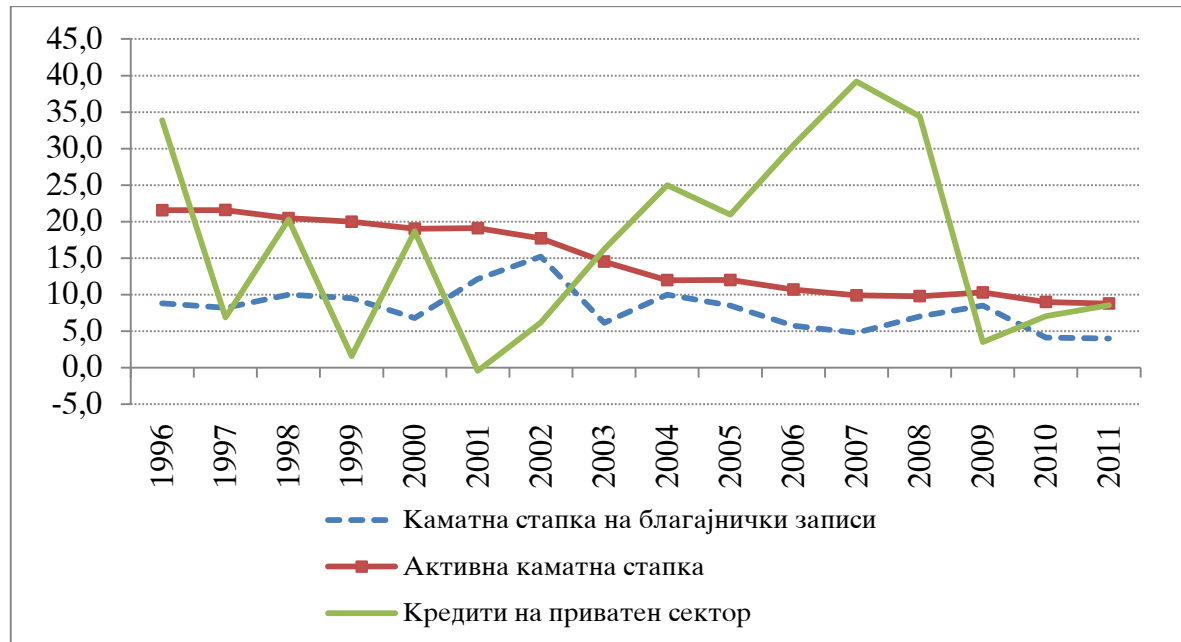
Извор: Пресметки на авторот

Досегашното функционирање на финансискиот пазар укажува на отежнат пренос на монетарните сигнали до банкарските каматни стапки. Во последниве неколку години преносот на монетарните сигнали од референтната каматна стапка на НБРМ (каматната стапка на благајничките записи) во одредена мера се врши до каматните стапки на пазарот на депозити, но натамошната трансмисија до активните и пасивните каматни стапки на банките функционира отежнато. Подолу на графиконот 4.11 е претставено движењето на каматната стапка на благајнички записи, движењето на просечната пондерирана активна каматна стапка на банкарскиот сектор и стапката на промена на кредитите кон приватниот сектор.

Една од основните причини зошто банките не реагираат соодветно на сигналите на монетарната политика и зошто сигналите не се трансферираат до реалната економија е фактот што банките во Македонија имаат перманентен структурен вишок ликвидни средства и не зависат од кредити од Централната банка. Напротив, тие својот вишок ликвидност го пласираат кај НБРМ или купуваат државни записи. Токму затоа, инструментот есконтна стапка, кој е главен

инструмент во развиените економии, го изгуби своето значење кај нас и одамна не се користи за влијание врз однесувањето на кредитната и каматната политика на комерцијалните банки.

Графикон 4.11 Трансмисија на монетарните сигнали (во %)



Извор: НБРМ

Друга причина заради која каматната политика на монетарната власт не резултира со соодветни импликации врз реалниот сектор се неефикасноста и високите трошоци на банкарското работење, кои ги ставаат во диспропорција каматните стапки на банките со референтната каматна стапка на НБРМ. И покрај големата побарувачка за кредити од приватниот сектор, релативно високиот процент на нефункционални кредити, кој на крајот на 2011 година изнесуваше 9,8% од вкупните кредити, а во почетните години од транзицијата достигнуваше и до 30%, предизвикува недоволно кредитирање на приватниот сектор од страна на банките.

Кон тоа во голема мера придонесува и слабото корпоративно управување на страната на приватниот сектор, кое се рефлектира со неквалитетни кредитни барања и проекти. Во услови на конзервативно банкарство, потресено од пропаѓање на неколку банки и штедилници во минатото, а во последниве две години соочено со светска финансиска криза, приватниот сектор е недоволно поддржан од монетарната политика. Како дополнителни причини, но не помалку

важни, можеме да ги наведеме долгите и неефикасни судски процедури, релативно нискиот степен на конкуренција во банкарскиот систем и недоволно развиениот пазар на хартии од вредност. Притоа, честите монетарни интервенции ја релативизираа улогата на пазарот на депозити, како сегмент на пазарот на пари преку кој монетарните импулси се упатуваат кон финансискиот и реалниот сектор во економијата.

4.8. Монетарната политика во услови на експанзивна и рестриктивна фискална политика

Видовме од моделот на Mundell-Fleming за отворена економија, каква што е македонската, дека во услови на фиксен девизен курс со несовершена мобилност на капиталот, фискалната политика е поефективна од монетарната при воспоставување внатрешна рамнотежа, односно, таа има поголемо влијание врз економската активност изразена преку бруто домашниот производ. Влијанието на монетарната политика е лимитирано, бидејќи таа е фокусирана кон одржување на фиксниот девизен курс.

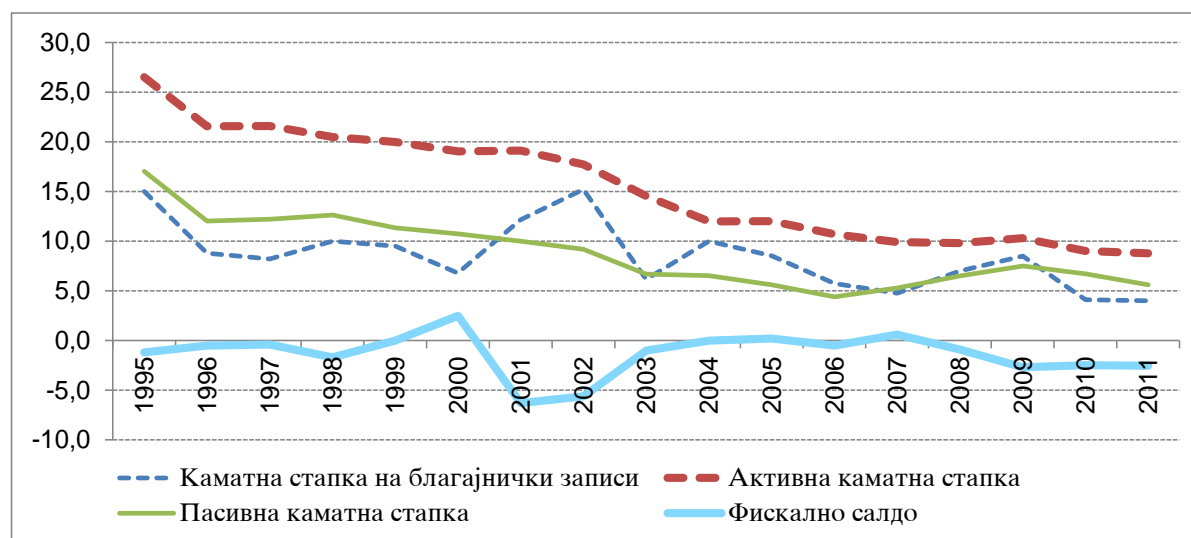
Истовремено, монетарната политика е поефикасна од фискалната политика во враќање на надворешната рамнотежа бидејќи таа делува во насока на подобрување на салдото на тековната и капиталната сметка од платниот биланс. Спротивно на тоа, поволното влијание на рестриктивна фискална политика врз тековната сметка преку намалување на увозот има тенденција да биде барем делумно неутрализирано од нејзиниот негативен ефект врз капиталната сметка преку намалување на домашните каматни стапки. Експанзивна фискална политика, од друга страна, би ја влошила тековната сметка, иако би можела да ја подобри капиталната сметка.

Во овој дел ќе направиме кратка анализа на однесувањето на монетарната политика во зависност од однесувањето на фискалната политика. За таа цел да го разгледаме движењето на каматната стапка на благајничките записи, просечните пондерирани каматни стапки на банките и движењето на буџетското салдо.

Погоре ги утврдивме и ги наведовме причините за несоодветно пренесување на монетарните сигнали од Централната банка до деловните банки. За таа цел движењето на монетарната политика нема да го темелиме единствено врз движењето на референтната каматна стапка на Централната банка, туку во анализата ги вклучуваме и движењата на каматните стапки на банките.

Во периодот на раните години од транзицијата, во услови на примена на стратегијата на таргетирање на паричната маса, НБРМ ја користеше есконтната стапка како главен монетарен инструмент за пренесување на сигналите до реалната економија. Беше утврдено есконтната стапка на НБРМ да се одржува на реално позитивно ниво. Заради непостоење услови за нејзино пазарно формирање беше утврдено таа да се одредува врз основа на модел според кој предвид се земаше остварената просечна стапка на инфлација во последните два месеца на годишно ниво, зголемена за 5% на годишно ниво. Притоа, есконтната стапка не се прилагодуваше за порастот на стапката на инфлација.

Графикон 4.12 Движење на каматната стапка на благајничките записи, просечните пондерирани каматни стапки на банките и фискалното салдо



Извор: НБРМ и Министерство за финансии

Како што истакнавме и погоре во трудот, во периодот до 1995 година основна задача на монетарната политика беше запирање на високата инфлација и воспоставување ценовна стабилност. Во тој период фискалната политика беше мошне експанзивна и дезориентирана, а фискалните дефицити кои произлегуваа од големите расходи за реструктурирање на претпријатијата во државна

сопственост директно се монетизираа. Монетарната политика беше принудена да се приспособи на таквата фискална политика, концепт кој се применуваше во периодот до напуштањето на селективните кредити кон одредени претпријатија од приоритетните сектори.

Во периодот 1992 - 1993 година не се вршеше експлицитно утврдување на буџетскиот дефицит на почетокот од годината. Притоа, во услови кога буџетот не ги подмируваше редовно своите обврски кон корисниците на буџетски средства, корисниците имаа две алтернативи: да се задолжуваат кај банките или да се задолжуваат меѓусебно, со што се ширеше синџирот на неликвидност во економијата. И во двата случаја, ваквиот кредитен притисок негативно се одразуваеше врз водењето на монетарната политика, односно, редовно изнудуваше попуштање на монетарните рамки. На почетокот на 1994 година за првпат беше проектиран буџетски дефицит во тековната година за кој беа предвидени реални, неинфлаторни извори на финансирање. Со намалување на буџетскиот дефицит во разумни рамки се елиминира притисокот по оваа основа врз кредитната активност на банките, како и врз водењето на монетарната политика од страна на НБРМ. Прилагодливоста на монетарната политика на движењата во фискалната сфера придонесе таа да не биде доволно рестриктивна и воедно успешна во справување со инфлацијата. Каматните стапки во тој период беа на исклучително високо ниво, карактеристично за неразвиен финансиски пазар.

Со преземените одлучни чекори за фискална консолидација, од 1994 година започна периодот на т.н. монетарна доминација или Рикардов режим, каде монетарната политика беше фокусирана на ценовната стабилност, а фискалната политика се прилагодуваше кон тоа со што го одржуваше примарното буџетско салдо како ендогена варијабла на ниво кое овозможува фискална солвентност. Во прилог на таквата фискална политика одеше и доследната примена на Законот за исплата на плати и пензии, кој овозможи да се прекине тенденцијата на постојана заштита на реалните плати без оглед на нивото на продуктивност, ефикасност и остварените резултати, што беше карактеристика на работењето на претпријатијата во минатото.

Напорите на фискалниот сектор за стабилизација се уште позначајни ако се има предвид дека за спроведување на процесите на санација на банкарскиот систем и реструктурирање на претпријатијата беше потребно ангажирање значаен износ буџетски средства. Истовремено, продолжи модернизацијата на даночниот систем насочена кон проширување на даночната основа, подобрување на наплатата и замена на старите видови даноци со нови. Од 1996 година, беше воспоставен фонд за стабилизација кај НБРМ во кој се уплатуваа буџетски средства за поддршка на девизниот курс, практика која се одржуваше сè до 1999 година. И покрај зголемените предизвици, фискалната политика беше прилично рестриктивна, што доведе до остварување минимални дефицити во периодот 1995 - 1998 година, кои преминаа во суфицит кој на крајот на 2000 година изнесуваше 2,5% од БДП.

Во такви услови монетарната политика имаше доволно простор да делува во насока на поддршка на реалниот сектор, при што започна процесот на постепено намалување на референтната каматна стапка на НБРМ, но и на каматните стапки на банките. Истовремено, во текот на овој период НБРМ, главно, се наоѓаше во улога на нето откупувач на странска ефектива, со што ги зголемуваше девизните резерви на земјата и ја зајакнуваше позицијата за остварување стратегија на таргетирање на девизниот курс.

Промената во фискалната политика условена од непредвидени фактори, како што беше воениот конфликт во земјава во 2001 година, доведе до соодветна реакција на страната на монетарната политика. Така, во услови на исклучително експанзивна фискална политика во 2001 година монетарната политика стана порестриктивна во насока на зачувување на ценовната стабилност и стерилизирање на вишокот домашна валута во економијата, која од своја страна вршеше притисок на девизниот пазар со зголемена побарувачка за девизи.

Во јуни 2001 година, разликата меѓу официјалниот девизен курс и курсот кој се применуваше меѓу фирмите и во менувачниците достигна 7%, односно 12%, соодветно, наспроти разликата од само 0,6% на крајот на декември 2000 година. По губењето значителни резерви, стапката на задолжителната резерва во 2001 година беше зголемена на двапати по 2 процентни поена, а каматната стапка на

благајничките записи порасна повеќе од двојно, достигнувајќи 20%, за на крајот на истата година да биде сведена на околу 15%. Истовремено, банките несоодветно го следеа сигналот на монетарната политика со минимално зголемување на каматните стапки, но со зголемена конзервативност во кредитирањето.

Периодот по 2002 година се карактеризира со доминација на фискалната политика во однос на монетарната. Од фискалната теорија на ценовното ниво видовме дека грижата околу фискалната солвентност може да ја услови политиката на Централната банка дури и кога таа има законска независност. Во услови на високо рестриктивна фискална политика која се водеше во периодот од 2003 до 2006 година, монетарната власт одговори плашливо и со задоцнување донесуваше мерки за нејзино олабавување, што резултираше со релативно слаба поддршка на економскиот раст, иако банкарскиот сектор уживаше висока ликвидност. Банките најчесто го пласираа вишокот ликвидност во благојнички записи, чија стапка се задржа на релативно високо ниво во подолг временски период. Дури во 2007 година дојде до позначително олабавување на монетарната политика, така што каматната стапка на благојнички записи на крајот на таа година се сведе на 7,77%, а пондерираната активна каматна стапка на банкарскиот сектор за првпат падна под двоцифрено ниво на 9,9%. Истовремено, дојде и до позначајно раздвижување на пазарот на капитал и на пазарот на недвижности.

Позитивниот тренд беше прекинат во наредните две години, и во намера да се спречи прелевањето на ефектите од светската финансиска криза врз банкарскиот сектор, монетарната политика беше затегната со пораст на нивото на каматните стапки во економијата (каматната стапка на благојнички записи порасна од 7% на 9%), како и преземање други корективни мерки за зачувување на ликвидноста. Во истиот период дојде и до зголемување на стапката на задолжителна резерва на обврските во девизи од 10% на 13% и на обврските со девизна клаузула од 10% на 20%. Во такви услови, фискалната политика делуваше експанзивно во делот на зголемување на јавните инвестиции во капитални проекти со цел во одредена мерка да го неутрализира ударот врз економската активност од рестриктивната монетарна политика. Тоа особено помогна секторот градежништво полесно да ја

преброди кризата. Во 2009 година буџетскиот дефицит изнесуваше 2,7% од БДП, што со оглед на околностите и земајќи ги предвид остварувањата дури и во најразвиените економии во светот, се смета за умерено па дури и посакувано ниво на дефицит.

Во 2010 и 2011 година се задржа истиот терк на водење фискална политика со остварени буџетски дефицити од 2,5% од БДП во двете години, но тоа беше следено со постепено олабавување и на монетарната политика. Каматната стапка на благајничките записи се сведе од 8,5% проценти на крајот на 2009 година на 4% во првото тромесечје од 2012 година.

И покрај непроменетата стапка на задолжителна резерва, конкуренцијата во банкарскиот сектор и структурниот вишок ликвидност ги натераа банките да ги намалат своите каматни стапки, при што активната пондерирана каматна стапка се сведе на 8,8% на крајот на 2011 година, но не дојде до позначително зголемување на кредитирањето. Во услови на сè уште присутни ризици од должничката криза во Европа, конзервативното банкарско работење придонесе за раст на кредитите на приватниот сектор од 3,5% во 2009 година, 7,1% во 2010 година и 8,5% во 2011 година. Истовремено, се зголеми и процентот на нефункционални кредити на банките од 6,8% во 2008 година до 9,8% во 2011 година.

Сепак, сè уште, банките преферираат поголемиот дел од средствата да ги пласираат сигурно. Така, износот средства во благајнички записи се зголеми од 331 милион САД долари на крајот на 2008 година на 675 милиони САД долари на крајот на 2011 година, додека во истиот период износот средства пласирани во државни записи се зголеми од 172 милиона САД долари на 466 милиони САД долари. Истовремено, состојбата на издвоената задолжителна резерва се зголеми од 233 милиони САД долари во 2008 година на 348 милиони САД долари на крајот на 2011 година.

Веројатно поголемо олабавување на монетарната политика и не може да се очекува во услови кога сè уште постојат реални ризици однадвор. Напротив, доколку некои од ризиците, како што се поголемо намалување на надворешната

побарувачка, отежнат пристап до финансирање на странските пазари и влошување на состојбата во платниот биланс, се материјализираат во поостра форма, дури може да се очекува и затегнување на монетарната политика во 2013 година.

Се чини дека, во дадените услови, фискалната политика е добро поставена со умерен проектиран буџетски дефицит од 3,5% во 2012 година и таму не може да се очекува натамошно олабавување и од аспект на внимавање на состојбата на јавниот долг. Она што треба да се очекува е поефикасно искористување на собраните приходи за продуктивни намени, кои ќе продуцираат економски раст.

4.9. Фискалната политика и даночниот систем во Република Македонија

4.9.1. Анализа на фискалната политика - цели, задачи и остварување

Датумот на монетарно осамостојување значеше и датум на фискална независност на Република Македонија од поранешната Југославија. Република Македонија веднаш започна со фискални реформи како на страната на приходите така и на страната на расходите, со цел создавање фискален систем конзистентен со пазарната економија кон која се трансформираше општеството. Еден од главните фактори за хиперинфлацијата во годините по осамостојувањето беше монетизацијата на буџетскиот дефицит. Согласно со тоа, основна цел на фискалната реформа беше тврдо буџетско ограничување, односно, намалување на буџетот преку ограничување на расходите и зголемување на приходите со цел за намалување на високиот буџетски дефицит. Тоа, од своја страна, би придонело за намалување на инфлацијата.

Постојат два вида фискална политика базирана врз фискални правила, кои најчесто се користат во практиката: прво, прилагодување на буџетскиот дефицит во насока на израмнување на цикличните флукуации во економијата, и второ, фискални правила кои се засновани на математички пресметани или нумерички таргети за фискалните дефицити, јавните расходи и јавниот долг на среден рок (Alesina и Perotti, 1995 г.). Ниедно од овие две правила не беше применето во Република Македонија во почетниот период од транзицијата. Фискалната

политика не беше поставена и водена според фискални правила, односно не постоеја буџетски таргети на среден рок ниту прилагодување на буџетскиот дефицит во насока на израмнување на цикличните флукуации во економијата. Наместо тоа, се водеше дискрециона фискална политика.

Сепак, иако златното буџетско правило за балансиран буџет на среден рок не беше јавно истакнато од страна на Владата, фискалната политика тежнееше кон балансиран буџет. Слично како и кај анализата на монетарната политика, така и во случајот на фискалната политика може да издвојам два потпериода - едниот во раните години на транзиција од 1992 до 1994 година, и вториот од 1995 година наваму.

Како што споменавме и погоре, во периодот 1992 - 1994 година Владата немаше јасна платформа како да се постигне макроекономска стабилност, и тоа резултираше со изразен конфликт меѓу носителите на монетарната и фискалната политика. Целиот овој период се карактеризираше со висока монетизација на буџетскиот дефицит. Буџетскиот дефицит во 1993 година изнесуваше 13,4% од БДП а јавните расходи изнесуваа 53,6% од БДП, додека реформата на даночниот систем сè уште не беше започната сериозно. Така, можеме да заклучиме дека во тој период фискалната политика беше неуспешна во своите намери да придонесе за намалување на високата инфлација.

Кон крајот на 1994 година, Владата на Република Македонија го промени пристапот кон фискалната политика, така што во рамките на програмата за стабилизација беа воведени неколку значајни таргети: сведување на буџетскиот дефицит под 3% од БДП, ограничување на јавните расходи на 35% од БДП и одржување на јавниот долг под 60% од БДП. Истовремено, започнаа фундаментални промени на даночниот систем кој требаше да го замени стариот и да воспостави систем сличен на развиените пазарни економии. Крупните реформи на новиот даночен систем означија воведување некои нови даноци кои претходно не постоеја, а беа заокружени со воведување на данокот на додадена вредност во 2000 година. Реформите во даночниот систем заедно со фискалната консолидација, т.е. намалување на стапката на јавните расходи како процент од

БДП, придонесоа за воведување на фискална дисциплина која се одржува подолг временски период.

Од 1995 година па сè до 2007 година поставеноста на фискалната политика во Република Македонија беше речиси непроменета, со мали промени во даночните стапки на некои потрошувачки стоки. Меѓутоа, значителна промена се случи во 2006 / 2007 година со воведувањето на рамниот данок со кој се намали и се изедначи стапката на оданочување на профитот и стапката на оданочување на персоналниот доход. Истовремено, дојде до постепено (во тек на неколку години) зголемување на платите во јавната администрација за 30%, а во 2009 година започна и реформа на стапките на придонесите за екстрабуџетските фондови (Фондот за здравство, Фондот за пензиско и инвалидско осигурување и Агенцијата за вработување) кон нивно постепено намалување во период од четири години. Така, од 32% колку што изнесуваа социјалните придонеси во 2008, истите требаше да се намалат на 27,9% во 2009, потоа на 24,7% во 2010 година и конечно на 22% во 2011 година. Светската економска криза ја принуди Владата малку да ја забави оваа реформа така што рокот за завршување се пролонгира и се очекува да заврши во 2014 година.

4.9.2. Реформа на даночниот систем

Даночниот систем на Македонија што беше во примена до крајот на 1993 година, со структурата и со посебните карактеристики на даноците, со употребата на диференциран даночен третман на одделните сектори и гранки во економијата и со некритичка застапеност на даночните стимулации и олеснувања, битно отстапуваше од основните решенија во современите даночни системи, а исто така и од барањата на фискалната теорија во поглед на ефикасноста, неутралноста и транспарентноста.⁷⁹

Во насока на приспособување во фискалната сфера и спроведување радикална даночна реформа, во почетокот на 1992 година беше изградена „Концепција за нов даночен систем на Република Македонија“. Притоа, неопходно беше да се

⁷⁹ Живко Атанасовски, „Јавни финансии“, Економски факултет Скопје, 2004 г.

изгради модерна даночна структура со воведување на најважните даночни облици кои се носечки во современите даночни системи во светот.

Новиот даночен систем започна да се воведува од почетокот на 1994 година и тој елиминира многу од недостатоците на претходниот систем, започнувајќи со отстранување на нарушувањата во даночната структура. Некои од суштинските промени се состоеја во следново.

Системот на даноци, составен од седум различни видови даноци на приходи, се замени со два нови вида даноци на доход: персонален данок на доход и данок на добивка, со прогресивни стапки. Со воведувањето на персоналниот данок на доход се укинаа дотогашните даноци на приходи како данокот на личен доход на работниците, данокот на приходи од земјоделска дејност, данокот на приходи од самостојно вршење стопанска дејност, данокот на приходи од вршење професионална дејност, данокот на приходи од авторски права, данокот на приходи од имот и данокот на добивка од игри на среќа. Различните видови приходи кои ги остваруваа физичките лица вклучувајќи ги и приходите од капитал и капитални добивки, кои за првпат подлегнаа на оданочување, почнаа да се оданочуваат само со еден даночен облик.

Табела 4.1 Структура на приходи во буџет на централна влада како процент од вкупни јавни приходи

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Даночни приходи	91,8	93,3	91,2	92,2	79,7	83,9	83,0	80,4	81,3	81,0	83,1
Персонален данок на доход	14,0	12,9	13,9	13,5	11,7	11,9	10,7	9,2	10,1	9,8	10,1
Данок на добивка	5,8	4,5	6,1	4,1	4,1	6,7	7,1	9,1	5,1	4,1	4,1
ДДВ	33,1	35,2	39,3	45,2	39,0	38,7	39,6	38,2	40,7	41,8	44,9
Акцизи	20,6	18,4	19,6	18,1	16,0	16,3	15,1	14,3	15,9	15,7	15,6
Увозни давачки	11,8	10,9	11,4	10,2	7,6	7,7	7,4	6,6	6,0	5,2	4,0
Други даноци	6,5	11,5	0,9	1,0	1,3	2,6	3,1	3,0	3,4	4,4	4,4
Неданочни приходи	6,5	4,3	7,5	6,7	16,8	12,1	14,1	16,5	16,1	15,6	13,6
Капитални приходи	0,9	2,3	1,0	1,1	1,3	1,3	1,7	1,5	1,3	1,3	1,3
Странски донации	0,0	0,0	0,2	0,0	1,9	2,0	1,1	1,4	1,0	1,6	1,2
Други приходи	0,8	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,2	0,2	0,3	0,5	0,8

Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

Со воведувањето на данокот на добивка се надмина поранешната практика на оданочување на доходот и се укина данокот на добивка на претпријатијата со статус на правно лице, што се применуваше во 1993 година. Исто така, се укинаа голем број даночни ослободувања и олеснувања.

Во поглед на оданочувањето на потрошувачката, сè до 2000 година се задржа данокот на промет на стоки и услуги, кога истиот се замени со данок на додадена вредност (ДДВ). Истовремено, некои производи како нафтните деривати, алкохолните пијалаци и цигарите, а подоцна и други т.н. луксузни производи подлегнаа на оданочување со акцизи. Дојде до проширување на даночната база со вклучување видови приходи кои претходно не беа опфатени, како, на пример, приход од капитална добивка. Истовремено, особено внимание се посвети на засилена контрола на плаќање на даноците, што резултира со континуирано зајакнување на фискалната дисциплина.

Во системот на јавни приходи и натаму се задржа наплатата на царините, таксите и комуналиите и се создадоа правни услови за користење на јавниот долг во јавното финансирање. Истовремено, системот на социјални придонеси од бруто платата се задржа, како и данокот на имот, наследство и подароци и данокот на промет на недвижности и права.

Даночниот систем има неколку обележја кои можат да се забележат од табелата 4.2. Тој се потпира на индиректните даноци кои во периодот 2001 - 2011 година во просек учествувале со околу 80% од вкупните даночни приходи на буџетот на централната влада. Предност на индиректните даноци е тоа што го стимулираат штедењето и ги поттикнуваат инвестициите. Тие се релативно полесни за наплата и не оставаат многу простор за даночна евазија. Токму затоа, тие повеќе се преферираат во даночниот систем како подобар избор од директните даноци. Сепак, нивна негативна страна е што тие се регресивни, со што му дава карактеристика на македонскиот даночен систем на регресивност.⁸⁰

Табела 4.2 Учество на одделните видови даноци во вкупните даночни приходи на буџетот на централната влада (во проценти)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Персонален данок на доход	15,2	13,8	15,3	14,7	14,6	14,2	12,9	11,4	12,4	12,2	12,2
Данок на добивка	6,3	4,8	6,7	4,5	5,1	8,0	8,5	11,3	6,3	5,1	5,0
ДДВ	36,0	37,7	43,1	49,0	48,9	46,1	47,7	47,5	50,0	51,7	54,1
Акцизи	22,5	19,7	21,5	19,7	20,0	19,5	18,2	17,8	19,6	19,4	18,8
Увозни давачки	12,8	11,6	12,5	11,1	9,5	9,2	9,0	8,2	7,4	6,5	4,8
Такси и други даноци	7,1	12,3	1,0	1,0	1,7	3,1	3,7	3,7	4,2	5,2	5,2

Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

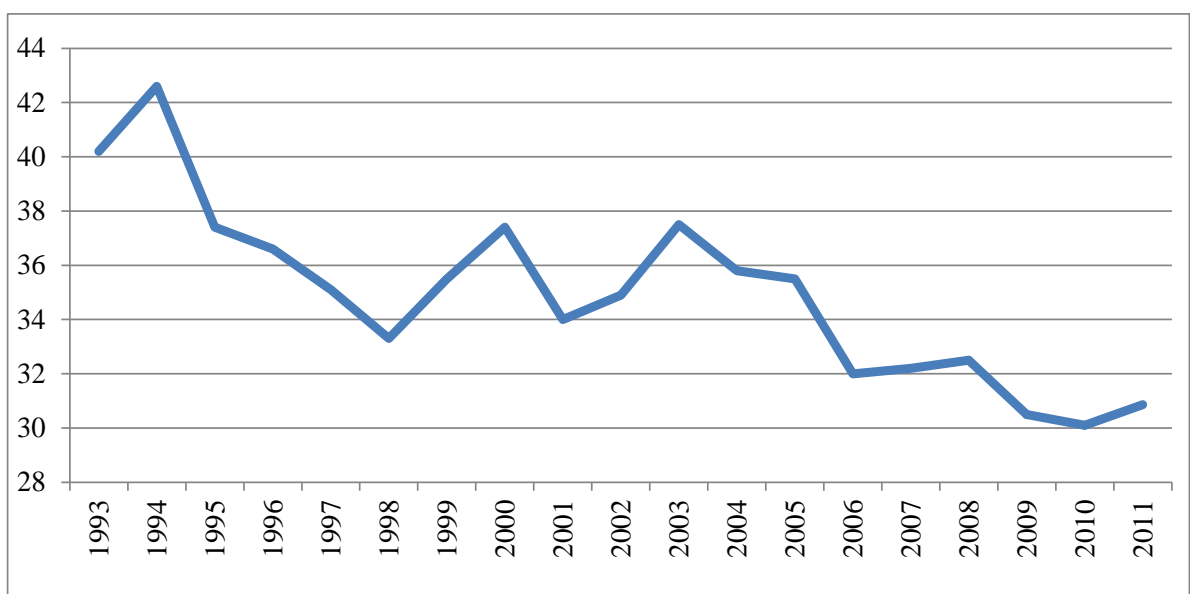
⁸⁰ Живко Атанасовски, „Јавни финансии“, Економски факултет Скопје, 2004 г.

Ова особено се потенцира со воведувањето на рамниот данок во 2007 година, што го намали учеството на персоналниот данок на доход и учеството на данокот на добивка во вкупните приходи. Иако се поедностави собирањето на персоналниот данок на доход и данокот на добивка, тоа доведе до негативен редистрибутивен ефект на даночниот систем, при што даночниот товар како процент од сопствените примања е поголем кај лицата од долниот дел на доходовната скала што, пак, е спротивно на принципот за правичност во оданочувањето.

Приходите од даноци во Македонија во 2011 година изнесуваа 17,5% од БДП, што претставува умерено кон ниско оптоварување. Тоа го прави даночниот систем поволен за поттикнување на инвестициите, штедењето и поддршка на економскиот раст.

Со реформирањето на даночниот систем истиот стана потранспарентен и споредлив со системите на поразвиените економии. Тоа доведе до стабизирање на фискалната политика и избегнување фискални кризи, како што тоа беше случај пред 1994 година. Постигнат е принципот на еднаков даночен третман на даночните обврзници според пазарните механизми, односно, се постигна неутралност во алокација на ресурсите. Сепак, во одредени периоди даночниот систем требаше да се усогласува со цикличните флукуации во економијата.

Графикон 4.13 Движење на јавните приходи (како процент од БДП)



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

Анализата на јавните приходи во периодот од 1994 - 1998 година покажува голем пад во период кога македонската економија минуваше низ фазата на трансформација на општествениот во приватен капитал. Во истиот период компаниите се соочуваа со големи загуби и постоеше значителна даночна евазија. Зголемување на даночните приходи е регистрирано во 1999 година и особено во 2000 година со воведувањето на ДДВ, но таквиот тренд беше запрен во 2001 година заради воениот конфликт во земјата.

По тој период, за да ги намали фискалните дефицити од 2001 и 2002 година, Владата спроведуваше прилично рестриктивна фискална политика со ограничување на расходите и префрлање на некои производи од преференцијалната стапка на ДДВ од 5% кон оданочување со општата стапка од 18%. Тоа придонесе за зголемување на приходите како процент од БДП и урамнотежување на буџетското салдо. Ефектите од светската економска криза, која започна од 2008 година, македонскиот реален сектор особено ги почувствува во 2009 година. Тоа резултираше со сведување на јавните приходи на околу 30% од БДП, ниво кое е за нијанса пониско од некои од понапредните земји во развој. Компаративна анализа на вкупните јавни приходи и јавни расходи изразени како процент од БДП е прикажана во табелата подолу.

Табела 4.3 Јавни приходи и јавни расходи во селектирани економии (како процент од БДП)

Година		Албанија	БИХ	Бугарија	Хрватска	Унгарија	Латвија	Литванија	Македонија	Црна Гора	Полска	Романија	Србија	Турција
2001	приходи	23,9	46,9	36,7	-	43,2	32,5	31,7	34,0	-	38,5	29,8	36,8	-
	расходи	31,9	51,2	37,3	-	47,1	34,5	35,3	40,3	-	43,8	33,0	36,4	-
2002	приходи	24,8	44,6	35,4	40,1	42,3	32,5	31,6	34,9	35,6	38,3	29,5	42,4	28,8
	расходи	30,9	47,6	36,0	45,3	51,1	35,1	33,4	40,5	36,3	44,3	32,1	45,8	42,7
2003	приходи	24,1	47,0	36,6	39,4	42,3	32,9	41,3	37,5	38,6	38,5	28,7	42,5	31,0
	расходи	28,7	47,2	36,6	44,1	49,4	34,6	32,4	38,5	41,1	44,7	30,9	45,4	41,0
2004	приходи	24,6	45,6	37,5	39,4	42,4	33,9	31,8	35,8	37,4	37,2	29,9	43,0	31,2
	расходи	29,6	45,5	35,8	42,8	48,7	35,2	33,3	35,8	39,0	42,6	33,3	42,9	35,1
2005	приходи	25,1	46,6	37,4	38,9	42,3	35,3	33,1	35,5	36,8	39,4	31,4	43,0	32,4
	расходи	28,5	45,8	35,2	41,7	50,2	36,6	33,6	35,3	37,5	43,4	32,1	41,9	32,6
2006	приходи	25,0	48,2	37,0	39,0	42,7	36,1	33,4	32,0	43,4	40,2	32,3	44,2	32,8
	расходи	29,4	46,0	33,6	41,6	52,0	36,6	33,9	32,5	40,3	43,9	33,7	45,2	32,8
2007	приходи	26,0	47,0	38,2	40,2	45,0	36,2	34,0	32,2	47,7	40,3	32,3	44,0	31,7
	расходи	29,3	46,8	34,9	42,3	50,0	35,6	35,0	31,6	41,4	42,2	35,4	45,3	33,3
2008	приходи	26,7	46,0	38,0	39,5	45,2	35,4	34,2	32,5	49,9	39,5	32,2	42,8	31,5
	расходи	31,8	49,8	35,2	40,8	48,8	42,9	37,5	33,4	48,1	43,2	37,0	44,8	33,8
2009	приходи	26,0	44,8	35,3	38,4	46,1	36,2	34,9	30,5	42,4	37,2	31,4	42,3	32,0
	расходи	33,4	50,4	36,2	42,5	50,5	44,0	44,1	33,2	48,9	44,5	38,7	46,0	37,6
2010	приходи	25,8	45,9	32,7	37,2	44,6	36,2	34,6	30,1	42,2	37,8	32,8	41,0	32,7
	расходи	30,0	50,4	36,7	42,2	48,9	44,0	41,7	32,5	46,0	45,7	39,4	44,6	35,6
2011	приходи	25,6	46,2	32,5	35,6	52,7	37,5	34,1	30,9	42,3	40,3	33,5	39,1	33,9
	расходи	29,4	49,7	35,0	41,4	50,7	42,0	39,3	33,4	45,7	45,8	37,9	42,9	34,8
2012*	приходи	25,6	46,2	33,5	35,5	43,1	36,6	33,7	31,7	42,3	40,8	33,9	39,3	33,6
	расходи	30,0	48,1	36,7	40,6	46,6	38,9	38,2	34,2	44,7	44,6	36,7	42,8	34,6

Извор: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011

Воведувањето на рамниот данок беше насочено првенствено кон привлекување странски инвеститори во македонската економија со пониски трошоци за работната сила. Крајната цел на оваа мерка беше намалување на невработеноста.

Примената на рамниот данок може да оствари некои резултати на краток рок, додека заради нерамномерната дистрибуција на даночниот товар таа може негативно да се одрази врз економскиот развој и врз вработеноста на долг рок. На пример, во согласност со Рикардовата равенка, доколку намалувањето на даноците од страна на владата се интерпретира како одложена даночна обврска која ќе достаса за плаќање во некој иден период, таквата политика ќе ги принуди економските субјекти да ја намалат потрошувачката денес, што ќе доведе до намалено производство преку каналот на намалена агрегатна побарувачка. Понатаму, иако на почетокот сите ја одобруваат мерката за намалување на даноците, социјалните разлики ќе се продлабочуваат со таквата редистрибуција на богатството и истите ќе треба да се коригираат административно преку зголемени социјални трансфери.

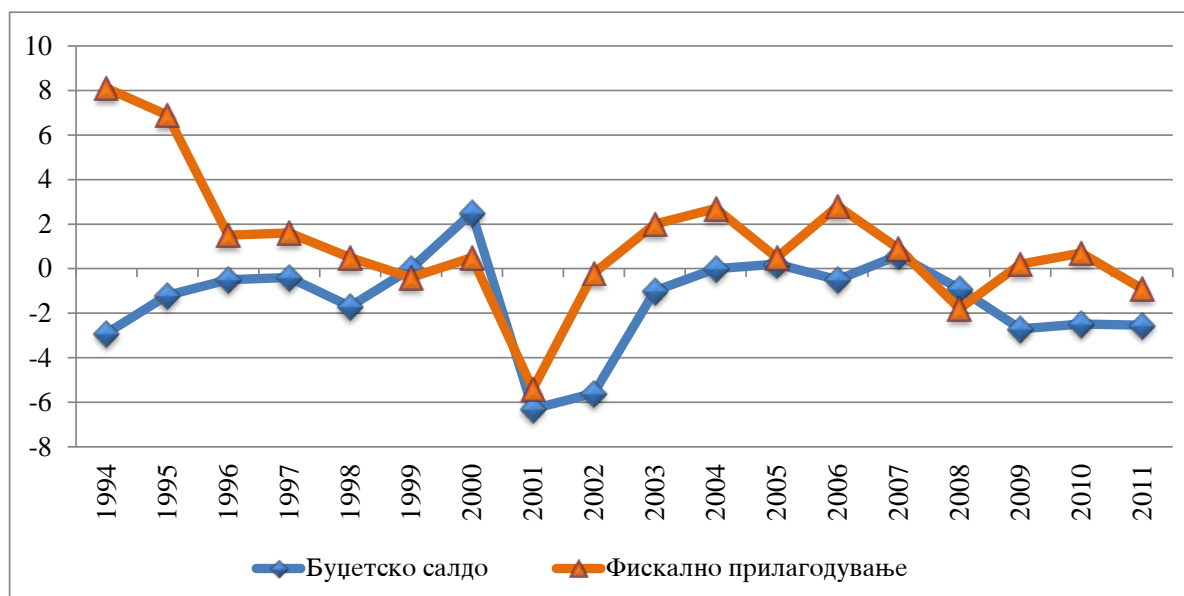
Досегашното петгодишно искуство од примената на рамниот данок во Република Македонија е премногу кратко за да се согледаат долгорочните ефекти. Во периодот на примена се надоврза и светската економска криза која ја отежнува изолираната анализа на ефектите од воведувањето на рамниот данок.

Краткорочно гледано, ефектите се мешани. Од една страна, рамниот данок со намалени стапки придонесе дел од сивата економија да се префли во официјални канали и со нејзино оданочувањето да влијае во насока на зголемени јавни приходи. Кон ова голем придонес има и зајакнатата даночна контрола и зголемените казни за неплаќање. Истовремено, факт е дека неколку странски инвеститори инвестираа во земјава во изминатиов период, но инвестициите, главно, се направени во слободните економски зони со големи даночни бенефиции и, според тоа, не може да се извлече заклучок дека нискиот рамен данок беше она што ги привлече странските инвеститори. Од друга страна, во досегашниот период на примена на ваквиот данок, невработеноста само минимално се намали и остана сè уште на високо ниво од над 30%, со што може да се заклучи дека мерката на рамен данок не ја оствари во целост својата крајна цел на краток рок.

4.10. Буџетско салдо и фискално прилагодување во Република Македонија

Веднаш по промената на фискалната политика во 1994 година, буџетскиот дефицит се намали од 13,4% во 1993 година на 2,9% во 1994 година. Како што е прикажано на графиконот 4.13, фискалното прилагодување⁸¹ или консолидација беше постигната веднаш по започнувањето на програмата за стабилизација со ММФ и Светска банка. Високата контракција на буџетскиот дефицит во 1994 година придонесе по извесен период да започне да се намалува стапката на инфлација.

Графикон 4.14 Буџетско салдо и фискално прилагодување (како процент од БДП)



Извор: Министерство за финансии на република Македонија и пресметки на авторот

Како што покажува графиконот 4.14, во периодот од 1994 година до денес буџетското салдо, со исклучок во 2001 и 2002 година, е конзистентно со фискалните таргети на Владата и со Мастриските критериуми на ЕУ, кои делуваа како фискални правила. Меѓутоа, малите буџетски дефицити ја запоставуваа функцијата на стабилизација на фискалната политика (добижување на актуелниот БДП до потенцијалниот преку подгревање на агрегатната побарувачка во услови на слаба економска активност и обратна

⁸¹ Просечното фискално прилагодување е оценето преку зголемување / намалување на јавните расходи како процент од БДП, поделени со бројот на периоди.

реакција во услови на нагласени инфлаторни тенденции). Тие, во комбинација со монетарните рестрикции, во неколку наврати ја втурнаа македонската економија во зона на дефлација (1998, 1999 и 2004 година) со силни негативни импликации врз динамиката на растот и вработеноста.

Понатаму, од графиконот може да забележиме дека во 2001 година буџетскиот дефицит нагло се зголеми на 6,3% од БДП, како резултат на етничкиот конфликт во државата. Притоа, нагло дојде до промена на начинот на водење на фискалната политика со што се премина кон дискрециона фискална политика првенствено насочена кон задоволување на растечките расходи во одбраната и во полицијата. Зголемените јавни расходи се провлекуваа и во 2002 година, пред сè заради фактот што добар дел од обврските настанати во 2001 се исплатуваа и во 2002 година, а буџетот во Република Македонија се евидентира на готовинска основа, а не на пресметковна. Исто така познато е и дека расходите многу лесно се зголемуваат со дискрециони одлуки, но потоа тешко се намалуваат заради ригидноста.

Веднаш по парламентарните избори во 2002 година, новата Влада склучи аранжман со ММФ во кој една од главните цели беше редуцирање на буџетскиот дефицит и негово сведување во прифатливи рамки. Така, Владата презеде мерки на двете страни од буџетот, односно, намалување на расходите и зголемување на даноците за некои стоки за широка потрошувачка. Генерално, рестриktivната фискална политика придонесе за остро намалување на буџетскиот дефицит од 5,6% во 2002 на 1% во 2003 година. Буџетскиот дефицит беше многу понизок од просекот од 2,8% од БДП кои го имаа земјите од Централна и Југоисточна Европа и балтичките земји.⁸²

Современата макроекономија упатува на констатацијата дека денес на правилата во водењето на фискалната политика им се дава предност пред дискрециониот режим на фискалната политика. Во оваа смисла треба да се размислува за законско регулирање на фискални правила во Република Македонија, кои би се однесувале на профилирање на фискалната политика на среден рок. За да ѝ се врати функцијата на стабилизација на фискалната политика, правилото би

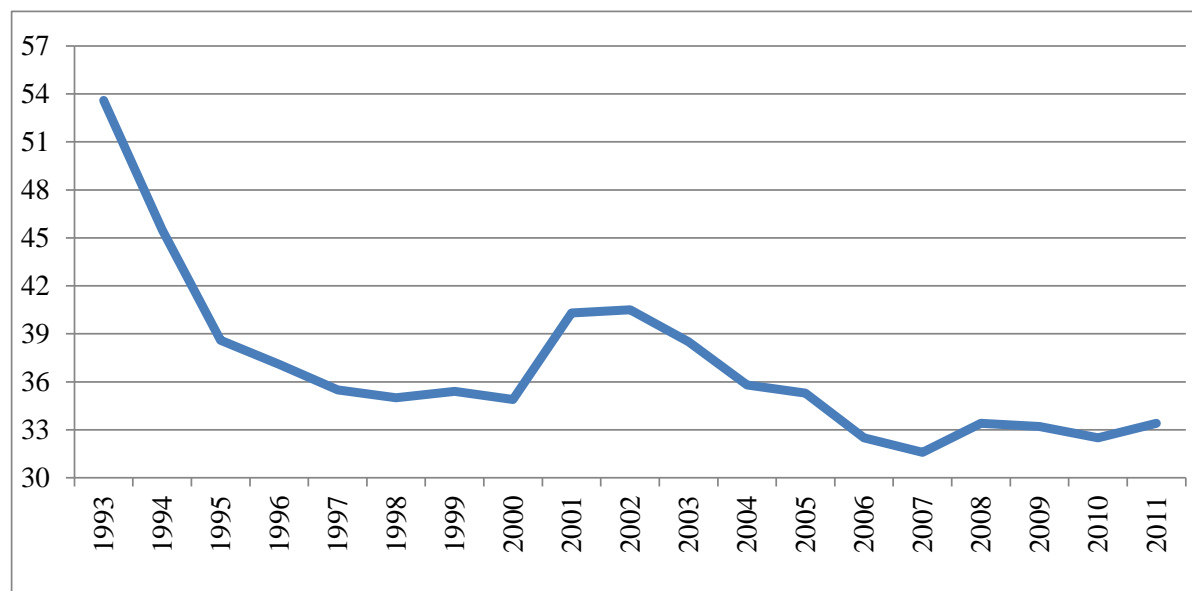
⁸² Види Transition Report, EBRD, 2006 г.

дозволувало порелаксирана фискална политика во периоди на слаба економска активност, но буџетските дефицити да не надминуваат 3% од БДП, а нивно намалување во периодите на експанзија проследени со засилени инфлаторни тенденции. Така, на среден рок во просек би се реализирале врамнотежени буџети.

4.11. Јавните расходи и нивната структура

Од воведувањето на новата фискална политика, Владата главно се фокусира на намалување на речиси сите ставки на расходната страна од буџетот. Ова резултираше со значително намалување на големината на јавните расходи како процент од БДП, од 53,6% во 1993 година на 45,5% во 1994 година. Според тоа, фискалното прилагодување во тој период, во суштина, се однесуваше на скратување на јавните расходи. Доколку го погледнеме графиконот 4.15, намалувањето на јавните расходи продолжи и по 1994 година, така што тие беа сведени на 36,6% од БДП на крајот на 1996 година, и на 34,1% од БДП на крајот на 2000 година.

Графикон 4.15 Движење на јавните расходи (како % од БДП)



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

Рестриктивната фискална политика продолжи и по 2000 година, така што јавните расходи на крајот на 2007 година беа сведени на 31,6% од БДП. Потоа, дојде до одредено релаксирање на фискалната политика и во услови на светска економска

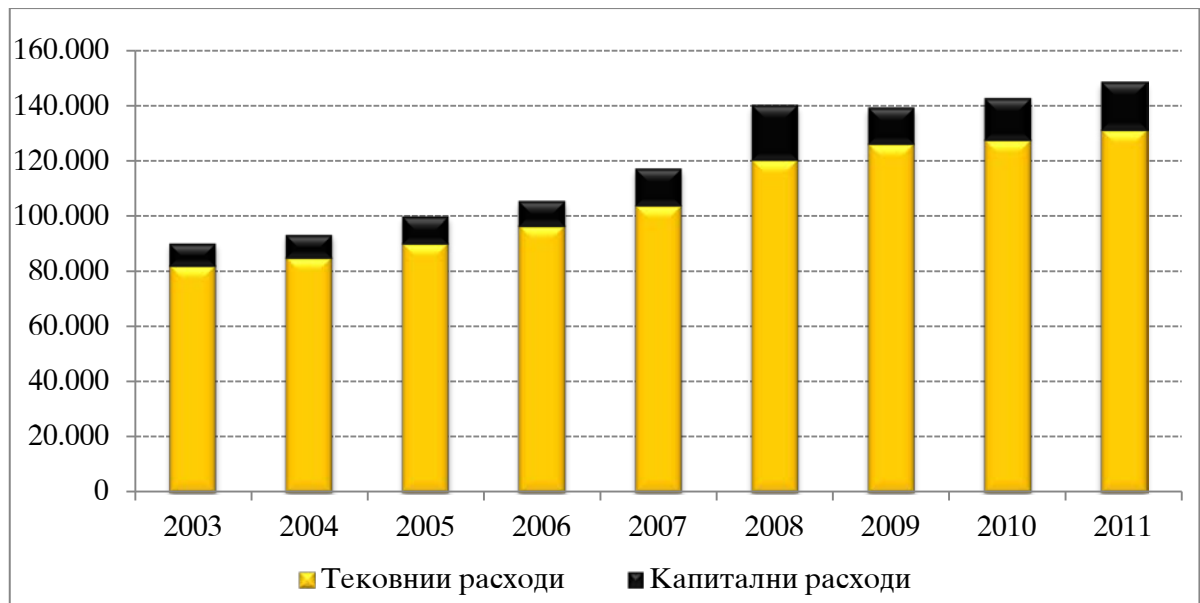
криза Владата водеше експанзивна фискална политика со особен нагласок на јавните инвестиции како еден од начините за излез од кризата. Јавните расходи на крајот на 2011 година изнесуваа 33,4% од БДП, но беше задржана фискалната дисциплина и дефицит во рамките на проектираниот.

Структурно гледано, во периодот од 1994 - 2000 година речиси сите ставки на страната на расходите беа намалени, односно, како тековните расходи така и капиталните. Тековните расходи беа намалени од 39,2% од БДП во 1994 година на 34,1% во 2000 година. Истовремено и капиталните расходи беа намалени од 3,8% од БДП на 1,8% од БДП. Се разбира, ваквите трендови беа свртени во спротивна насока во 2001 и 2002 година.

Графиконот 4.15 покажува дека јавните расходи нагло се зголемија до 40,3% од БДП во првиот квартал од 2001 година, што во голема мерка беше причина за влошувањето на буџетското салдо од 2,5% од БДП буџетски суфицит на 6,3% дефицит во 2001 година. Некои од мерките кои новата Влада ги примени од 2003 година вклучуваа кратење на тековните расходи за 5 проценти и зголемување на даноците на некои потрошувачки добра со нивно префлање од категоријата оданочена со повластената стапка на ДДВ од 5% во општата стапка од 18%. Така, фискалната контракција резултираше со пад на јавните расходи како процент од БДП на 38,5% во 2003 година, како и стабилизирање на буџетското салдо.

Големината на буџетот, генерално, не претставува проблем колку што дебатата е главно насочена кон неповолната структура на вкупните буџетски расходи. Така, на пример, во 2006 година тековните расходи учествуваа со 91,2% во вкупните расходи, а во 2011 година тој процент изнесуваше 88,5%. Од тековните расходи во 2006 година, 22,1% отпаѓаа на плати и надоместоци, 12,2% на стоки и услуги, 3% на исплата на камати и 53,2% на трансфери. Истовремено, Владата за капитални расходи издвојуваше само 8,8% од вкупните расходи, или 2,6% од БДП. Во 2011 година состојбата е малку променета, па за плати и надоместоци се издвоија 17,8% од тековните расходи, за стоки и услуги 10,3%, за плаќање камати 2,5% и за трансфери 69,3%. Капиталните расходи во 2011 година достигнаа 11,9% од вкупните расходи, односно 3,9% од БДП.

Графикон 4.16 Структура на јавните расходи (во милиони денари)



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

Сепак, ваквата структура на јавните расходи не укажува на брз економски раст и таа е понеповолна од повеќето земји во транзиција и, секако, од развиените економии. Релативно голем дел од тековните расходи се троши за плати и надоместоци, што укажува на превработеност во јавната администрација на ниво на централна власт. Јавната администрација вработува околу 6% од вкупното население во Република Македонија, односно, околу 20% од вкупниот број на вработени во државата.

Слична е ситуацијата и со трансферите, кои претставуваат уште поголема ставка од ставката за плати и надоместоци. Така, во 2011 година 61,5% од вкупните расходи беа потрошени за трансфери, од кои најголемиот дел се насочени кон Фондот за ПИОМ и Фондот за здравство. Големите трансфери кон фондовите се резултат на долгогодишните проблеми со кои се соочуваат при собирање на нивните основни приходи, како што се придонесите, заради намалувањето на бројот на вработените, зголемениот број на пензионери и баратели на здравствена заштита и социјална помош.

Насоката на Република Македонија треба да биде кон ставање на фискалната политика во функција на помагање и забрзување на економскиот раст. Во таа насока, треба да се менува структурата на расходите во насока на поголеми јавни

инвестиции, односно, капитални трошења за сметка на тековните трошења, особено за плати и надоместоци. Во последниве неколку години во ставката стоки и услуги значително место заземаат трошоците за промотивните активности на Владата, со кои се промовираат владините проекти во медиуми но, исто така, се промовира и земјата како привлечна дестинација за инвестирање.

Расходите за договорни услуги во 2011 година опфаќаа 71% од вкупните расходи за стоки и услуги, додека во 2010 година тој процент изнесуваше 74.2%.

Истовремено, буџетот на Агенцијата за странски инвестиции и промоција на извозот на Република Македонија во 2010 година изнесуваше 343,1 милиони денари, а во 2011 година 301,6 милиони денари. Досега, ефектите од ваквите трошоци не ги оправдаа очекувањата, со оглед на тоа што иако повеќе инвеститори се запознаа со инвестициските можности во Република Македонија, не дојде до значителен пораст на странските директни инвестиции во земјава. Така, на пример, вкупните странски директни инвестиции во 2011 година изнесуваа 410 милиони САД долари и беа значително пониски од инвестициите во 2006, 2007 и 2008 година, кога напорите за промоција на земјава како привлечна дестинација за инвестирање беа во почетна фаза. Токму затоа е препораката во иднина ваквите буџетски расходи да се рационализираат до оптимални рамки.

4.12. Ефикасност и ефективност во извршувањето на јавните инвестиции

Значаен елемент во реализирањето на фискалната политика во Македонија е продуктивна и ефикасна алокација на собраните јавни приходи за јавни расходи, кои се во насока на продлабочување на реформските процеси, трансформација на јавниот сектор, исполнување на секторски развојни политики и приоритетни инфраструктурни проекти. Притоа, Владата, како креатор на фискалната политика, ги истакнува зголеменото ниво јавни инвестиции, поттикнувањето домашни инвестиции и привлекувањето странски инвестиции како основни приоритети во функција на остварување одржлив економски развој и зголемување на конкурентноста на земјата. Средствата во буџетот за извршување јавни инвестиции се алоцирани во ставката „капитални расходи“, која е предмет на анализа во овој дел.

Во почетните години од периодот на транзиција буџетот, главно, беше во функција на покривање на тековните расходи за плати, надоместоци, како и стоки и услуги, а исто така значаен дел се издвојуваше и во трансфери кон социјалните фондови. Исклучително мал процент беше издвојуван за капитални и инфраструктурни проекти. Ваквата неповолна структура на јавните расходи присутна е и денес, но во меѓувреме дојде до зголемена активност на државата во издвојување средства и влегување во инвестициски проекти. Анализата на капиталните расходи се состои од два сегменти: висината на буџетските средства искористени за јавни инвестиции и степенот на искористување на средствата во однос на проектираното.

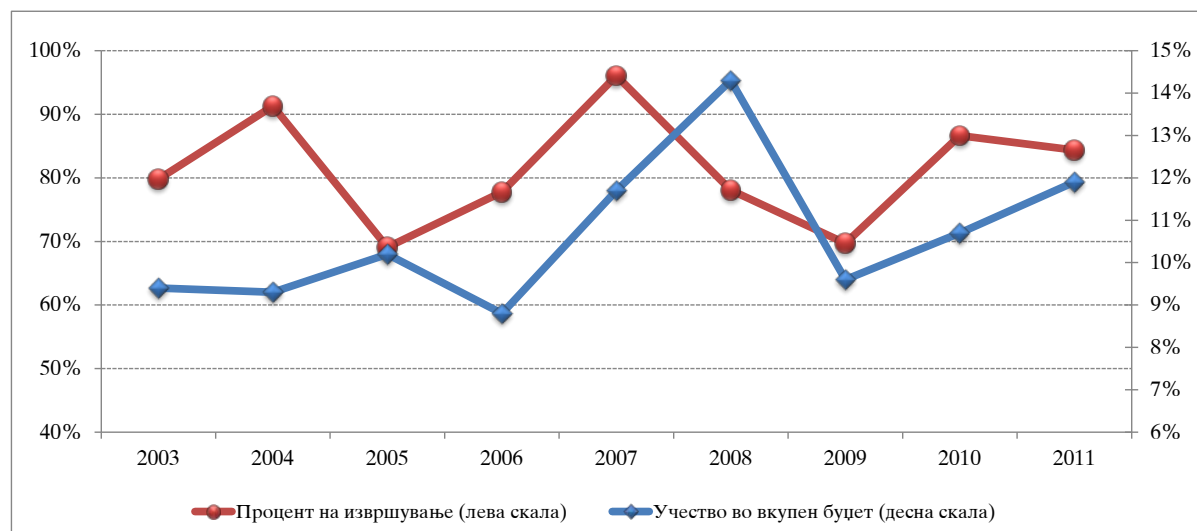
Во последниве десетина години регистриран е континуиран тренд на пораст на бруто инвестициите како процент од БДП, од 20% во 2000 година на 28,2% во 2011 година. Дел од ваквиот пораст се должи на поголемото свртување на фискалната политика кон јавни инвестициски активности, особено во годините кога е потребен дополнителен стимул на економската активност во земјата. Иако во апсолутни вредности издвојувањата за капитални расходи растат, тие во однос на вкупните расходи во буџетот во изминатава декада се движат циклично во зависност од вкупната економска активност.

Споредувајќи ја 2003 со 2011 година, регистриран е само мал пораст на капиталните расходи како процент од вкупните расходи на општиот буџет од 9,4% на 11,9%. Во меѓувреме, во годините на зголемена економска активност која резултираше со пораст на реалниот БДП од 6,1% во 2007 и 5,0% во 2008 година, капиталните расходи учествуваа со 11,7% и 14,3% соодветно во структурата на вкупните расходи. Нивото на остварени капитални инвестиции е ниско за земја во развој која претендира да фати приклучок во развојот со понапредните земји од Југоисточна Европа, кои веќе конвергираа со степенот на развиеност и се приклучија во Европската унија.

Карактеристика за сите влади во изминатиов период е интенцијата за зголемување на капиталните расходи, со оглед на фактот дека тековните расходи само овозможуваа непречено одвивање на активностите на големата јавна

администрација и воопшто не се продуктивни во поттикнување на економскиот раст. Меѓутоа, исто така, карактеристика на краторите на фискалната политика е често преамбициозното проектирање на капиталните расходи, а искуството покажа дека и буџетираниите капитални проекти не се реализираат во текот на фискалната година.

Графикон 4.17 Капитални расходи



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

Некои од причините за неуспешна искористеност на проектираните капитални расходи вклучуваат неефикасност во работата на одделните министерства и државни агенции, слабото планирање, неиницијативноста и некоординираноста. До 2007 година, голем дел од имплементаторите на капиталните инвестиции се „правдаа“ со сложените и долги процедури за јавни набавки кои ги наведуваа како главни причини зошто не можат да ги реализираат предвидените проекти. Сепак, со донесување на новиот Закон за јавни набавки⁸³ во 2007 година таквите пречки во голема мерка се отстранија, но тоа не резултираше со реално зголемена реализација на капиталните проекти. Таа во просек во периодот 2001 - 2011 година изнесува 83,9% од проекциите, со големи варијации од година во година во рамките на тој период, како што е прикажано на графиконот погоре.

Предимензионираните проектирани капитални расходи најчесто се први на удар за надолна корекција при ребалансирање на буџетот, која по правило се случува речиси секоја година. Во услови на недоволни приходи и опасност од поголеми

⁸³ Закон за јавни набавки, „Службен весник на Република Македонија“ бр. 136/2007 г.

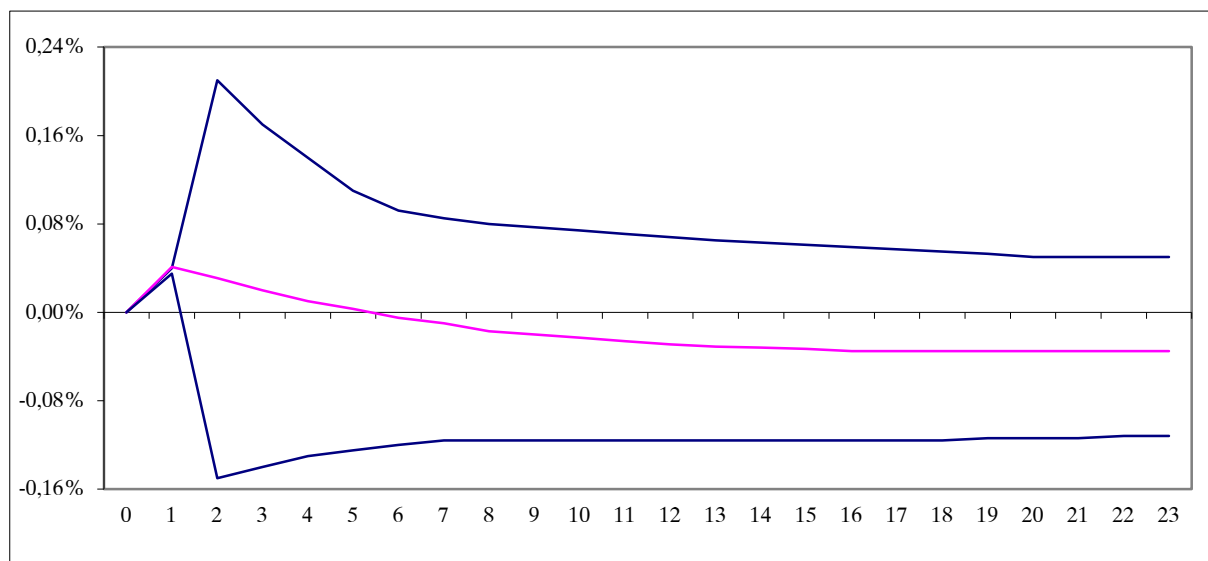
буџетски дефицити кои би довеле до брзо акумулирање јавен долг, креаторите на фискалната политика не се решаваат за позначително скратување на непродуктивните расходи за плати во администрацијата, за набавки на опрема и материјали, за трошоците за социјална сигурност. На тој начин се редуцира развојниот поттик на економијата кој би можел да дојде со поголеми јавни инвестиции во инфраструктурни проекти, кои би ја зголемиле ефикасноста во функционирањето на приватниот сектор.

Насоката за подобро структурирање и искористување на средствата кои граѓаните им ги даваат на креаторите на фискалната политика во вид на даноци, такси и придонеси е реформа на неефикасната и предимензионирана јавна администрација. На тој начин ќе се овозможи промена на неповолната структура на јавните расходи во правец на зголемување на продуктивните расходи за капитални проекти. Поголемата активност во сферата на јавни инвестиции поттикнувачки ќе делува на домашниот приватен сектор кон вклучување во тие инвестиции, но истовремено ќе ги охрабри и самите да инвестираат во свои приватни проекти, со што директно влијаат врз пораст на агрегатната побарувачка и врз економскиот раст.

4.13. Примарниот буџетски дефицит како индикатор на динамичкиот ефект на фискалната политика

Динамичката реакција на економијата на шок на примарниот буџетски дефицит е прикажана на графиконот 4.18. Вертикалната оска ја претставува реакцијата на логаритмот од реалниот БДП на предизвикана промена од 1% во примарниот буџетски дефицит. Хоризонталната оска го покажува времето на реакција во месеци со оглед на тоа што при испитувањето е користена месечна серија на податоци заради зголемување на бројот на опсервации. Заклучокот е дека експанзивен фискален шок од зголемување на примарниот буџетски дефицит од 1% нема значајно влијание врз реалниот БДП. Некакво слабо влијание се манифестира само во тек на два месеца со максимален пораст на реалниот БДП од 0,04%, по што ефектот сосема исчезнува.

Графикон 4.18 Динамички ефект на примарниот буџетски дефицит врз реалниот БДП



Извор: Пресметки на авторот

Тестовите се во корелација и ја потврдуваат практиката во Република Македонија. Фискалната политика немаше одлучувачко влијание врз движењето на реалниот БДП, заради реакцијата на монетарната политика која делува неутрализирачки. Имено, монетарната политика ги неутрализира ефектите од промената на фискалната политика сè дотогаш додека таквите ефекти не исчезнат. Ова предизвикува ефект на истиснување (crowding out effect). По правило, експанзивната фискална политика во Македонија е проследено со рестриктивна монетарна политика. Централната банка во такви услови најчесто го стерилизира вишокот ликвидност во економијата настанат со поголемо трошење на фискалната политика, сè со цел одржување на стабилноста на домашната валута.

Ваквите резултати се конзистентни со емпириските истражувања како во развиените така и во економите во транзиција, каде е докажано дека фискалната политика нема некои позначајни влијанија врз реалниот БДП и врз цените. Ова е особено точно за периодот по фискална консолидација. Во многу истражувања во земјите во транзиција (Fisher и Sahay, 2000 г.; и Aslund, 2002 г.) фискалните мерки за штедење се промовираат како начин за макроекономска стабилизација, додека фискалното трошење се асоцира со недостаток од економски раст и одложена транзиција. Исто така, во таквите истражувања се

заклучува дека ефектот на истиснување, кој се јавува при зголемување на примарните буџетски дефицити, настанува како резултат на однесувањето на монетарната политика, која станува рестриктивна со што доаѓа до пораст на каматните стапки.

4.14. Управување со јавниот долг - дали е одржлив на долг рок?

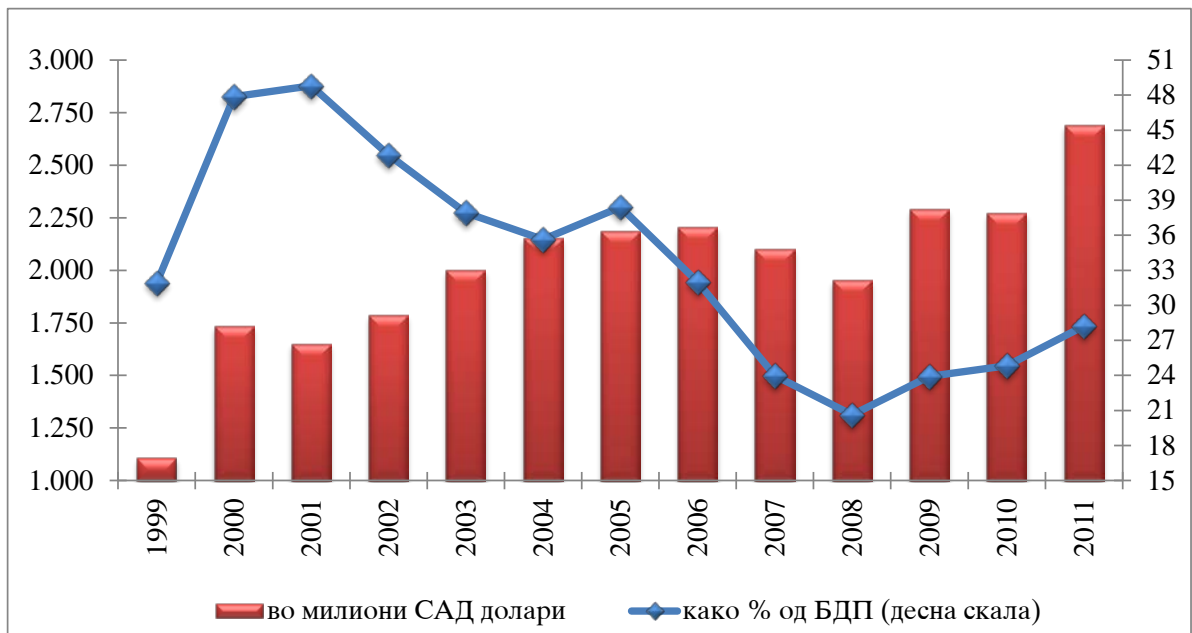
4.14.1. Јавен долг на Република Македонија

Согласно со националната методологија, јавниот долг на Република Македонија го сочинуваат државниот долг, долгот на јавните претпријатија и трговски друштва кои се во целосна или доминантна сопственост на државата, општините, општините во градот Скопје и градот Скопје, како и долгот на Народна банка на Република Македонија. Но, долгот на НБРМ, согласно со Законот за јавен долг, се користи само за статистички цели и не е предмет на стратегијата за управување со јавниот долг. Државниот долг ги вклучува сите финансиски обврски создадени со задолжување на Република Македонија, вклучувајќи го долгот на општините, општините во градот Скопје и градот Скопје, но не вклучувајќи го долгот на јавните претпријатија и трговските друштва во целосна или во доминантна сопственост на државата, општините, општините во градот Скопје и градот Скопје и долгот на НБРМ.

Започнувајќи од 2011 година наваму, Министерството за финансии на Република Македонија престана со објавување редовни месечни податоци за динамиката на движењето на јавниот долг во неговата најширока дефиниција. Наместо тоа, тоа продолжи со објавување редовни месечни податоци за динамиката на движење само на долгот на централната влада. Според дефиницијата, долгот на централната влада ги опфаќа сите финансиски обврски создадени со задолжување само на централната власт на домашниот и странскиот пазар и долгот на јавните фондови и државни агенции. Притоа, во оваа дефиниција не се вклучени долговите на јавните претпријатија и трговските друштва во целосна или во доминантна сопственост на централната и локалните власти вклучувајќи го и градот Скопје, долговите на сите општини и градот Скопје, како и долгот на НБРМ.

Според оваа последна дефиниција, долгот на централната влада во Република Македонија на крајот на 2011 година изнесуваше 28,2% од БДП, од кој 75,7% беше надворешен долг и тоа се, главно, кредити кои Владата ги добила од меѓународни кредитори. Истовремено, 24,3% беше домашен долг во кој доминираат издадените државни записи кои зафаќаат дури 70% од домашниот долг, а на издадени обврзници за денационализација отпаѓа 21,2% од домашниот долг, додека остатокот од долгот е за други таканаречени структурни обврзници. Во изминатиов период долгот на централната влада се движеше како што е прикажано подолу на графиконот.

Графикон 4.19 Динамика на долгот на централната влада во Република Македонија



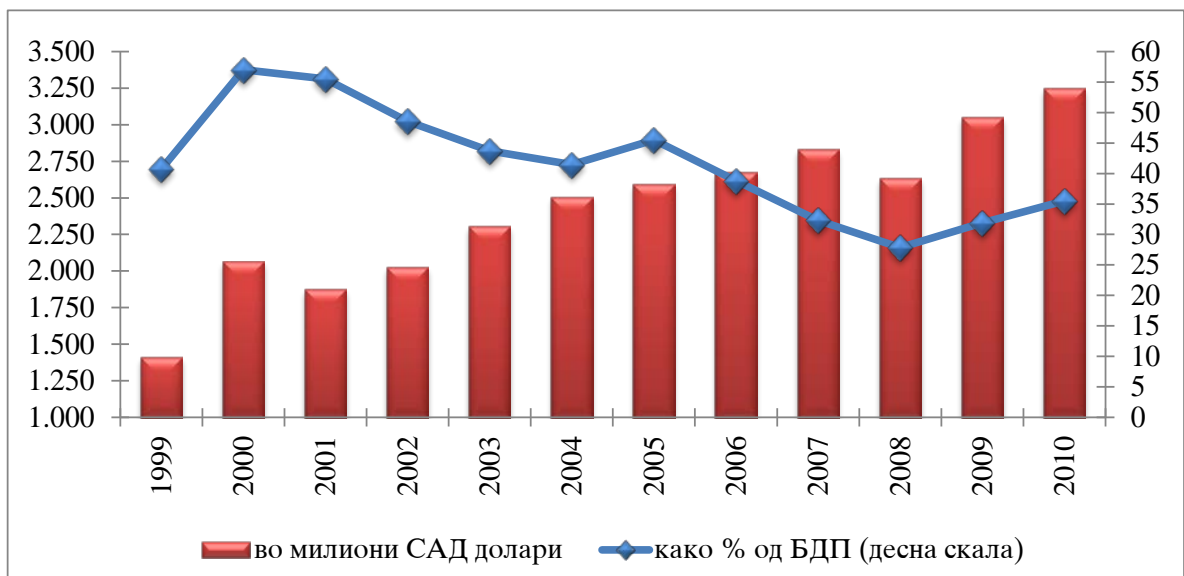
Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

Со оглед на различните дефиниции, очекувано е долгот на централната влада како процент од БДП, а и во апсолутна вредност, да е понизок од вкупниот јавен долг. На крајот на 2010 година (последен расположлив податок со оглед на прекин на објавување на серијата податоци) јавниот долг изнесуваше 35,5% од БДП. Од тоа, 60,1% претставуваше надворешен долг, додека остатокот, 39,9% беше внатрешен долг. Најголемиот дел од надворешниот јавен долг, 79,8% отпаѓаше на централната власт врз основа на земени кредити од меѓународни кредитори. Истовремено, 15% од долгот кон странство во 2010 година го

направија претпријатијата и трговските друштва во целосна или во доминантна сопственост на државата, односно јавните претпријатија, а 5,2% беше долг на НБРМ.

Внатрешното задолжување во најголема мера се должи на издавањето домашни хартии од вредност. Така, 55% од издадените домашни хартии од вредност беа државни записи, како инструмент на фискалната политика за финансирање на буџетскиот дефицит, издадени од Министерството за финансии, а 43,6% беа благајнички записи на Централната банка, како монетарен инструмент за управување со ликвидноста. Динамиката на движење на јавниот долг, дефиниран според најшироката дефиниција, во изминатиов период е прикажана на графиконот подолу.

Графикон 4.20 Јавниот долг во Република Македонија



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија

Анализата погоре дава историски преглед за движењето на долгот на централната влада и на јавниот долг во Република Македонија. Намерата во овој труд е да се анализира фискалната одржливост на долг рок под одредени претпоставки. Направивме повеќе симулации со промена на неколку параметри и го анализиравме движењето на примарното буџетско салдо, како индикатор за фискална одржливост. Целта е преку согледување повеќе сценарија да се извлечат заклучоци за најоптималната динамика на движење на примарното буџетско салдо која ќе овозможи стабилно и неакцелерирачко ниво на јавен долг.

Понатаму ќе ги објасниме симулациите и резултатите од истражувањата кои се правени одделно, најпрво користејќи ги месечните серии податоци за долгот на централната влада, како актуелен податок во Република Македонија, а потоа користејќи ја прекинатата серија месечни податоци за вкупниот јавен долг.

4.14.2. Фискална одржливост

Критериумот според кој најчесто се оценува успешноста на фискалната политика е дали таа обезбедува фискална одржливост на долг рок. Оценувањето на фискалната одржливост на тековната фискална политика е неопходен елемент на фискалната анализа и тоа треба да претставува редовна и рутинска активност на Министерството за финансии. Во овој труд, ќе направиме сопствена анализа на фискалната одржливост во Република Македонија. Зошто?

Одговорот е прилично едноставен - заради неколку важни причини:

- за утврдување на ефектите од водењето на фискалната политика врз јавниот долг;
- заради согледување на влијанието на фискалната политика врз надворешниот долг, платниот биланс и курсот на денарот;
- заради соодветно поставување на монетарната политика;
- за согледување на потенцијалните слаби точки во управувањето со јавниот долг;
- за спречување од појава на должнички кризи; и
- за формулирање на соодветна програма за стабилизација на нивото на јавен долг.

Овде, најпрво ќе ја поставиме дефиницијата за фискална одржливост. Фискална одржливост е ситуација во која се очекува владата да биде во можност да продолжи со сервисирање на јавниот долг без притоа да се врши нереално големо прилагодување на салдото меѓу јавните приходи и јавните расходи. Концептот на одржливост во себе ги содржи концептите за ликвидност и солвентност.

Од претходната глава видовме дека постојат неколку мерки за фискална (не)рамнотежа, а најчесто употребуван индикатор за тоа како водењето на

фискалната политика влијае врз нивото на јавен долг е примарното фискално (буџетско) салдо. Тоа ги покажува ефектите од тековната дискрециона фискална политика и ги исклучува од пресметката нето плаќањата врз основа на камата. Симулациите за фискална одржливост во Република Македонија прикажани подолу во трудот се базираат врз примарното буџетско салдо.

Овде, на графиконот 4.19 за споредба презентирано е движењето на примарното буџетско салдо и на буџетското салдо на општата влада, кој всушност е најшироко употребуван индикатор за анализа на водењето на тековната фискална политика. Од графиконот се забележува дека во Република Македонија салдото на општата влада најчесто е пониско од примарното буџетско салдо за нето износот на каматните плаќања, кој е вклучен на страната на јавните расходи. Тоа е сосема очекувано за економија во развој, која притоа постојано исплатува камати врз основа на користени кредити од странство, со кои се финансираат развојни проекти.

Графикон 4.21 Движење на примарното буџетско салдо и салдото на општа влада во Република Македонија (во проценти од БДП, проекции од 2012 натаму)



Извор: ММФ и Министерство за финансии на Република Македонија

При анализата тргнуваме од концептот за меѓувременско буџетско ограничување, кој е задоволен кога примарните суфицити во идниот период се

доволни да ги покријат претходно настанатите примарни дефицити плус каматата на тие дефицити и каматата на претходно акумулираниот долг. Заради поедноставување, претпоставуваме дека нето приходите од приватизација и од остварен сењораж се еднакви на нула.

Притоа, тргнуваме од основната равенка за буџетско ограничување на јавниот сектор

$$d_{t-1}\beta - ps_t = d_t$$

каде

d = јавен долг / БДП

ps_t = примарен суфицит / БДП

β = дисконтен фактор во периодот t , кој е дефиниран како

$$\beta = [1 + i_t^w + a_{t-1}\varepsilon_t(1 + i_t^f)] / [(1 + g_t)(1 + \pi_t)]$$

при што

$i_t^w = (1 - a_{t-1})i_t^d + a_{t-1}i_t^f$ е просечна номинална каматна стапка во периодот t

i_t^d е номинална каматна стапка на јавен долг деноминиран во денари

i_t^f е номинална каматна стапка на јавен долг деноминиран во странска валута

a_{t-1} е учество на странскиот долг во вкупниот јавен долг

ε_t е стапка на промена на номиналниот девизен курс

g_t е стапка на раст на реалниот БДП

π_t е стапка на домашна инфлација (БДП дефлатор)

Оттука, примарното буџетско салдо е пресметано според следнава формула:

$$ps = \frac{[i^w - \pi(1 + g) - g + a\varepsilon(1 + i^f)]}{(1 + g)(1 + \pi)} d_t$$

Одржливоста на јавниот долг зависи од просечната каматна стапка на долгот, стапката на раст на економијата и тековното примарно салдо. Сè додека каматната стапка на главницата од јавниот долг е поголема од стапката на раст

на БДП, јавниот долг ќе расте побрзо од растот на БДП. Така, колку е поголем јазот меѓу каматната стапка и стапката на раст на БДП, толку поголеми примарни суфицити е потребно да се остваруваат за да се стабилизира јавниот долг како процент од БДП на посакувано ниво. Кога стапката на раст на БДП ќе ја надмине каматната стапка, долгот како процент од БДП ќе почне да опаѓа.

4.14.3. Динамика на движење на долгот на централната влада според неколку сценарија

Графиконот 4.22 ја прикажува динамиката на долгот на централната влада во периодот 2011 - 2030 година во две сценарија: со примарно салдо кое го стабилизира долгот и со просечно историско примарно салдо. Сите пресметки на индикаторите во сите сценарија за кои зборуваме подолу целосно се презентирани во прилог 1 од овој труд.

При овие пресметки, главните претпоставки, дадени во табела 4.4, се дека БДП ќе се движи со динамика според владината проекција, инфлацијата од остварената 3,9% во 2011 година ќе се спушти на 2% и така ќе се задржи во текот на целиот проектиран период, додека номиналниот курс на денарот ќе остане непроменет на сегашното таргетирано ниво во однос на еврото.

Табела 4.4 Почетни претпоставки за симулации на долгот на централната влада во сите сценарија

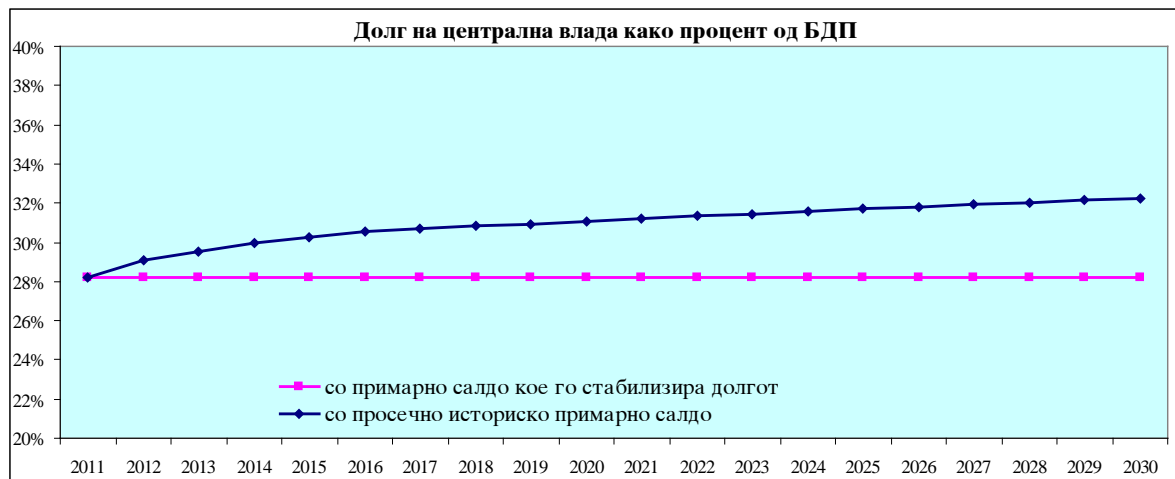
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Просечна номинална каматна стапка на вкупен долг на централна влада	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Номинална каматна стапка на долг деноминиран во странска валута	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Стапка на домашна инфлација	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Стапка на раст на реалниот БДП	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%
Учество на странскиот долг во вкупниот долг на централна влада	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
Стапка на промена на номиналниот девизен курс	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Извор: ММФ, Министерство за финансии на Република Македонија, Државен завод за статистика на Република Македонија и пресметки на авторот

Овде да напоменеме дека со оглед на фактот што повеќе од 80% од надворешниот долг на Република Македонија е деноминиран во евра, пресметките се правени земајќи го соодносот денар/евро од 61,5 денари за едно евро, при што претпоставена е нулта промена на номиналниот сооднос, односно, ниту постои номинална апрецијација ниту номинална депрецијација. Во таков

еден сооднос не е релевантно процентуалното учество на долгот деноминиран во странска валута, па затоа претпоставката е дека ќе го задржи постојното учество во текот на целиот проектиран период.

Графикон 4.22 Проекција со примарно салдо кое го стабилизира долгот и просечно историско примарно салдо



Извор: Пресметки на авторот

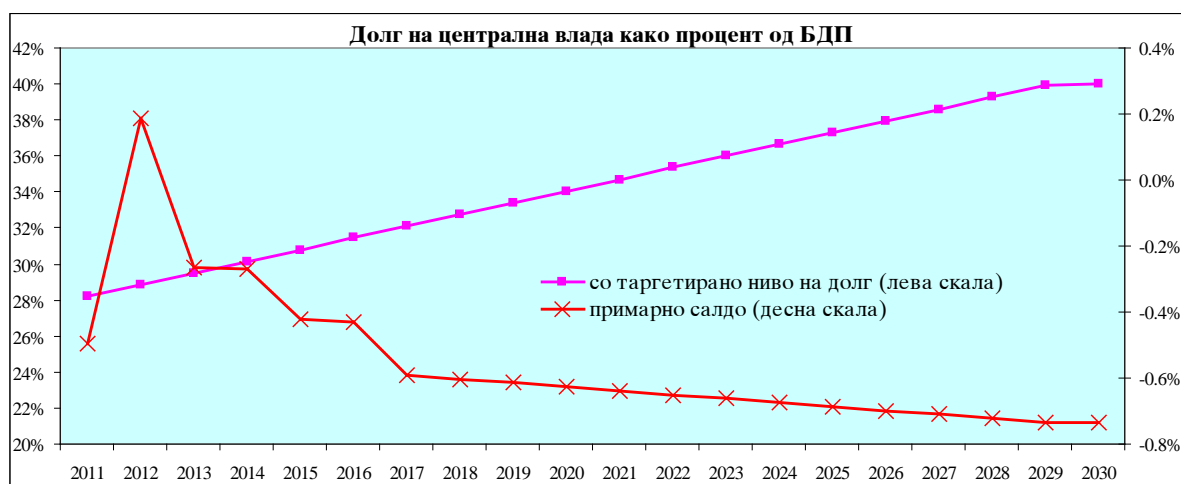
Пресметките покажуваат дека за да се одржи сегашното ниво на долг на централната влада од 28,2% од БДП во еден подолг период, во симулацијата до 2030 година, потребно е фискалната политика да остварува примарен буџетски дефицит не поголем од 0,5% од БДП. Притоа, во првите неколку години по 2011 година до 2016 година, потребни се и помали примарни фискални дефицити меѓу 0,3% и 0,4% од БДП, а во 2012 година потребно е да се реализира примарен буџетски суфицит од 0,2% од БДП, за потоа од 2017 година натаму да се овозможи конвергенција кон пресметаниот примарен буџетски дефицит од 0,5% од БДП.

При второто сценарио задржани се истите претпоставки од првото, со тоа што наместо фиксирање на нивото на долгот на централната влада на постојното од 28,2%, направен е обид да се согледа во која насока ќе се движи долгот на централната влада доколку во пресметките се користи десетгодишен историски просек за примарното буџетско салдо во периодот 2001 - 2010 година, кое изнесува примарен буџетски дефицит од 0,7%. Како што се забележува и од графиконот 4.22, доколку фискалната политика е нешто полабава, тоа ќе доведе до постепено зголемување на долгот на централната влада до 32,3% од БДП во

2030 година. Сепак, впечатокот е дека тоа не е голем пораст на долг рок и нема да ја доведе земјата во опасна зона на задолженост.

Во Стратегијата за управување со јавен долг 2010 - 2012 година⁸⁴ носителите на фискалната политика ја имаат поставено границата од 40% од БДП како таргет за долгот. На графиконот 4.23 е претставено проектираното движење на примарното буџетско салдо кое ќе обезбеди таква релаксираност на фискалната политика кое ќе им овозможи на носителите на истата умерен пораст на инвестициската активност базирана врз кредитна поддршка.

Графикон 4.23 Проекција при таргетирано ниво на долг



Извор: Пресметки на авторот

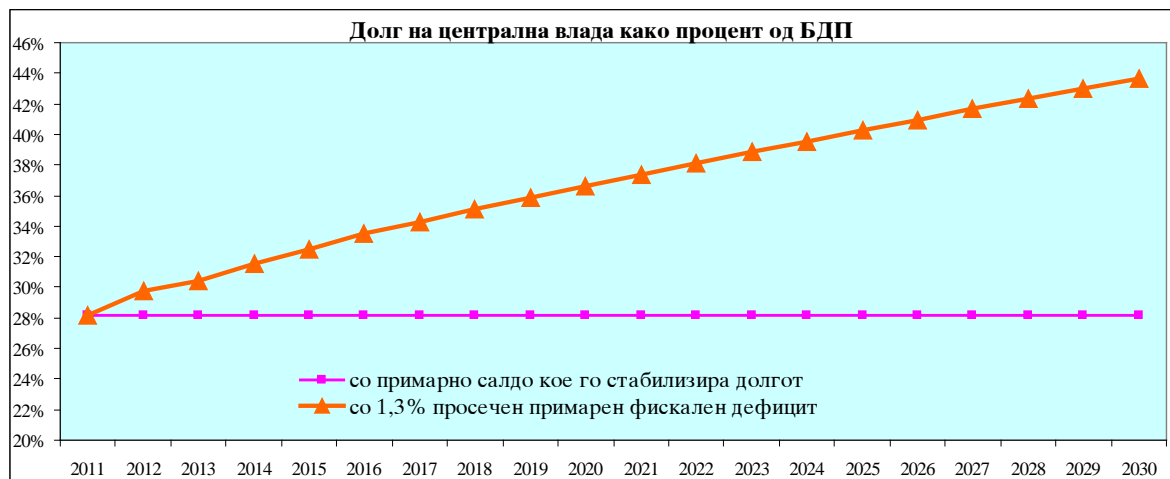
Пресметките покажуваат дека при задржување на сите постојни претпоставки, за да не ја надмине таргетираната граница од 40% од БДП до 2030 година, од сегашното ниво фискалната политика може да остварува просечен примарен буџетски дефицит од 0,6% од БДП. Притоа, како што се забележува, во првите неколку години примарниот буџетски дефицит во просек треба да биде понизок.

Со оглед на долгорочноста на симулациите, секако, треба да се има предвид при анализата на резултатите дека во меѓувреме многу е веројатно да дојде до промена на основните претпоставки наведени погоре. Токму затоа, направените истражувања имаат поголема релевантност на краток рок, за што е и поголема

⁸⁴ Стратегија за управување со јавен долг 2010 - 2012 година, Министерство за финансии на Република Македонија.

веројатноста за точност на проектираните движења на основните индикатори потребни за анализа на фискалната одржливост.

Графикон 4.24 Проекција со просечен примарен фискален дефицит



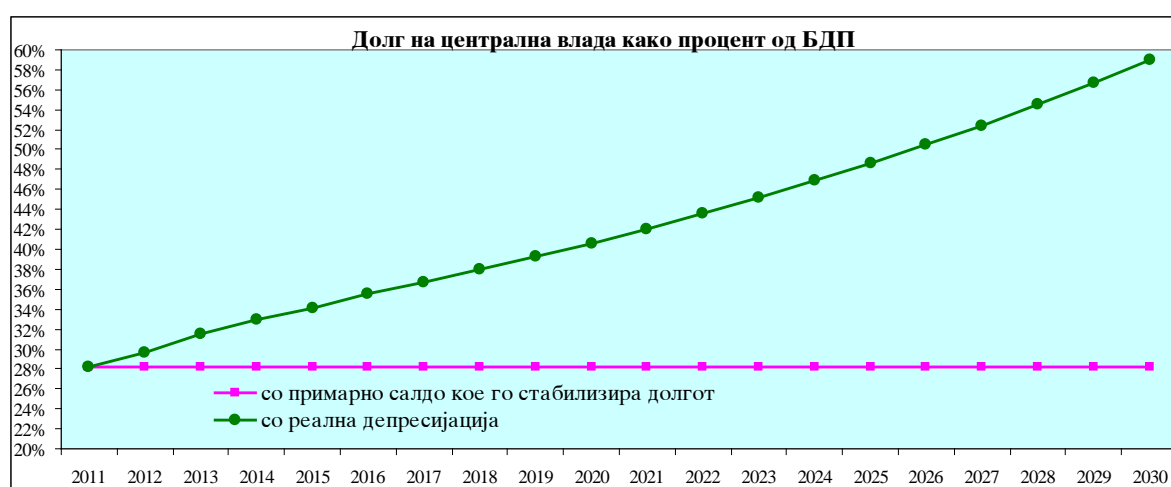
Извор: Пресметки на авторот

Да претпоставиме дека фискалната политика ќе го оствари проектираниот примарен буџетски дефицит во 2011, 2012 и 2013 година, а потоа дека ќе остварува примарен буџетски дефицит во износ од просекот од овие три години. Проекцијата на ММФ вели дека Република Македонија во 2011 година остварила примарен буџетски дефицит од 1,8% од БДП, а во 2012 и 2013 година ќе остварува примарен буџетски дефицит од 1,3% од БДП и 0,8% од БДП, соодветно. Тоа значи дека проектираниот просечен примарен буџетски дефицит од 2014 година натаму ќе изнесува 1,3% од БДП. Исто така, претпоставуваме постоење на минимална депрецијација на номиналниот курс на денарот во однос на еврото од 0,5% од 2012 година, но и непроменето учество на долгот деноминиран во странска валута. Користејќи го ова, симулацијата на движењето на долгот на централната влада изгледа како што е прикажано на графиконот 4.24.

Очигледно е дека при поекспанзивна фискална политика која креира поголеми примарни фискални дефицити доаѓа до пораст на задолженоста, при што при ваквото сценарио долгот на централната влада би се зголемил до 43,6% од БДП до 2030 година. Зголемувањето на долгот би било уште поголемо при повисоки примарни фискални дефицити, што претставува неодржлива фискална политика на долг рок.

Сега да претпоставиме сценарио при кое македонската економија побавно ќе заздравува од ефектите од светската економска криза и растот на БДП ќе биде поумерен во наредните неколку години пред да се оствари раст од 5% на долг рок. Исто така, заради здравите макроекономски фундаменти и стабилноста на финансискиот сектор претпоставка е дека Република Македонија по целосното пребродување на кризата ќе може да се задолжува поевтино на меѓународните пазари на капитал, па номиналната каматна стапка на долгот во странска валута ќе се намали, што ќе придонесе за намалување на просечната каматна стапка.

Графикон 4.25 Проекција при реална депрецијација



Извор: Пресметки на авторот

Олеснетиот пристап до меѓународните пазари на капитал ќе го зголеми учеството на долгот деноминиран во странска валута за сметка на долгот во домашна валута. Со цел поттикнување на економскиот раст, претпоставка е дека монетарната политика ќе биде за нијанса поекспанзивна, што ќе значи и нешто повисока стапка на просечна инфлација. Основна претпоставка во ова сценарио, која произлегува од претходно објаснетите проектирани движења, е реална депрецијација на курсот на денарот од 5,6%.

При вакво сценарио заклучокот е дека при континуирана депрецијација на домашната валута долгот на централната влада рапидно би се зголемувал. Во иста насока би делувало и зголемувањето на учеството на долгот деноминиран во странски валути, кои во ваков случај станува поскап за одржување. Оттука, ваквата фискална позиција е неодржлива и потребно е да се преземат мерки истата да се спречи.

4.14.4. Динамика на движење на јавниот долг според неколку сценарија

Речиси истата анализа со користење на истите сценарија ја направивме со користење на серијата податоци за јавниот долг која, како што наведовме погоре, престана да биде публикувана во таква форма на крајот на 2010 година. Табелите со пресметките на индикаторите за сите сценарија во целост се дадени подолу во трудот во прилог 2. При симулациите за движењето на јавниот долг користени се истите почетни претпоставки за проектиран раст на потребните параметри како и во случајот при пресметка на долгот на централната влада, освен што симулациите започнуваат од 2010 година. Подолу, во табелата 4.5 се прикажани почетните претпоставки за сите сценарија, а понатаму во текстот се објаснети специфичните промени во претпоставките за одредени индикатори при секое сценарио.

Табела 4.5 Почетни претпоставки за симулации на јавниот долг во сите сценарија

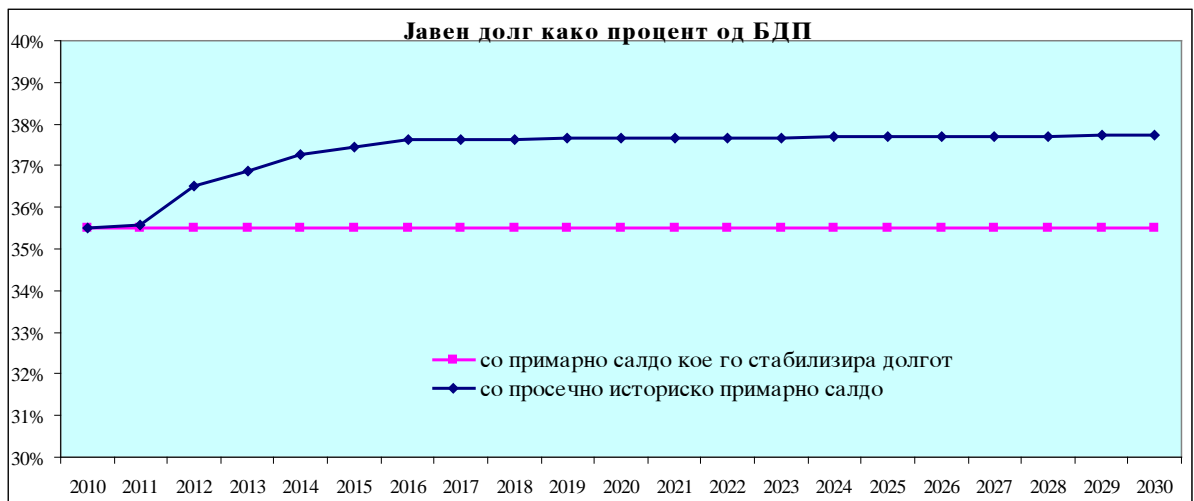
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Просечна номинална каматна стапка на вкупен јавен долг	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Номинална каматна стапка на долг деноминиран во странска валута	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Стапка на домашна инфлација	2,2%	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Стапка на раст на реалниот БДП	1,8%	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%
Учество на странскиот долг во вкупниот јавен долг	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
Стапка на промена на номиналниот девизен курс	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Извор: ММФ, Министерство за финансии на Република Македонија, Државен завод за статистика на Република Македонија и пресметки на авторот

Историските податоци покажуваат дека јавниот долг во последниве неколку години се зголемува, од 27,8% од БДП во 2008 година до 35,5% на крајот на 2010 година. Со аплицирање на податоците за 2010 година во случајов како последен расположлив податок за јавниот долг, се покажа дека за да се одржува јавниот долг на сегашниот сооднос во однос на БДП, фискалната политика треба да биде порестриктивна и да остварува примарен буџетски суфицит од 0,4% од БДП. Одредено релаксирање на фискалната политика според ова сценарио може да дојде по 2013 година, а понатаму може и похрабро да се олабави.

Графиконот 4.26 покрај нивото на долгот со стабилизирачко примарно салдо, ја прикажува и динамиката на движење на јавниот долг со примена на просечното историско примарно салдо. При такво сценарио, јавниот долг би се зголемил до околу 38% од БДП на долг рок, што претставува прифатливо ниво на јавен долг.

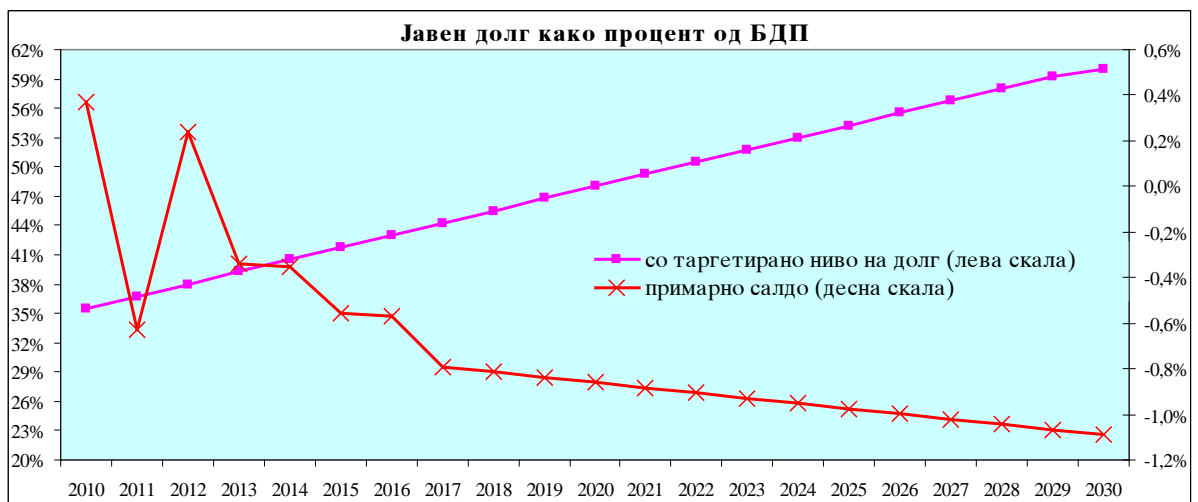
Графикон 4.26 Проекција со примарно салдо кое го стабилизира долгот и просечно историско примарно салдо



Извор: Пресметки на авторот

Графиконот 4.27 го претставува примарното буџетско салдо кое е потребно да се остварува во периодот до 2030 година со цел нивото на јавен долг да не го надмине Матришкиот критериум кој важи за земјите од Европската унија од 60% од БДП.

Графикон 4.27 Проекција при таргетирано ниво на долг

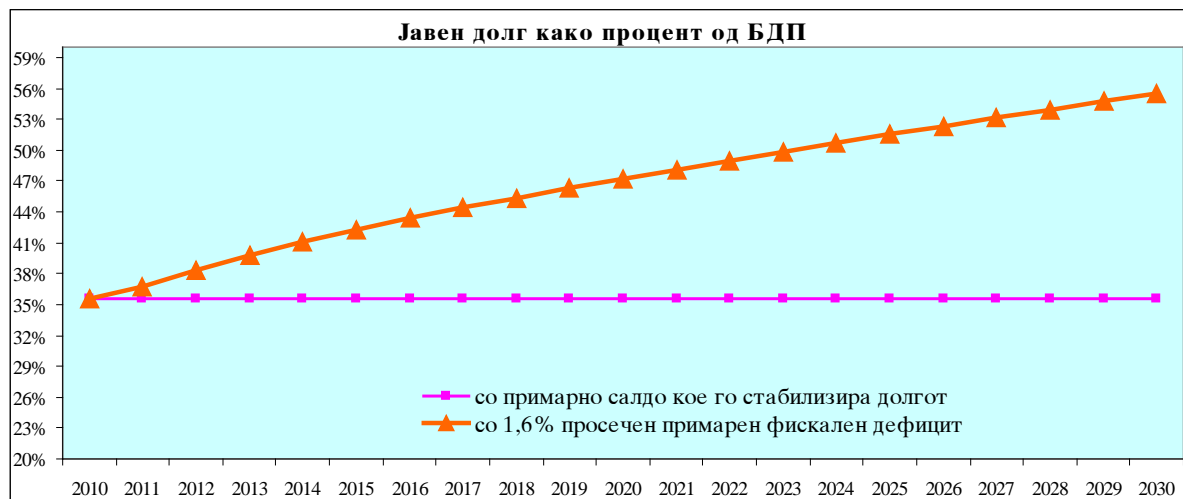


Извор: Пресметки на авторот

Како и за долгот на централната влада, така и за јавниот долг го применивме сценариото за динамика на движење со претпоставка за остварување на тригодишно просечно примарно буџетско салдо, но овојпат за периодот 2010 -

2012 година. Со оглед на повисокиот примарен буџетски дефицит во 2010 година, просекот изнесува 1,6% од БДП, кој го применивме во остатокот од проектираниот период. Резултатите се прикажани во графиконот 4.28.

Графикон 4.28 Проекција со просечен примарен фискален дефицит

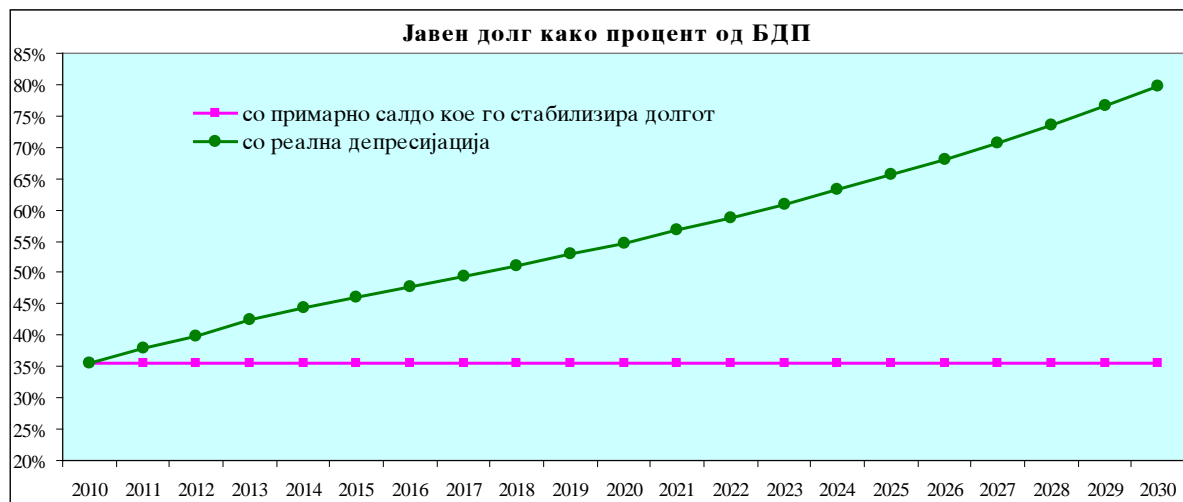


Извор: Пресметки на авторот

При таквата претпоставка за примарно буџетско салдо, фискалната политика е неодржлива на долг рок и значително го зголемува нивото на јавен долг. Иако достигнатото ниво од 55,5% од БДП е пониско од пропишаниот критериум од Мастрихт, сепак, тоа за Република Македонија е релативно високо и значително над таргетираното максимално ниво со Стратегијата за управување со јавен долг.

Конечно, со примена на сценариото за реална депрецијација на курсот на домашната валута во ист процент како и кај симулацијата за долгот на централната влада и претпоставките за подолготрјаност на ефектите од светската економска криза врз македонската економија, се доаѓа до заклучок дека проектираното стабилизирачко примарното буџетско салдо од почетното сценарио не е доволно за задоволување на критериумот за фискална одржливост на долг рок. Тоа е прикажано на графиконот 4.29. Потребна е примена на поинаква фискална политика која ќе биде порестриктивна и ќе делува во насока на смирување на галопирачкото темпо на раст на јавниот долг, предизвикано од депрецијацијата на домашната валута.

Графикон 4.29 Проекција при реална депресијација



Извор: Пресметки на авторот

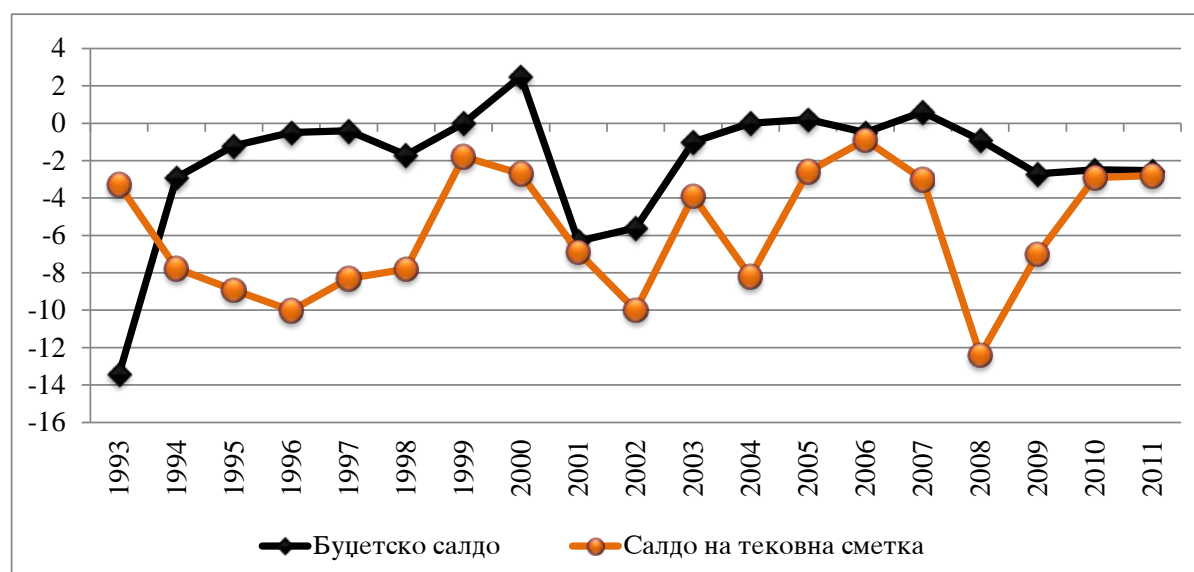
Врз основа на горенаведените симулации и анализи, можеме да заклучиме дека долгот на централната влада, како релевантна мерка за јавниот долг во Република Македонија во моментот е на релативно ниско и прифатливо ниво. Сепак, неговата динамика на раст во периодот од 2009 - 2011 година загрижува со оглед на тоа што тој се зголеми за 7,6 процентни поени. Таквата динамика на раст е неодржлива дури и на среден рок со оглед на високите примарни фискални дефицити кои се остваруваа. Симулациите покажаа дека дури и остварување на просечниот проектиран примарен буџетски дефицит од периодот 2011 - 2013, кој е значително понизок од просечниот во периодот 2009 - 2011 (1,9% од БДП) претставува неодржлива фискална политика.

Наместо тоа, фискалната одржливост на долг рок би се задржала со остварување примарен буџетски дефицит од 0,5% - 0,6% од БДП. Водењето фискална политика која ќе се базира врз ова ниво на примарен буџетски дефицит е доволно флексибилна да овозможи реализација на инвестициски активности во инфраструктурни и други продуктивни проекти, нема да создава притисоци врз девизниот курс на домашната валута, би овозможила порелаксирана монетарна политика и би го поттикнувала економскиот раст, притоа задржувајќи ја фискалната дисциплина и умереното ниво на задолженост на државата.

4.15. Ефектите од водењето на фискалната политика врз платниот биланс и девизниот курс

Од претходната глава видовме дека влијанието на фискалната политика врз платниот биланс и врз движењето на девизниот курс зависи од ризикот од неисполнување на обврските на државата, од степенот на отвореност на капиталната сметка од платниот биланс и од режимот на девизниот курс. Истовремено, поврзаноста на фискалната политика со политиката на платниот биланс е преку концептот на двоен дефицит (twin deficit), што подразбира едновремено постоење дефицит во буџетот и дефицит во тековната сметка од платниот биланс. Основата на овој концепт е од каде се финансира буџетскиот дефицит. Доколку тоа се прави со надворешна акумулација, односно, преку задолжување се користи вишокот заштеди на странски субјекти, тогаш се зголемува дефицитот во тековната сметка од платниот биланс. Доколку, пак, се користат заштедите на домашните субјекти, тогаш се јавува ефектот на истиснување, но само доколку економијата е на ниво на полна вработеност, односно, бруто домашниот производ е на ниво на потенцијалниот. Да го разгледаме движењето на буџетското салдо и салдото на тековната сметка во македонската економија. Притоа, степенот на корелираност во движењето на овие два индикатора е релативно низок и изнесува 0,05.

Графикон 4.30 Движење на буџетското салдо и салдото на тековната сметка од платниот биланс (како % од БДП)



Извор: Министерство за финансии на Република Македонија и НБРМ

Во текот на целиот период од осамостојувањето наваму македонската економија остварува дефицит во тековната сметка од платниот биланс кој во одредени години достигна двоцифрени вредности, а рекордно ниво од 12,4% од БДП беше регистрирано во 2008 година, кога заради избивањето на светската финансиска криза значително беа намалени тековните и капиталните приливи. Истовремено, фискалната политика во најголемиот дел од тој период се однесуваше одговорно и дисциплинирано, при што се остварија ниски буџетски дефицити, а во одредени години и суфицити, освен во почетните години од транзицијата и во годините кога се чувствуваа ефектите од воениот конфликт.

Иако постојано латентно присутен, ризикот од неисполнување на обврските на државата досега не се материјализираше во енормно високи буџетски дебаланси, што дава за право да се заклучи дека фискалната политика, генерално, е кредибилна и стабилна. Во услови на режим на фиксен девизен курс и ограничена либерализираност на капиталната сметка, мобилноста на капиталот во македонската економија е многу ниска. Впрочем, и продолжената транзиција придонесе само мал дел од странскиот капитал да биде заинтересиран да влезе на македонскиот пазар.

Во услови на отсуство на вишок домашна акумулација, при ниско ниво на штедење и инвестиции, буџетските дефицити во најголема мерка се финансираат со задолжување од странство. Сè уште недоволната развиеност на домашниот секундарен пазар на хартии од вредност го прави финансирањето на буџетските дефицити со домашно задолжување ограничено. Тоа, главно, се врши преку издавање државни записи кое, пак, создава потенцијални проблеми од појава на истиснување на приватниот сектор на што ќе се осврнеме подолу во трудот.

При ниска мобилност на капиталот каква што постои во македонската економија, експанзивната фискална политика го поттикнува увозот и креира дефицит во тековната сметка од платниот биланс, вршејќи притисок за депрецијација на девизниот курс на денарот. Токму заради карактерот на режимот на девизен курс и избраната стратегија за негово таргетирање македонската економија има особено нагласена потреба од координирање на

активностите на монетарната со оние на фискалната политика. Досегашното искуство покажа дека поголемото трошење на фискалните власти секогаш доведува до притисоци на девизниот пазар, што условува порестриктивна монетарна и девизна политика во насока на одбрана на таргетираниот девизен курс. Фактот што фискалната политика е генерално дисциплинирана особено во последниве неколку години, овозможи порелаксирана монетарна политика и стабилизирање на нивото на девизни резерви на државата.

Понатаму, фактот што голем процент од државниот долг на Република Македонија е деноминиран или е индексиран во евра, носителите на фискалната политика имаат уште поголема обврска да внимаваат со своите мерки да не придонесат за создавање енормни притисоци врз девизниот курс кои би довеле до евентуално менување на неговиот паритет. Од друга страна, неодамнешните емпириски искуства, особено на земјите од ЕУ, го потенцираа значењето на фискалната политика за ранливост на земјата од валутни кризи. Република Македонија досега успешно се справува со тој предизвик со водење одржлива фискална политика.

4.16. Ефектите од водењето на фискалната политика врз каматните стапки и инвестициите

Погоре во трудот детално ги анализиравме ефектите и однесувањето на монетарната политика во зависност од тоа дали фискалната политика во одредени периоди била рестриктивна или експанзивна. Врската меѓу фискалната и монетарната политика се остварува на начин што фискалната политика ја детерминира побарувачката на државата за финансирање на нејзините активности од банкарскиот сектор. Притоа, каматната стапка по која фискалните власти позајмуваат на домашниот пазар од банкарскиот сектор има влијание врз каматната политика во земјата, влијае врз формирањето на вкупните домашни кредити, т.е. нето домашната актива и, конечно, влијае врз паричната маса. Висината на каматните стапки директно ја детерминира инвестициската активност во земјата.

Македонската економија во текот на 90-те години сè до воениот конфликт во 2001 година се карактеризираше со таканаречен Рикардов режим, или режим на монетарна доминација. Од 2002 година фискалната политика ја презеде доминацијата, додека монетарната политика се прилагодуваше во настојувањето да ја одржи ценовната стабилност и домашната валута на таргетираното ниво. Меѓутоа, фискалната политика сè до воведувањето на инструментот државни записи во 2004 година, немаше директно влијание врз каматната политика и каматните стапки во економијата. До тој период, влијанието беше само индиректно, во онаа мерка во која однесувањето на фискалната политика го детерминираше однесувањето на монетарната политика во исполнувањето на заедничките макроекономски цели.

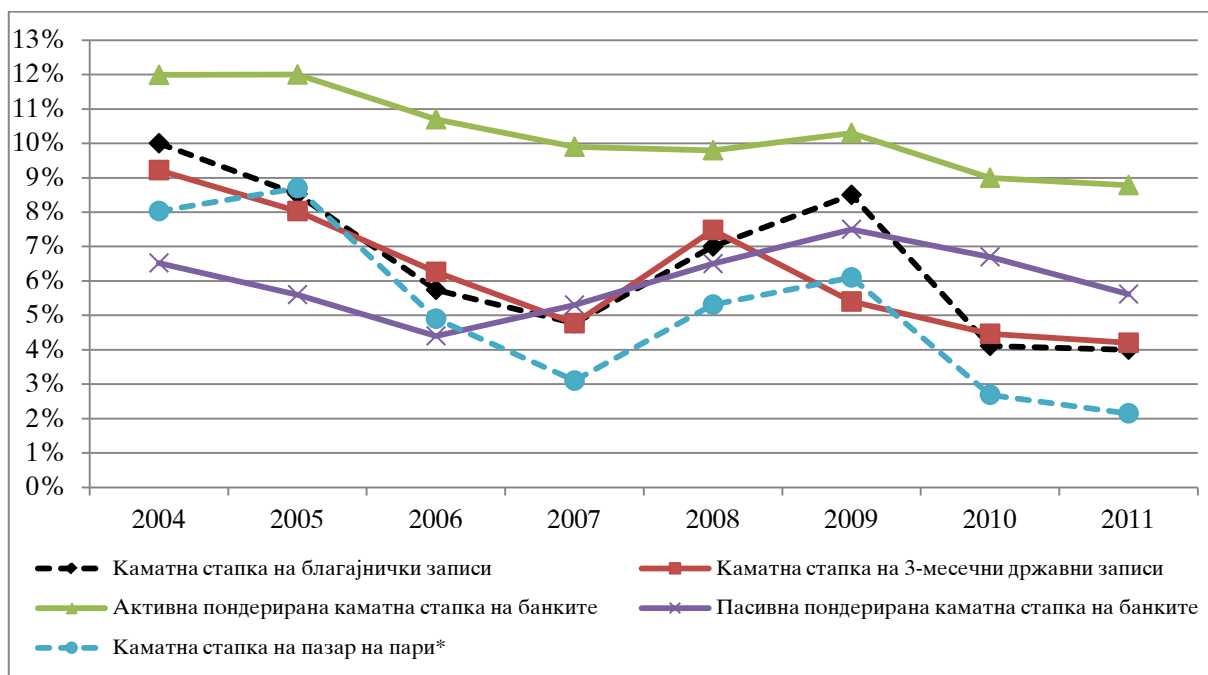
Иако дури и претходно започна да се развива пазарот на државни обврзници, фискалната политика нема големо влијание врз долгорочните каматни стапки заради карактерот на обврзниците. Имено, издадените обврзници се со одредена специфична селективна намена и за решавање на некои структурни и наследени проблеми во економијата. Ефектите од начинот на водењето на фискалната политика врз краткорочните каматни стапки и инвестициите особено дојдоа до израз со развојот на примарниот пазар на државни хартии од вредност. Во првите неколку години од воведувањето на овој нов инструмент се остваруваше прилично балансиран буџет, со „највисок“ буџетски дефицит од 0,9% од БДП остварен во 2008 година. Во такви услови, кога Македонија имаше и кредитни аранжмани од ММФ и Светска банка, финансирањето на дефицитот главно се базираше на надворешни извори, а само мал дел од новиот фискален инструмент - аукција на државни записи. Каматната стапка на државните записи со рочност од три месеци, главно, го следеше движењето на референтната каматна стапка на монетарната политика - стапката на благајнички записи на 28 дена.

Релативно експанзивната фискална политика која започна да се применува во последниот квартал од 2008 година и продолжи во 2009 година ја наметна потребата државата да се задолжува поагресивно на домашниот пазар во услови кога земјата не побара нов аранжман со ММФ по завршувањето на претходниот во август 2008 година, а условите на меѓународните пазари на капитал беа значително влошени како резултат на проширувањето на финансиската криза.

Истовремено, заради ефектите кои финансиската криза ги имаше врз реалната економија, остварените приходи во буџетот беа пониски од планираните и го зголемуваа буџетскиот јаз.

Во такви услови Министерството за финансии ги зголеми каматните стапки на државните записи од 7% на крајот на 2008 до 9% во првата половина од 2009 година со цел да обезбеди финансирање на тековните активности од буџетот. Соочена со трансферирање на вишокот ликвидни средства на банките од благајнички записи во поатраktivните државни записи, надолнето со драстично губење на девизните резерви заради огромната побарувачка за девизи и притисок за депрецијација на девизниот курс, што се појавија како резултат на експанзивноста на фискалната политика, НБРМ одговори со зголемување на каматната стапка на инструментот благајнички записи, што значеше затегнување на монетарната политика. Сигналот веднаш го следеа банките и дојде до зголемување на банкарските каматни стапки, што е прикажано на графиконот 4.31. Тоа во голема мерка ја намали инвестициската активност на приватниот сектор, што во периодот потоа негативно се одрази и врз вкупната ликвидност во реалниот сектор од економијата.

Графикон 4.31 Движење на каматните стапки во Република Македонија



* Од јануари 2010 година во серијата за пазар на пари се користени податоци за меѓубанкарската каматната стапка на пазарот на депозити MKDONIA

Извор: НБРМ и Министерство за финансии на Република Македонија

Притисокот за натамошно зголемување на краткорочните каматните стапки значително попусти од јули 2009 година, кога државата успешно се задолжи на меѓународниот пазар со издавање еврообврзница по релативно поволна каматна стапка од 4,65%. Оттогаш наваму, каматните стапки бележат тенденција на намалување, што во голема мерка се должи на контролирање на буџетскиот дефицит во таргетираните рамки и поголемата координираност на активностите на фискалната политика со оние на монетарната политика.

4.17. Истиснување (crowding out) во Република Македонија?

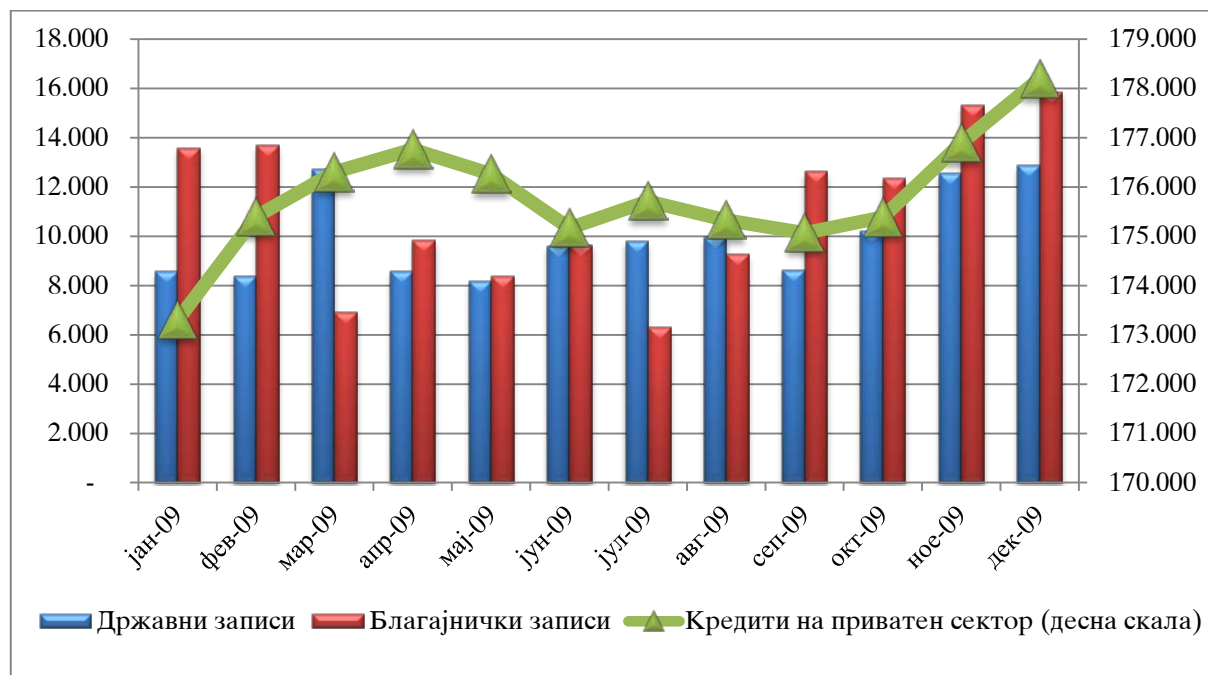
Ефектот на истиснување (crowding out) се појавува кога фискалната политика директно влијае врз агрегатната побарувачка преку јавните расходи. Притоа, директно истиснување постои кога владата со своето трошење обезбедува стоки и услуги кои ги заменуваат оние произведени од приватниот сектор. Покрај тоа, истиснување на приватниот сектор може да се врши и преку каматните стапки и девизниот курс. Во тој контекст, ќе го разгледаме однесувањето на носителите на фискалната политика во Македонија.

Имајќи ја предвид историјата на ниски буџетски дефицити во македонската економија (со исклучок на 2001 и 2002 година заради воениот конфликт), што е одраз на одговорна фискална политика, може да се каже дека таа не предизвикува директно истиснување на приватниот сектор. Анализирајќи ја структурата на јавните расходи се забележува дека трошоците за стоки и услуги немаат приоритетно место во тековните расходи и се далеку зад трошоците за плати и надоместоци и зад трансферите по разни основи кои, главно, задоволуваат социјални прашања. Исто така, расходите за стоки и услуги првенствено се насочени за задоволување на потребите на јавната администрација со производи од домашниот пазар, а мал дел се задоволува од увоз.

Одредено истиснување на приватниот сектор државата врши преку каматните стапки со својата политика на задолжување. Со нудење поатрактивна каматна стапка на аукциите на државни записи со цел тековно финансирање на јавни

расходи, државата го привлекува вишокот ликвидни средства на банките кој инаку би можел да биде инвестиран во реалниот сектор во функција на поддршка на економскиот раст. Ваквата практика особено дојде до израз во 2009 година, како што е прикажано на графиконот 4.32 подолу.

Графикон 4.32 Благајнички записи, државни записи и кредити на приватниот сектор во 2009 година (состојби, во милиони денари)



Извор: НБРМ и Министерство за финансии на Република Македонија

Од вториот квартал во 2009 година започна падот на кредитната активност на банките при што вкупно пласираните кредити во приватниот сектор евидентно се намалија во апсолутен износ. За сметка на таквото кредитно воздржување, како што може да се забележи од графиконот, дојде до пораст на средствата вложени во државни записи, но и во благајнички записи. Кога кредитите на приватниот сектор се вратија на растечката патека по октомври 2009 година, износите на државни и на благајнички записи продолжија да растат со многу побрза динамика од стапката на раст на кредитите на приватниот сектор.

Приватните инвестиции се обратнопропорционално чувствителни на промената на каматните стапки. Во такви околности расположливите средства на банкарскиот сектор за кредитирање на приватниот сектор се намалени, но истовремено и премијата за ризик од вложување на вишокот ликвидност во

реалната економија се зголемува. Македонскиот банкарски сектор се однесува опортуно кон можноста за пласирање во приватни проекти во услови кога за краткорочно вложување со највисока сигурност кај државата може да оствари релативно добра стапка на поврат.

Понатаму, зголемувањето на каматните стапки како резултат на експанзивна фискална политика во одредени периоди доведе до пораст и на пасивните каматни стапки на банкарскиот сектор, што покрај секторот население го мотивираше и секторот претпријатија да се воздржува од инвестирање и да ја стерилизира својата ликвидност со вложување кај банкарскиот сектор, меѓутоа и во државни записи на фискалната власт. Така, вкупните депозити на банкарскиот сектор во 2009 година се зголемија за 7%, во 2010 година за 14%, а во 2011 година за 9%. Порастот на штедењето вообичаено доведува до одредено дополнително истиснување на домашните приватни инвестиции.

Иако македонската економија е отворена кон странство, со оглед на ограничената либерализираност на капиталната сметка од платниот биланс, повисоките каматни стапки не привлекоа прилив на странски капитал. Оттаму, не се врши истиснување на приватните инвестиции преку механизмот на девизен курс, затоа што во услови на фиксен курс, монетарната политика не дозволува приливот на капитал да доведе до реална апрецијација на девизниот курс и застанува во одбрана на паритетот на курсот со нето откуп на странска валута на девизниот пазар.

Чекор во правец на намалување на истиснувањето на приватниот сектор кое го врши државата преку каматните стапки на инструментот аукции на државни записи е развој на секундарен пазар на државни хартии од вредност. Тоа би довело до зголемено тргување со државните хартии од вредност што ќе влијае во правец на намалување на нивната цена - каматната стапка. Пониските каматни стапки ќе влијаат во пренасочување на слободните ликвидни средства на банките во проекти во приватниот сектор кој ќе носат поврат поголем отколку пласманот во државни хартии од вредност. Заживувањето на секундарен пазар на хартии од вредност ќе влијае поттикнувачки и врз институционалните инвеститори, како инвестиционите фондови, пензиските фондови и слично, кои во недостиг на

истиот најголемиот дел од прибраните средства во моментот го пласираат во државни и благајнички записи.

4.18. Степен и механизми на координација на монетарната и фискалната политика во остварување макроекономска стабилност

Процесот на одговорност на монетарната и фискалната власт пред Парламентот се остварува преку доставување годишни извештаи и редовно информирање за одредени прашања од монетарната и фискалната политика. На тој начин се воспоставува контрола, но и соработка меѓу Парламентот и носителите на овие две значајни политики, што е многу значајно во остварување макроекономска стабилност како фундамент за економски развој. Ваквата процедура на вистинска, а не само формална контрола врз централната банка и Министерството за финансии е присутна во сите развиени земји.

Од аспект на одговорноста на монетарната политика, сите членови на Советот на НБРМ се одговорни пред Парламентот за ценовната стабилност и остварувањето на задачите на монетарната политика. Гувернерот, по сопствена иницијатива или на барање од Парламентот може да се обрати пред пратениците во врска со прашања од монетарната политика и финансискиот систем во државата. Иако не е законски обврзан, гувернерот по сопствена иницијатива или на покана може да се обрати пред релевантни комисии во Парламентот, најчесто пред Комисијата за финансирање и буџет, за да ги образложи целите на монетарната политика во наредната година, како и проекциите на Централната банка за движењата во економијата. Исто така, НБРМ најчесто доставува свои мислења по предлог законски решенија од областа на монетарната, девизната и политиката на девизен курс.

Од аспект на одговорноста на фискалната политика, Министерството за финансии е одговорно за составување на буџетот на државата, Управата за јавни приходи и Царинската управа на Република Македонија се одговорни за собирање на јавните приходи, додека Министерството за финансии за извршување на јавните расходи. Министерот за финансии го образложува и го брани предлог-буџетот во Парламентот и на различни парламентарни комисии.

Министерството за финансии управува со јавниот долг и го следи степенот на задолженост на државата.

За подобро координирање на макроекономските политики во државата, НБРМ соработува со извршната власт како носител на фискалната политика на неколку начини:

1) Владата и НБРМ заеднички го утврдуваат режимот на девизен курс, што е и законски утврдено.⁸⁵ Ова е од особено значење со оглед на тоа што монетарната стратегија во Македонија е таргетирање на девизниот курс.

2) НБРМ врши работи на фискален агент на Владата, при што меѓу другото ги спроведува аукциите на државни записи, кои се главен инструмент на Владата за домашно задолжување. Покрај тоа, не помалку значајна функција е и издавањето државни обврзници како оние за денационализација и за други селективни намени.

3) Владата претставена преку претставник од Министерството за финансии учествува на координативни состаноци во НБРМ при проектирање на ликвидноста во економијата и одлучување за мерките кои треба да се преземат во зависност од однесувањето на фискалната и монетарната политика. Проектирањето на ликвидноста во банкарскиот систем се врши на неделна основа на состаноците на Комитетот за оперативна монетарна политика. Тоа претставува основа за дневно планирање на ликвидноста, при што се вклучуваат и информации за очекуваното движење на автономните фактори на ликвидноста. Ефектите од движењето на депозитите на државата се проектираат во соработка меѓу НБРМ и Министерството за финансии. Притоа, секторот за Трезорско работење во рамки на Министерството за финансии изготвува самостојни проекции за движењето на приходите и расходите на буџетот. Таквите информации кои ги доставува токму претставникот од Министерството за финансии се од големо значење при планирање на ликвидноста во економијата.

⁸⁵ Закон за Народна банка на Република Македонија, член 7, „Службен весник на Република Македонија“ бр. 158/2010 г.

- 4) Гувернерот и министерот за финансии редовно се среќаваат за да дискутираат за прашања од монетарната и фискалната политика.

- 5) НБРМ ја информира Владата за средства примени во НБРМ по кои било основи, како и за движењата во платниот биланс и надворешната позиција на државата.

- 6) Владата се консултира со НБРМ при подготвување легислатива која се однесува на прашања од областа на целите, задачите и надлежностите на НБРМ.

- 7) Од август 2011 година, гувернерот е член на владиниот Економски совет, кој претставува координативно тело предводено од Претседателот на Владата, а во чија работа учествуваат сите министри и директори на државни агенции со економско портфолио, како и неколку надворешни економски советници. Улогата и учеството на гувернерот во едно вакво владино тело е информативна во двете насоки, односно, Централната банка е информирана за економските проекти кои ги презема извршната власт оценувајќи ги фискалните ефекти кои неминовно ќе се рефлектираат и врз монетарната политика, а од друга страна гувернерот ја информира Владата за мерките на монетарната политика и проценките на НБРМ за движењата во домашната економија.

Горенаведените механизми на координација меѓу монетарната и фискалната политика не секогаш и во секое време се практикувале подеднакво. Во последнава декада, и особено последниве три години, фискалната политика е доминантна и го одредува однесувањето на монетарната политика, која презеде акомодативна функција. Најчесто, причина за некоординираност било фокусирањето врз остварување на сопствените цели без притоа да се води сметка за последиците врз другите макроекономски политики. Периодите на послаба координираност резултирале со пораст на каматните стапки, обесхрабрување на инвестициите, зголемување на дефицитот во тековната сметка од платниот биланс, притисок врз девизниот курс на домашната валута, пад на нивото девизни резерви како одбранбен механизам на монетарната стратегија и, конечно,

пониски стапки на раст на БДП. Ваквите предизвици сами по себе истакнуват колкаво е значењето и користа за македонската економија од координирани макроекономски политики. Сепак, и покрај некоординираноста во одредени периоди, и двете политики генерално водат сметка за одржување на двата основни фундамента на макроекономската стабилност, стабилноста на општото ниво на цени и стабилноста на домашната валута.

4.19. Монетарната и фискалната политика во Република Македонија во услови на глобална криза

Иако светската економска криза во развиените економии започна во јули 2007 година, земјите од Југоисточна Европа, во кои спаѓа Македонија, започнаа да ги чувствуваат последиците од истата во последниот квартал од 2008 година. Негативните ефекти особено се засилија по февруари 2009 година, кога рејтинг агенцијата Moody's го публикува извештајот во кој предупреди од значително намалување на рејтингот на западноевропските банки кои имаа висока изложеност спрема земјите во развој од Југоисточна Европа.

Пред да настапи светската криза, македонската економија уживаше неколку добри години на релативно зголемен економски раст, со изразени капитални приливи кои ја поддржуваа кредитната експанзија која, пак, ја зголемуваше домашната побарувачка. За разлика од земјите во регионот, фискалната политика во годините пред кризата беше прилично дисциплинирана како резултат на фискалната консолидација по ефектите од воениот конфликт, и во просек буџетското салдо беше балансирано. Тоа доведе дури и до намалување на нивото на јавен долг во однос на БДП, а извозот кој претставуваше еден од генераторите на растот, заедно со големиот прилив на приватни трансфери од странство, го одржуваа дефицитот во тековната сметка од платниот биланс во прифатливи рамки.

Дефицитот во тековната сметка ги рефлектираше структурните проблеми во економијата, вклучувајќи го постојаниот јаз меѓу штедењето и инвестициите и сè уште неповолната деловна клима. Значително влошување на салдото во тековната сметка од платниот биланс се случи во 2008 година, пред сè како

резултат на драстичниот пад на приватните трансфери и забавувањето на извозот во комбинација со експанзивна фискална политика, која вклучуваше постепено зголемување на платите во јавната администрација и пензиите. Воедно, како и останатите економии од регионот, и македонската се карактеризираше со високо ниво на евроизација на финансискиот систем, при што повеќе од 50% од вкупните кредити на приватниот сектор беа во странска валута или индексирани во странска валута.

Македонија релативно добро го преброди првичниот удар од кризата кој беше насочен врз финансискиот сектор. Монетарната политика со своите мерки имаше голем удел во тоа. Примената на макропрудентни мерки и засилената супервизија на банкарскиот сектор ја зголемија неговата стабилност пред кризата. Банкарскиот сектор беше високо капитализиран, а ликвидносниот ризик беше низок. Кредитната активност на банките беше во целост покриена со домашни депозити, и истите имаа многу низок степен на изложеност кон странски извори на финансирање. Монетарната власт дополнително реагираше со пропишување ликвидносни индикатори со кои се намали ликвидносниот ризик, како и со воведување девизен депозит кај НБРМ со кој се намали кредитниот ризик на банките. Нискиот степен на интегрираност на домашниот финансиски сектор во меѓународните финансиски пазари оневозможуваше брзо одлевање на капиталот кој пристигна во годините пред кризата.

Ефектите од кризата врз македонската економија започнаа најпрво да се чувствуваат со нарушување на надворешната рамнотежа. Соочувајќи се со финансиска криза која брзо го зафаќаше и реалниот сектор во најразвиените економии во светот, надворешната побарувачка за македонските производи значително опадна во првиот квартал од 2009 година, а капиталните приливи нагло секнаа. Влошувањето на очекувањата на економските субјекти резултираше со пад и на домашната агрегатна побарувачка, а сето тоа имаше преносни ефекти со значителен пад на активноста во повеќе сектори од економијата, особено извозно-ориентираните. Историски најдлабокиот пад на ефективната странска побарувачка од 3,7%⁸⁶ и падот на цените на металите на светските берзи за околу 30% на годишна основа, особено го погодија домашниот

⁸⁶ Годишен извештај на НБРМ за 2009 година.

металопреботувачки сектор, кој е еден од клучните извозни сектори.

Истовремено, дојде до значителен пораст на надворешниот долг, од 47,4% од БДП во 2008 година до 58,4% од БДП на крајот на 2009 година.

Сето тоа се одрази врз наплатата на јавните приходи и отворање поголем буџетски јаз од проектираниот веќе во првиот квартал од 2009 година. Со цел финансирање на дефицитот, во услови на отежнато финансирање од меѓународните пазари на капитал, фискалната политика одговори со нагло зголемување на каматната стапка на државни записи за да го финансира дефицитот од домашни извори. Соочена со трансфер на средствата на банките од инструментот благајнички записи во инструментот државни записи на Владата, Централната банка одговори со зголемување на каматната стапка на благајнички записи од 7% на 9% кон крајот на март 2009 година. Активноста на банките на кредитниот пазар значително забави, сведувајќи го кредитниот раст од над 30% во 2008 година на 3,5% во 2009 година. Воздржувањето на приватниот сектор од инвестирање доведе до значително намалување на побарувачката за кредити.

Ваквите движења во економијата создадоа притисоци врз стабилноста на домашната валута при зголемена побарувачка за странска валута, првенствено евра, а намалена понуда како резултат на пониските капитални приливи и депрецираниот извоз. Во услови на режим на фиксен девизен курс, курсот не можеше да делува како апсорбирач на шоките еднав. Всушност, фиксниот курс го ограничуваše контрацикличниот одговор на монетарната политика и истата единствено можеше и беше насочена само кон одржување на номиналното сидро на постојното ниво. Така, НБРМ во рок од околу шест месеци загуби над 500 милиони евра од своите девизни резерви и истите се сведоа на моше критична долна граница (30% пониско од највисокото ниво од октомври 2008 година). Интервенциите на девизниот пазар во тој период кумулативно достигнаа 5,1% од БДП. Девизните резерви на земјата на крајот од мај 2009 година покриваа само 75% од краткорочниот долг.

Паралелно со интервенциите на девизниот пазар, НБРМ одговори на притисоците на девизниот пазар и со затегнување на монетарната политика. Покрај зголемувањето на референтната каматна стапка, НБРМ ја зголеми

стапката на издвојување задолжителна резерва на обврските на банките во девизи (од 10% на 13%) и на обврските со девизна клаузула (од 10% на 20%)⁸⁷. Понатаму, НБРМ ја зголеми каматната стапка на ломбардниот кредит од 8,5% на 10,5%. Ваквите мерки се разликуваат од активностите кои ги преземаа поголемиот дел од монетарните власти во Југоисточна Европа, кои генерално реагираа контрациклично со намалување на каматните стапки и олабавување на стапките за издвојување задолжителна резерва. Меѓутоа, ваквото затегнување на монетарната политика во Македонија во тој период беше оправдано, бидејќи билансите на банките беа во доволно добра кондиција за да ги апсорбираат ваквите мерки на монетарната власт.

Табела 4.6 Нефункционални кредити во селектирани економии (во %)

	Нефункционални кредити во однос на вкупни кредити					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Албанија	2,3	3,1	3,4	6,6	10,5	13,9
Босна и Херцеговина	5,3	4,0	3,0	3,1	5,9	11,4
Хрватска	6,2	5,2	4,8	4,9	7,8	11,2
Македонија	45,0	11,2	7,5	6,7	8,9	9,0
Црна Гора	5,3	2,9	3,2	7,2	13,5	21,0
Србија	-	-	-	11,3	15,5	16,9

Извор: IMF, Global Financial Stability Report, април 2011 г., септември 2011 г.

Табела 4.7 Стапка на поврат на капитал во селектирани економии (во %)

	Стапка на поврат на капитал					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Албанија	22,2	20,2	20,7	11,4	4,6	7,6
Босна и Херцеговина	6,2	8,5	9,0	4,3	0,8	-5,5
Хрватска	15,1	12,7	10,9	9,9	6,4	7,0
Македонија	7,5	12,3	15,0	12,5	5,6	7,3
Црна Гора	6,1	11,6	10,6	-6,6	-6,9	-27,0
Србија	6,5	9,7	8,5	9,3	4,6	5,4

Извор: IMF, Global Financial Stability Report, април 2011 г., септември 2011 г.

Кога монетарната политика има ограничено дејство, условено од режимот на фиксен девизен курс, фискалната политика беше таа која ја имаше водечката улога во справувањето со економската криза. Република Македонија, како и повеќето земји во регионот, генерално, имаше многу ограничен простор за водење контрациклична фискална политика, а уште помалку за употреба на дискрециони фискални мерки. Она што и преостана како опција беше релативно експанзивната фискална политика да ја насочи кон продуктивни трошења што ќе значат ангажирање на домашниот приватен сектор и да се потпре на дејството на

⁸⁷ Годишен извештај на НБРМ за 2009 година.

автоматските стабилизатори. Притоа, буџетското салдо во 2009 година се влоши во однос на претходната година, што беше карактеристика и за целиот регион, а и пошироко кај развиените економии од ЕУ.

Табела 4.8 Салдо на општа влада во селектирани економии

	2008				2009			
	БДП (во %)		буџетско салдо (% од БДП)		БДП (во %)		буџетско салдо (% од БДП)	
	проектирано	остварено	проектирано	остварено	проектирано	остварено	проектирано	остварено
Албанија	6,1	7,5	-5,2	-5,6	6,3	3,3	-3,0	-7,4
Босна и Херцеговина	5,5	5,7	-1,9	-3,6	5,0	-2,9	-2,5	-5,5
Хрватска	4,0	2,2	-2,4	-1,3	3,5	-6,0	-1,5	-4,1
Македонија	5,5	5,0	-1,5	-0,9	4,0	-0,9	-3,0	-2,7
Црна Гора	7,2	6,9	2,3	-0,3	5,5	-5,7	1,3	-5,3
Србија	6,0	3,8	-1,8	-2,7	5,5	-3,5	-1,5	-4,5

Извор: Пресметки на авторот и Извештаи за земјите од ММФ

Со намера да ги ублажи последиците врз реалниот сектор, Владата донесе неколку пакети антикризни мерки, следејќи го примерот на владите во повеќе земји. Основната стратегија на Владата беше со зголемени јавни инвестиции да ја поттикне домашната побарувачка и, следствено, понудата од приватниот сектор. Првиот пакет антикризни мерки беше донесен во ноември 2008 година, при што вкупниот износ на фискалниот стимул за домашната економија со овој пакет мерки беше оценет на ниво од 330 милиони евра. Мерките од овој пакет беа насочени кон претпријатијата со нарушена ликвидност и наталожени проблеми од минатото, но и кон фирмите коишто добро работат. Мерките опфатија олеснувања кај данокот на добивка, намалување на царинските давачки, намалување на стапките на социјалните придонеси, намалување на даноците за земјоделците итн.

Како втор пакет мерки Владата ја промовира осумгодишната Програма за реализација на инфраструктурни проекти во вкупен износ од околу 8 милијарди евра. Таа предвидуваше проекти во патната и железничката инфраструктура, енергетскиот сектор, станбената изградба, животната средина, спортската инфраструктура и други капитални проекти. Општа оценка е дека наведената сума е премногу амбициозна за остварување, но ангажирањето на домашниот градежен сектор во извршување капитални инвестиции на краток рок влијаеше кон намалување на негативните ефекти врз реалниот сектор.

Третиот пакет антикризни мерки, кој беше донесен во април 2009 година, опфати 70 антикризни мерки насочени кон три сегменти⁸⁸:

1. Ребаланс на Буџетот согласно со ревидираните макроекономски проекции и околностите кои брзо се менуваа. Во насока на намалување на јавните расходи се донесе привремена забрана за нови вработувања во јавната администрација, контрола врз 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, намалување на тековните и капиталните расходи на јавните претпријатија, и препорака за намалување на издатоците за локалната администрација.

2. Кредитна поддршка на претпријатијата, особено на малите и средните претпријатија од извозниот сектор. Во тоа се содржеа програми за кофинансирање и гаранции за долгорочни инвестициски кредити и субвенционирање на камата. Притоа се обезбеди кредитна линија од Европската инвестициона банка во износ од 100 милиони евра со субвенционирана каматна стапка од страна на Владата. Брзото искористување на кредитот придонесе за подоцнежнo договарање на втора таква кредитна линија од истата институција во износ од 50 милиони евра, а неодамна беше договорена и трета кредитна линија во износ од нови 100 милиони евра.

3. Други мерки за поддршка на претпријатијата коишто вклучуваа 54 мерки за поедноставување на царинското работење и побрз протек на стоките на граница, во рамки на втората фаза од процесот на отстранување на непотребната регулатива наречен „регулаторна гилотина“, прифаќање мерки предложени од страна на стопанските комори и прифаќање на дел од мерките за поддршка на превозниците.

Меѓутоа, се чини пресвртна мерка која ја презеде Владата за спречување поголем пад на реалниот БДП беше задолжувањето на меѓународниот пазар во почетокот на јули 2009 со издавање еврообврзница во износ од 175 милиони евра со

⁸⁸ Годишен извештај на НБРМ 2009 година.

релативно ниска и, со оглед на околностите, прифатлива каматна стапка од 4,65%. Тој чекор ги релаксирале економските субјекти и заедно со оптимизмот за светската економија, значително ги стабилизира очекувањата. Воедно, приливот на приватни трансфери постепено се зголемуваше, а депрецираната домашна побарувачка и ниската искористеност на капацитетите услови значителна надолна корекција на увозот, со што се ублажи негативното салдо во трговската размена.

Тоа, исто така, придонесе за намалени притисоци на девизниот пазар во втората половина на годината, при што НБРМ вршеше континуиран нето откуп на девизи и до крајот на годината нивото на девизни резерви беше над проектираното. Во вакви услови, веќе од крајот на ноември 2009 година НБРМ започна со постепено олабавување на монетарната политика со донесување одлука за намалување на каматната стапка на благајничките записи од 9% на 8,5%. До крајот на 2010 година оваа каматна стапка се намали уште неколку пати и се сведе на 4%, ниво кое се задржа и во текот на целата 2011 година. Во мај 2012 година Централната банка ја намали каматната стапка на благајничките записи на 3,75 проценти и воедно донесе други придружни мерки за монетарно олабавување.

По падот на реалниот БДП во 2009 година од 0,9% македонската економија полека започна да заздравува од светската економска криза во 2010 и 2011 година, со постепено забрзување на растот на БДП од 1,8% и 3%, соодветно. Во посткризниот период евидентна беше корекцијата на надворешните дебаланси. Дефицитот во тековната сметка од 12,4% од БДП во 2008 година се сведе на 7% од БДП во 2009 година, 2,9% од БДП во 2010 година и на 2,8% во 2011 година. И покрај високите каматни стапки и рестриктивната монетарна политика во кризниот период, се чини трошоците за задржување на паритетот на домашната валута не беа премногу високи, со оглед на тоа што рецесијата во македонската економија траеше релативно кратко и беше умерена во споредба со земјите од регионот, па и пошироко.

Во текот на 2010 и 2011 година, монетарната политика продолжи со умереното олабавување, што го дозволуваше комфорното и стабилно ниво на девизни резерви и ниската инфлација. Таа продолжи да се прилагодува на однесувањето

на фискалната политика, која е некако балансирана меѓу функцијата на поддршка на економскиот раст и обезбедувањето одржливо ниво на јавен долг на среден рок. Иако со релативно поволна надворешна позиција, ниско ниво на јавен долг, стабилна инфлација, растечки извоз и подобро очекувања, ризици сè уште постојат. Тие, пред сè, се изразени преку должничката криза која ја зафати ЕУ веднаш по светската економска криза и се заканува да се пренесе и врз земјите од Југоисточна Европа. Последиците од неа веќе се чувствуваат во Словенија, Хрватска и Србија.

Со оглед на тоа што ЕУ е најважниот трговски партнер на земјава, одредени последици има врз извозната побарувачка. Тоа воедно се рефлектираше со пад на домашната активност, при што индустриското производство дванаесет месеци во континуитет опаѓа, а БДП во првата половина од 2012 година забележа пад од 1,1%. Во првите три квартали од 2012 година повторно се чувствува ефектот од стеснување на енергетскиот биланс, а растечките цени на енергенсите ја подгреваат инфлацијата и воедно ги зголемуваат трошоците за производство. Како резултат на намалената активност, буџетските приходи во првиот квартал од 2012 година се за 9% пониски од планираните, што ја натера Владата да го коригира буџетот надолу за 5%.

Фискалната политика е непроменета во однос на претходните две години и е насочена кон зголемување на капиталните инвестиции. Но депрецираната економска активност може да доведе до промена кон нејзина поголема рестриktivност. Истовремено, Централната банка иако најави дека нема да ја менува каматната стапка на благајничките записи, тоа го стори во мај 2012 година. Исто така, таа ја намали фреквентноста на одржување на аукциите на благајнички записи и го ограничи износот кој банките можат да го запишуваат по максимално утврдена каматна стапка, при истовремено намалување на проекцијата на монетарната власт за растот на економијата во 2012 година.

Процесот на градење доверба и релативно добра координација меѓу монетарната и фискалната политика во Република Македонија се чини беше прекинат кон крајот на 2008 година, кога македонската економија започна да ги чувствува ефектите од глобалната економска криза. Особена дискоординација на

активностите на Министерството за финансии и НБРМ беше изразена во првата половина од 2009 година, кога Владата на Република Македонија ја потцени силината на кризата која го зафаќаше реалниот сектор и продолжи со релативно експанзивно фискално трошење во услови кога јавните приходи не се остваруваа според проектираната динамика. Од друга страна, монетарната власт настојуваше да го заштити финансискиот сектор и македонската економија со затегање на монетарната политика, а воедно да спречи неконтролирано губење на девизните резерви на државата.

Сепак, фискалното консолидирање во втората половина од 2009 година придонесе за релаксирање на односите меѓу носителите на фискалната и монетарната политика и од тогаш наваму започна повторно обновување на соработката и координацијата меѓу нив. Повторно воспоставената и зајакната фискална дисциплина овозможи монетарната политика да се стави во функција на поддршка на приватниот сектор за полесно надминување на кризата преку намалување на каматните стапки и постепено зголемување на кредитната поддршка, наместо да се грижи за одбрана на воспоставениот паритет на девизниот курс. Во услови на сè уште присутни ризици однадвор, потребно е натамошно зајакнување на координацијата на монетарната со фискалната политика преку одговорно однесување, транспарентност, донесување навремени и економски издржани одлуки и постојана соработка со приватниот сектор.

V. Заклучни согледувања

Бројни истражувања до денес укажаа на значењето од одржување стабилна макроекономска рамка со цел создавање услови за континуиран и одржлив долгорочен раст на економијата. Креирањето макроекономска политика со очекувања и предвидувања на движењето на основните варијабли во економијата, како што се бруто домашниот производ и инфлацијата, е еден од најважните документи во секоја економија. Во современата економска литература општа е констатацијата дека успешното конципирање и водење ефикасна макроекономска политика подразбира и имплицитно вклучува дисциплинирано и, што е уште поважно, координирано спроведување на сите политики кои ја сочинуваат целокупната макроекономска политика: политиката на плати, фискалната политика, монетарно-кредитната политика, социјалната политика, политиката на надворешен долг, платно-билансната политика, културно-образовната политика, политиката на внатрешни и надворешни работи итн.

Сите поединечни политики кои ја креираат целокупната макроекономска политика, покрај своите специфични цели, ги имаат предвид основните цели на макроекономската политика: брз и одржлив економски раст, високо ниво на вработеност, ценовна стабилност и еквилибриум во трговската размена со странство. Остварувањето на сите цели едновременно е исклучително тешко заради тоа што примената на одредени политики со цел остварување една цел може да има спротивни ефекти во остварување друга цел.

Меѓутоа, целта при креирањето на макроекономската матрица е да се обезбеди внатрешна стабилност и стабилност на надворешната позиција на земјата.

Внатрешната рамнотежа е состојба при која фактичкото производство е на или блиску до неговото потенцијално ниво или капацитет, а инфлацијата е ниска и нерастечка. Надворешна рамнотежа е состојба на тековната сметка од платниот биланс која е поддржана од приливи на капитал компатибилни со можностите за раст на една економија без притоа да се посегне кон рестрикции во трговската размена и плаќањата, при што нивото на девизни резерви е адекватно и релативно стабилно. Внатрешната и надворешната рамнотежа зависат од две

фундаментални варијабли кои ги рефлектираат основните постулати на макроекономската политика: нивото на реална домашна побарувачка и реалниот девизен курс.

Постојат четири различни комбинации на макроекономска нерамнотежа:

1. Вишок домашна побарувачка и инфлација со истовремен дефицит во тековната сметка на платниот биланс;
2. Домашна рецесија со истовремен дефицит во тековната сметка на платниот биланс;
3. Вишок домашна побарувачка и инфлација со истовремен суфицит во тековната сметка на платниот биланс;
4. Домашна рецесија со истовремен суфицит во тековната сметка на платниот биланс.

Нерамнотежите во економијата се коригираат со макроекономско прилагодување на една или повеќе политики. Макроекономското прилагодување има три клучни елементи. Еден од нив подразбира прилагодување на агрегатната побарувачка со понудата на ресурси, вториот елемент е да се овозможи релативните цени во економијата да даваат соодветни сигнали до учесниците на пазарот, преку промена на девизниот курс, каматните стапки и другите регулирани цени, и третиот елемент подразбира прилагодување на агрегатната понуда преку мерки за спроведување структурни реформи.

Кога се зборува за одредување на движењето на цените и нивото на инфлација во една економија, фокусот е врз улогата на монетарната политика. Фискалните власти пасивно го контролираат примарното буџетско салдо со цел обезбедување фискална солвентност, за кое било движење на нивото на цените. Ваквото сценарио е познато како режим на монетарна доминација или Рикардов режим. Наспроти тоа, кога движењето на буџетското салдо е егзогено и за да се постигне фискална солвентност потребно е ендогено прилагодување на ценовното ниво, фискалната политика станува активна, додека монетарната политика станува пасивна и може да го контролира само времето на инфлацијата. Ова е таканаречен режим на фискална доминација или не-Рикардов режим, а теоријата

која произлегла и е посветена на овие претпоставки е позната како фискална теорија на ценовното ниво.

Условот за фискална солвентност може да значи ограничување на опциите кои ѝ стојат на располагање на централната банка. Токму затоа е препораката за поголема независност на централната банка на која приоритет треба да ѝ биде контролирање на инфлацијата, при што таа треба стриктно да се обврзе на разбирливи и публикувани правила при водењето на монетарната политика.

Стандардниот модел на Mundell-Fleming за отворена економија *IS-LM* со мобилност на капиталот покажува како фискалната, монетарната и политиката на девизен курс може да го менуваат нивото на еквилибриум во услови на различни нивоа на мобилност на капиталот и различни режими на девизен курс. Главните заклучоци на моделот може да се сумираат на следниов начин: во услови на фиксен девизен курс најефикасен инструмент за контрола на производството е фискалната политика, додека се смета дека монетарната политика е неефективна. Доколку девизниот курс флукутира, монетарната политика е многу ефективна, дури уште повеќе доколку мобилноста на капиталот е висока. Од друга страна, фискалната политика е помалку ефективна при висока мобилност на капиталот. При флукутирачки девизен курс ниската мобилност на капиталот ја зајакнува ефективноста на фискалната политика, истовремено намалувајќи ја ефективноста на монетарната политика.

Генерално може да се заклучи дека во мала и отворена економија, иако политиката на девизен курс може да влијае врз домашната побарувачка или инфлацијата, нејзината компаративна предност е во влијанието врз тековната сметка. Резултатите од повеќе емпириски истражувања, главно, покажуваат дека ефектот на монетарно-кредитната политика врз производството се мали во услови на режим на фиксен девизен курс, а особено на долг рок.

Заради недоволната развиеност на финансискиот пазар во земјите во развој, најчесто постои силна поврзаност меѓу монетарната и фискалната политика, при што буџетскиот дефицит се финансира со позајмување од банкарскиот сектор. Според апсорпциониот пристап, буџетскиот дефицит е извор на дефицит во

тековната сметка. Меѓутоа, фискалните мерки за редуцирање на буџетскиот дефицит или зголемување на владиното штедење може негативно да влијаат врз штедењето на приватниот сектор.

Дискусиите за соодветен одговор на големи приливи на капитал и валутни кризи ја нагласуваат потребата од координација на политиките. Препорака е за време на иницијалната фаза од голем прилив на капитал кредитното затегнување да биде надополнето со фискални ограничувања за да се намали разликата меѓу каматните стапки на домашниот и меѓународниот пазар и да се намали дефицитот во тековната сметка. Се очекува намалувањето на буџетските расходи да ја намали побарувачката за неразменливи во однос на разменливи стоки, на тој начин лимитирајќи ја апрецијацијата на реалниот девизен курс.

Во однос на режимот на девизен курс, не постои општо-прифатен одговор дали фиксниот курс е конзистентен со слободна мобилност на капиталот, особено во поглед на рапидно прилагодување на глобализираните пазари на капитал. Искуството покажува дека фиксните режими се поранливи на шпекулативни напади.

Постојат, главно, две групи политики за стабилизација: политики на намалување на расходите и политики на прераспределување / реструктурирање на расходите. Политиките за намалување на расходите го прилагодуваат нивото на агрегатната побарувачка. Фискалната политика (која подразбира даноци и јавни расходи) и монетарната политика (која влијае врз каматните стапки и стапката на монетарен раст) се главните мерки за намалување на расходите. Политиките за прераспределба на расходите се мерки кои ги префрлуваат трошоците меѓу домашниот и надворешниот сектор, вообичаено преку зголемување на извозот и намалување на увозот на стоки и услуги. Главен инструмент за прераспределба на расходите е промената на девизниот курс. Структурните реформи ја зголемуваат ефективноста на политиките за стабилизација и ја подобруваат продуктивноста на економијата.

Општо-прифатен е фактот дека монетарната политика е најчесто навремен и моќен контрацикличен инструмент во услови на кризи или големи падови на

производството, додека фискалната политика дава мал стимул и тоа најчесто малку задоцнет. Исто така, постои гледиште дека централните банки ја прилагодуваат монетарната политика симетрично во текот на еден циклус, а носителите на фискалната политика реагираат асиметрично, односно, ја релаксираат политиката во услови на кризи и падови, но не ја затегаат доволно и навреме во услови на економска експанзија. Како одговор на кризата, повеќето централни банки во светот драстично ги намалија своите референтни каматни стапки и презедоа други невообичаени мерки за зголемување на ликвидноста и кредитите достапни за финансиските институции.

Во земји со недоволно либерализирани капитални текови, фискалните стимулации имаат одредени позитивни ефекти кон зголемување на домашната побарувачка, при што монетарната политика се прилагодува со стерилизирање на вишокот побарувачка. Исто така, режимот на флексибилен девизен курс, генерално, повеќе го помага побрзиот раст на производството и излезот од криза за разлика од режимот на фиксен девизен курс, дури и во економии каде што режимот на фиксен девизен курс покажува подобри резултати врз економскиот раст во годините на експанзија на економијата.

Несоодветна комбинација на политиките, или политики кои не се водат според нивните компаративни предности, може да бидат дестабилизирачки, притоа спречувајќи ги напорите за постигнување истовремена внатрешна и надворешна рамнотежа. Причини за некоординираност на политиките се тоа што носителите на фискалната и монетарната политика може да имаат различни цели, различни проекции за веројатните резултати без промени во политиките, и различни мислења за веројатните ефекти од применетите мерки на политиките врз економијата. Пример за перфектна координација на политиките е финансиското програмирање.

Инструментите на монетарната политика треба да бидат дизајнирани така што овозможуваат ефикасна реализација пред сè, на оперативните таргети. Генерално, многу е значајно тие да не го нарушуваат финансискиот пазар. Токму оваа фундаментална причина придонесе за напуштање на директните инструменти на монетарна политика кои имаат дисторзирачки карактер, како што

се директните и селективни кредити, горни граници на каматните стапки и квантитативни рестрикции на банкарските операции, и преминување кон индиректни инструменти како операции на отворен пазар, механизам на расположлив кредит и политика на задолжителна резерва.

При оценување на монетарната политика значајно е да се признаат монетарните импликации на фискалните дефицити. На една земја со експанзивна фискална политика, што во превод би значело значителен дефицит на државниот сектор, дури и во услови на потенцијално производство или полна вработеност, ќе ѝ биде потребно финансирање на буџетот, што ќе подразбере или повисоки каматни стапки или побрз монетарен раст, во зависност од тоа како се финансира буџетскиот дефицит. Во вакви услови монетарните власти кои настојуваат да ја редуцираат инфлацијата и да го намалат дефицитот во тековната сметка ќе треба да водат уште порестриктивна монетарна политика отколку што нормално би било потребно за да ја смират агрегатната побарувачка и да го забават растот на монетарните агрегати.

Ако одговорноста пред јавноста се смета за главна цел на информативната политика на централната банка, она што е значајно е информацијата која ѝ овозможува на јавноста да оцени *ex post* или *ex ante* дали централната банка е способна да го оствари нејзиниот таргет. Во настојувањето да се оствари стабилност на цените, монетарните власти користат различна монетарна стратегија, што зависи од институционалните, структурните и други карактеристики на економиите. Во последно време сè повеќе доаѓа до заменување на монетарниот таргет со таргет на инфлацијата и користење на каматните стапки.

При изборот на интермедијарен таргет монетарната власт треба да внимава тој да може лесно да се контролира со оперативниот таргет и да постои тесна врска меѓу интермедијарниот таргет и крајната цел. Централните банки не можат да дејствуваат комплетно според нивната дискреција. Некакви насоки или правила се суштински за добро водена политика. Сепак, сè уште е нејасно дали правилата и дискреционите одлуки се заемно исклучиви. Конечно, многумина денес се согласуваат дека било кој режим што се базира врз правила дозволува одредена

доза на дискреција. Колку подобро се дефинирани правилата толку поефективно и правно издржано може да се применат дискреционите политики.

Начинот на водење на монетарната политика влијае врз алокација на ресурсите во економијата. Многу од проблемите кои настануваат заради рестриktivна монетарна политика не се резултат на високи каматни стапки туку на брзорастечки каматни стапки. Доколку централната банка го контролира растот на паричната маса и го држи во согласност со целите за нивото на инфлација, би се избегнале ситуации на нагло менување на каматните стапки, кое има дестабилизирачки ефекти врз финансискиот сектор и врз реалниот сектор од економијата. Од исклучително значење за финансиските пазари е стабилноста и предвидливоста на монетарната политика.

Кредитната алокација на ресурсите базирана врз одлуки на државата не е поефикасна од одлуките на пазарот. Системот на кредитна алокација би можел да има некои ефекти на краток рок, но тој на долг рок е неефикасен. Кредитната алокација ја намалува ефикасноста на финансискиот систем, што доведува до пад на интермедијацијата под нејзиното оптимално ниво.

Емпириските анализи покажуваат дека со промена на каматните стапки нагоре малку е веројатно дека потрошувачката ќе се намали во иста пропорција како и инвестициите. Исто така, рестриktivната монетарна политика на краток рок ја прави дистрибуцијата на доходот помалку еднаква. Она за што треба да се води сметка е распределбата на доходот да биде што е можно порамномерна на подолг рок, а не тоа да се настојува да се постигне секоја година. Оттука, реалните каматни стапки во просек на долг рок може да бидат ниски, но во некои години тие ќе се зголемуваат за потребите на затегање на монетарната политика. Во тој случај распределбата на доходот многу ќе зависи каква фискална политика се имплементира.

Еден од клучните елементи за водење ефективна монетарна политика е ефикасен механизам за трансмисија преку кој монетарната политика влијае врз агрегатната побарувачка. Природата, брзината и интензитетот на трансмисија од варијаблите кои се под директна контрола на централната банка кон оние

варијабли кои најдиректно влијаат врз условите во нефинансискиот сектор, како што се каматни стапки на кредити, на депозити, цена на актива, ја детерминираат не само вкупната ефективност на монетарната политика туку и видот на инструментите кои можат ефективно да се користат.

Најупотребуван канал на трансмисија е оној преку каматните стапки, кога промените во монетарната политика предизвикуваат промени во општото ниво на каматни стапки во економијата, а тие од своја страна влијаат врз општото ниво на апсорпција преку нивните ефекти врз побарувачката за кредити и врз расположливиот доход на барателите и давателите на кредити. Промените во каматните стапки ги менуваат маргиналните трошоци на позајмување, што доведува до промени во инвестициите и штедењето и до варијации во агрегатната побарувачка. Поврзан со ова е каналот на трансмисија преку количината на кредити, кој е под силно влијание на квалитетот на банкарската актива. Покрај тоа, мерките на монетарната политика се пренесуваат до реалната економија и преку цените на активата, очекувањата (објаснети со Филипсовата крива) и девизниот курс. Овој последниов канал не функционира во услови на фиксен курс, а функционира подобро во отворени економии со голема мобилност на капиталот и развиен девизен пазар.

Политиката на девизен курс игра значајна улога во промовирање конкурентност и одржлива позиција на тековната сметка преку следење на реалниот девизен курс кој е конзистентен со надворешниот еквилибриум. На соодветно ниво на реален девизен курс една земја може да ги финансира плаќањата за стоки и услуги со приходите од извоз на стоки и услуги, очекуваните капитални приливи и, доколку е потребно, привремено намалување на девизните резерви на начин кој нема да предизвика драстична промена на монетарната политика. Одлуката за прилагодување на девизниот курс најчесто се комбинира со затегнување на монетарната и фискалната политика како дел од посеопфатна програма за прилагодување која содржи мерки за намалување и прераспределување на расходите.

Примарниот ефект на фискалната политика на краток рок е врз агрегатната побарувачка за стоки и услуги, додека на долг рок таа исто така влијае врз

штедењето, инвестициите и растот на бруто домашниот производ. Притоа, агрегатната побарувачка може да се менува под влијание на ефектот на мултипликација или ефектот на истиснување. Степенот на истиснување зависи од чувствителноста на инвестициите на промените во каматните стапки, побарувачката за пари и монетарната политика, ценовната флексибилност и отвореноста на економијата и режимот на девизен курс.

Ефектите од фискалната политика на страната на понудата најчесто имаат краткорочни последици на страната на побарувачката заради очекувањата дека растот на долг рок ќе биде поголем. Доколку фискалната експанзија е извршена преку намалување на даноците и зголемување на расходите кои се поволни за понудата, тоа ќе оди во насока на зголемување на фискалните мултипликатори.

Експанзивната фискална политика во услови на фиксен девизен курс може да доведе до платно-билансни кризи, што најчесто резултираат со напуштање на фиксниот курс. Меѓутоа, перцепциите на инвеститорите за идната фискална политика, односно самиот страв од и очекувањата за настанување криза, ја прават кризата самоисполнувачка. Овој концепт на самоисполнувачка криза сè повеќе е присутен во дебатите околу должничката криза во ЕУ, која се претвори и во валутна криза и го загрозува постоењето на еврото.

Фискалната политика треба да биде автоматска, транспарентна, кредибилна и мора да ги почитува правилата. Врската меѓу фискалната и монетарната политика се остварува преку фактот што фискалната политика ја детерминира побарувачката на државата за финансирање од банкарскиот сектор, која од своја страна влијае врз формирањето на вкупните домашни кредити, т.е. нето домашната актива, притоа игнорирајќи ги останатите ставки нето, како и врз паричната маса. Зголеменото буџетско финансирање од страна на монетарните власти бара поголема монетарна експанзија освен во случај кога доаѓа до кретење на кредитите кон приватниот сектор или намалување на резервите што, пак, рефлектира послаба позиција во платниот биланс.

Во време на финансиски кризи фискалната политика игра клучна улога во одговорот на владата на таквите кризи. Монетарната политика не е ефикасна

Доколку каматните стапки не можат да се намалат без притоа да се поттикне инфлацијата. Улогата на фискалната политика врз економскиот раст зависи од структурата на буџетските расходи, начинот на финансирање на дефицитот и времетраењето на фискалната консолидација. Пораст на трошоците за плати и надоместоци има негативен ефект врз растот, додека зголемувањето на трошоците за стоки и услуги и особено капитални инвестиции има тендеција да ја стимулира стапката на раст. Општо докажано е дека преголемото домашното задолжување како начин на финансирање го ограничува растот, бидејќи се исцрпува домашната акумулација која би се употребила продуктивно за поттикнување на растот. Подолготрајната фискална консолидација воспоставува подолгорочна рамнотежа и ја зголемува довербата на инвеститорите.

Ефикасна фискална политика е онаа која успева асиметрично да го користи дејството на автоматските стабилизатори во деловните циклуси. Доколку владите дозволуваат автоматските фискални стабилизатори целосно да делуваат при влегувањето на економијата во рецесија но, исто така, не успеваат да се воздржат од трошење во услови на зголемени приходи при експанзија, стабилизаторите може нерамномерно да делуваат и да ги фаворизираат послабите буџетски позиции. Крајниот резултат може да биде зголемен јавен долг во текот на периоди на циклични потешкотии кои не се соодветно неутрализираани кога економската активност ќе се зголеми, а економијата зајакне.

Сè повеќе влади во светот при водењето транспарентна фискална политика се базираат врз одредени прифатени фискални правила. Постојат, главно, три групи фискални правила, но најраспространето е правилото на ограничување на буџетскиот дефицит како сооднос со бруто домашниот производ. Се покажало дека политиките базирани врз правила се супериорни во однос на дискреционите политики, кои се непостојани и тендецијата на владите е да ги напуштаат претходно најавените обврски и да прибегнуваат кон дискрециони одлуки. Добро дизајнирани и соодветно имплементирани фискални правила создаваат услови за деполитизирана фискална политика, при што само релативните приоритети за трошење и даночната структура се предмет на законска, јавна или парламентарна дебата, но не и буџетското салдо кое е претходно дефинирано со правила.

Фискалната политика не е одржлива доколку сегашната и идната фискална позиција резултираат со постојан и брз раст на јавниот долг изразен како процент од бруто домашниот производ. Концептот на примарен или некаматен буџетски дефицит/суфицит прецизно ги мери ефектите од тековната дискрециона фискална политика. Политиката за управување со јавниот долг треба да обезбеди долгорочна одржливост на стабилни стапки на раст и стабилно ниво на јавен долг. Солидна структура на долгот овозможува намалена изложеност на валутни и курсни ризици. Постојење развиен ликвиден пазар за домашниот долг целосно ја елиминира или значително ја намалува потребата за монетизација на фискалниот дефицит и ги намалува трошоците на владата при позајмување средства.

Енормниот раст на јавниот долг покрај предизвикувањето неликвидност и несолвентност, влијае и врз бруто домашниот производ преку исклучување на земјите должнички од тековите на меѓународните пазари на капитал, зголемени трошоци за задолжување и значително намалување на билатералната трговија. Како надополнување на овие директни канали, должничките кризи може да влијаат врз бруто домашниот производ и индиректно со предизвикување банкарски и валутни кризи, како и преку домашни канали како што е намалување на потрошувачката и инвестициите или пад на вкупната продуктивност на факторите за производство.

Анализата на глобалната финансиска криза која го погоди светот во 2007 година укажува на тоа дека, и покрај максималната ангажираност, улогата на монетарната политика е лимитирана од нултото ниво до кое може да се спуштат каматните стапки. Приватниот сектор се воздржува од инвестирање и не реагира на пониските каматни стапки. Она што повеќето влади во развиените земји, па и во земјите, во развој го направија за да ја спасат економијата е обезбедување фискални стимулации во клучни сектори.

Искуствата за ефикасноста на фискалната политика во земјите во развој се мешани. Импулсите од автоматските стабилизатори се слаби и создаваат простор за дискрециони одлуки наместо фискални правила, а исто така, се забележува

појава на процикличност, т.е. јавните расходи имаат тенденција да се зголемуваат во периоди на економски раст, а да опаѓаат за време на рецесии.

Интеракцијата меѓу монетарните и фискалните власти е поврзана со финансирањето на буџетскиот дефицит и последиците од тоа врз раководењето со монетарната политика. Експанзивна фискална политика ја зголемува агрегатната побарувачка и влијае во насока на раст на инфлацијата. Од друга страна, активноста на монетарната политика влијае врз способноста на владата да го финансира буџетскиот дефицит преку влијание врз трошоците на сервисирање на долгот и преку лимитирање или зголемување на достапните извори за финансирање.

Неповолните макроекономски перформанси на македонската економија веднаш по осамостојувањето јасно ја наметнаа потребата од прифаќање на една поширока програма за стабилизација, која подразбираше вклучување радикални мерки на рестриктивна монетарна и фискална политика. Целта беше да се воспостави економска стабилност, но Владата на Република Македонија не секогаш имаше јасна платформа како тоа да се постигне во тие рани години од транзицијата, така што таа во голема мерка беше неуспешна.

Покрај инфлаторното финансирање на транзицијата и соочувањето со големите нефункционални кредити од социјализмот, постоеше голема некоординираност, па дури и конфликт меѓу Народната банка на Република Македонија, како носител на монетарната политика, и Владата, како носител на фискалната политика. Со оглед на фактот што почетната криза имаше значителна монетарна компонента, заклучокот е дека монетарната политика не беше најсоодветно водена.

Сепак, најслабиот дел од стабилизацијата беше фискалната политика. Буџетот не ги подмири преземените обврски спрема банките и постојано акумулираше неизмирени достасани обврски и парафискални дефицити. Дефицитите во тој период се покриваа со индиректно задолжување кај монетарната власт, што ја влошуваше состојбата на економските субјекти - корисници на буџетски средства. Девизните резерви се финансираа со монетарна емисија.

Емпириските истражувања потврдуваат дека ценовната стабилност е најдобра основна долгорочна цел на НБРМ, која е утврдена и со закон. За остварување на таквата цел императивно се наметнува потребата од соодветна усогласеност меѓу монетарната и фискалната политика. Имено, стабилноста на цените претставува рамка која го детерминира дејството на фискалната политика. Секогаш кога не постои фактичка рамнотежа и усогласеност меѓу монетарната и фискалната политика доаѓа до иницирање на спиралата плати - цени - девизен курс, со дестабилизирање на економијата.

НБРМ е независна во спроведувањето на монетарната политика. Имено, таа е слободна во изборот на инструментите со кои ќе ја остварува монетарната политика за постигнување на проектираните цели. Притоа, НБРМ не спаѓа во редот на централните банки кои сами ги избираат и дефинираат своите крајни цели. Тоа го прави Парламентот на Република Македонија за секоја година на крајот на претходната година, на предлог на НБРМ, а врз база на проекцијата на монетарната политика подготвена од страна на НБРМ. Со тоа, во практиката се јавува поделба на одговорноста за монетарната политика меѓу законодавната власт и НБРМ.

И покрај тоа што во услови на висока валутна супституција и спроведување на крупни економски реформи побарувачката за пари во Република Македонија беше нестабилна, НБРМ од монетарното осамостојување до септември 1995 година применуваше стратегија на монетарно таргетирање, при што основен агрегат кој се таргетираше беа примарните пари. Во тој период контролата врз паричната маса директно беше насочена кон остварување на ценовната стабилност, а девизниот курс беше индикатор за оптималноста на монетарната политика. Сепак, недоволната успешност на ваквата монетарна стратегија за обезбедување на економски раст, и особено за контролирање на инфлацијата и нејзино доведување во едноцифрени големини, ја наметна потребата од напуштање на стратегијата на монетарно таргетирање.

Од октомври 1995 година, како монетарна стратегија за остварување на стабилноста на цените, НБРМ користи стратегија на таргетирање на девизниот

курс. Експлицитното одредување на девизниот курс за основна интермедијарна цел на монетарната политика значеше промена на комбинацијата меѓу паричната маса и девизниот курс. Така, порастот на паричната маса се трансформира во инструмент преку кој директно се остварува стабилноста на девизниот курс, а индиректно и стабилноста на цените. Во такви услови, монетарната понуда е ендогена варијабла чие движење е детерминирано од потребата за одржување на стабилен девизен курс на денарот.

Искусството и анализите на ефектите од светската економска криза врз македонската економија покажаа дека во моментот фиксниот курс најдобро ѝ служи на монетарната политика во остварување на нејзината крајна цел - ценовната стабилност, и како номинално сидро овозможува предвидлива деловна клима и долгорочност на деловните одлуки.

Народна банка на Република Македонија, како и останатите централни банки од Источна и Централна Европа во досегашниот период користеше комбинација на директни и индиректни инструменти на монетарно регулирање. Изборот на инструментите на монетарно регулирање во почетните години од транзицијата беше ограничен во голема мерка од степенот на развиеноста на финансиските инструменти и институции. Денес, таа исклучиво се потпира врз индиректни, пазарни инструменти.

Во Македонија цената на кредитите и каматниот распон долго се одржуваа на релативно високо ниво, ограничувајќи го пристапот до капитал и дејствувајќи во насока на инхибирање на економскиот раст. Сепак, во последните неколку години се забележува тренд на намалување на активните каматни стапки и стеснување на каматните распони. Факторите што ги детерминираат движењето на каматните стапки и каматните распони во Македонија ги вклучуваат ниското ниво на штедење, ниската понуда на кредити во однос на побарувачката, недоволна конкуренција во банкарскиот сектор, незадоволителната ефикасност и профитабилност на банките и слабиот квалитет на кредитните портфолија. Пониските банкарски каматни стапки не доведоа до значително зголемување на инвестициите.

Реалниот бруто домашен производ реагира многу бавно на порастот на паричната маса и го достигнува максимумот за четири до пет периоди. Потоа во тек на следните четири периоди реалниот БДП се враќа на своето иницијално ниво, што укажува дека паричната маса не влијае перманентно врз реалниот БДП. Наспроти тоа, емпириски е докажано дека паричната маса влијае перманентно врз нивото на цените, односно врз инфлацијата во Република Македонија, кои речиси веднаш реагираат на промените на паричната маса и ефектите од таквите промени се долготрајни.

Истовремено, заклучокот е дека експанзивен фискален шок од зголемување на примарниот буџетски дефицит од 1 процентен поен, нема значајно влијание врз реалниот БДП. Некакво слабо влијание се манифестира само во тек на два месеца, по што ефектот исчезнува. Имено, монетарната политика ги неутрализира ефектите од промената на фискалната политика сè дотогаш додека таквите ефекти не исчезнат. По правило, експанзивната фискална политика во Македонија е проследена со рестриктивна монетарна политика.

Досегашното функционирање на финансискиот пазар укажува на отежнат пренос на монетарните сигнали до банкарските каматни стапки и до реалната економија. Тоа е заради постоењето перманентен структурен вишок ликвидни средства кај банките, кои својот вишок ликвидност го пласираат кај НБРМ или купуваат државни записи. Други причини се неефикасноста и високите трошоци на банкарското работење, кои ги ставаат во диспропорција каматните стапки на банките со референтната каматна стапка на НБРМ, како и слабото корпоративно управување на страната на приватниот сектор, кој резултира со неквалитетни кредитни барања и проекти.

Со преземените одлучни чекори за фискална консолидација од 1994 година започна периодот на т.н. монетарна доминација, или Рикардов режим, каде монетарната политика беше фокусирана на ценовната стабилност, а фискалната политика се прилагодуваше кон тоа со што го одржуваше примарното буџетско салдо како ендогена варијабла на ниво кое овозможува фискална солвентност. Периодот по 2002 година се карактеризира со доминација на фискалната политика во однос на монетарната. Во услови на високо рестриктивна фискална

политика, која се водеше во периодот од 2003 до 2006 година, монетарната власт одговори плашливо и со задоцнување донесуваше мерки за нејзино олабавување, што резултираше со релативно слаба поддршка на економскиот раст, иако банкарскиот сектор уживаше висока ликвидност.

Даночниот систем на Македонија што беше во примена до крајот на 1993 година, со структурата и со посебните карактеристики на даноците, со употребата на диференциран даночен третман на одделните сектори и гранки во економијата и со некритичка застапеност на даночните стимулации и олеснувања, битно отстапуваше од основните решенија во современите даночни системи, а исто така и од барањата на фискалната теорија во поглед на ефикасноста, неутралноста и транспарентноста.

Со реформирањето на даночниот систем, тој стана потранспарентен и споредлив со системите на поразвиените економии. Тоа доведе до стабилизирање на фискалната политика и избегнување на фискални кризи. Понатаму, треба да се размислува за законско регулирање на фискални правила во Република Македонија, кои би се однесувале на профилирање на фискалната политика на среден рок. За да ѝ се врати функцијата на стабилизација на фискалната политика, правилото би дозволувало порелаксирана фискална политика во периоди на слаба економска активност, но буџетските дефицити да не надминуваат 3% од БДП и да се намалуваат во периодите на експанзија проследени со засилени инфлаторни тенденции. Така, на среден рок во просек би се реализирале рамнотежни буџети.

Големината на буџетот, генерално, не претставува проблем колку што дебатата е, главно, насочена кон неповолната структура на вкупните буџетски расходи. Насоката на Република Македонија треба да биде кон ставање на фискалната политика во функција на помагање и забрзување на економскиот раст. Во таа насока треба да се менува структурата на расходите во насока на поголеми јавни инвестиции, односно, капитални трошења за сметка на тековните трошења, особено за плати и надоместоци. Нивото на остварени капитални инвестиции е ниско за земја во развој која претендира да фати приклучок во развојот со понапредните земји од Југоисточна Европа, кои веќе конвергираа со степенот на

развиеност и се приклучија во Европската унија. Поголемата активност во сферата на јавни инвестиции поттикнувачки ќе делува и врз приватните инвестиции. Насоката за подобро структурирање и искористување на собраните приходи е реформа на неефикасната и предимензионирана јавна администрација.

Ризикот од неисполнување на обврските на државата досега не се материјализираше во енормно високи буџетски дебаланси, што дава за право да се заклучи дека фискалната политика, генерално, е кредибилна и стабилна. Во услови на режим на фиксен девизен курс и ограничена либерализираност на капиталната сметка, мобилноста на капиталот во македонската економија е многу ниска. При ниска мобилност на капиталот каква што постои во македонската економија, експанзивната фискална политика го поттикнува увозот и креира дефицит во тековната сметка од платниот биланс, вршејќи притисок за депрецијација на девизниот курс на денарот.

Токму заради карактерот на режимот на девизен курс и избраната стратегија за негово таргетирање македонската економија има особено нагласена потреба од координирање на активностите на монетарната со оние на фискалната политика. Досегашното искуство покажа дека поголемото трошење на фискалните власти секогаш доведува до притисоци на девизниот пазар, што условува порестриктивна монетарна и девизна политика во насока на одбрана на таргетираниот девизен курс. Фактот што фискалната политика е, генерално, дисциплинирана, особено во последниве неколку години, овозможи порелаксирана монетарна политика и стабилизирање на нивото на девизни резерви на државата.

Фискалната политика, сè до воведувањето на инструментот државни записи во 2004 година, немаше директно влијание врз каматната политика и каматните стапки во економијата. До тој период, влијанието беше само индиректно, во онаа мерка во која однесувањето на фискалната политика го детерминираше однесувањето на монетарната политика во исполнувањето на заедничките макроекономски цели. Исто така, фискалната политика нема големо влијание врз долгорочните каматни стапки заради карактерот на пазарот на обврзници.

Одредено истиснување на приватниот сектор државата вршеше преку каматните стапки со својата политика на задолжување во 2009 година. Притоа, не се вршеше истиснување на приватните инвестиции преку механизмот на девизен курс, со оглед на тоа што монетарната политика не дозволува приливот на капитал да доведе до реална апрецијација на девизниот курс, и истата застанува во одбрана на паритетот на курсот со нето-откуп на странска валута на девизниот пазар.

Истиснувањето на приватниот сектор кое го врши државата преку каматните стапки на инструментот аукции на државни записи би се намалило со развој на секундарен пазар на државни хартии од вредност. Тоа би довело до зголемено тргување со државните хартии од вредност што ќе влијае во правец на намалување на нивната цена - каматната стапка. Заживувањето на секундарен пазар на хартии од вредност ќе влијае поттикнувачки и врз институционалните инвеститори, како инвестиционите фондови, пензиските фондови и слично, кои во недостиг на таков пазар најголемиот дел од прибраните средства во моментот го пласираат во државни и благајнички записи.

Врз основа на извршените симулации и анализи, можеме да заклучиме дека долгот на централната влада, како релевантна мерка за јавниот долг во Република Македонија, во моментот е на релативно ниско и прифатливо ниво. Сепак, неговата динамика на раст во периодот од 2009 - 2011 година загрижува со оглед на тоа што тој се зголеми за 7,6 процентни поени. Таквата динамика на раст е неодржлива дури и на среден рок со оглед на високите примарни фискални дефицити кои се остваруваа.

Анализата на фискалната одржливост покажува дека таа би се задржала со остварување примарен буџетски дефицит од 0,5% - 0,6% од БДП во еден подолг период, во симулацијата до 2030 година. Притоа, во првите неколку години по 2011 година до 2016 година, потребни се и помали примарни фискални дефицити меѓу 0,3% и 0,4% од БДП, а во 2012 година потребно е да се реализира примарен буџетски суфицит од 0,2% од БДП, за потоа од 2017 година натаму да се овозможи конвергенција кон примарен буџетски дефицит од 0,5% од БДП. При континуирана депрецијација на домашната валута и зголемување на учеството на

долгот деноминиран во странски валути, долгот рапидно би се зголемувал и би бил поскап за одржување.

Водењето фискална политика која ќе се базира врз ова ниво на примарен буџетски дефицит е доволно флексибилна да овозможи реализација на инвестициски активности во инфраструктурни и други продуктивни проекти, нема да создава притисоци врз девизниот курс на домашната валута, би овозможила порелаксирана монетарна политика и би го поттикнувала економскиот раст, притоа задржувајќи ја фискалната дисциплина и умереното ниво на задолженост на државата.

Македонија релативно добро се справи со првичниот удар од кризата кој беше насочен врз финансискиот сектор. Фиксниот курс го ограничуваше контрацикличниот одговор на монетарната политика и таа единствено можеше и беше насочена само кон одржување на номиналното сидро на постојното ниво. Паралелно со интервенциите на девизниот пазар, НБРМ одговори на притисоците на девизниот пазар и со затегнување на монетарната политика. Меѓутоа, ваквото затегнување на монетарната политика во Македонија во тој период беше оправдано бидејќи билансите на банките беа во доволно добра состојба за да ги апсорбираат ваквите мерки на монетарната власт.

При ограничено дејство на монетарната политика, фискалната политика беше таа која ја имаше водечката улога во справувањето со економската криза. Ограничениот простор за водење контрациклична фискална политика и употреба на дискрециони фискални мерки ја насочи истата кон продуктивни трошења и потпирање на дејството на автоматските стабилизатори. Основната стратегија на Владата беше со зголемени јавни инвестиции да ја поттикне домашната побарувачка и, следствено, понудата на приватниот сектор.

Веројатно поголемо олабавување на монетарната политика и не може да се очекува во услови кога сè уште постојат реални ризици однадвор. Напротив, доколку некои од ризиците, како што се поголемо намалување на надворешната побарувачка, отежнат пристап до финансирање на странските пазари и влошување на состојбата во платниот биланс, се материјализираат во поостра

форма, дури може да се очекува и затегнување на монетарната политика во 2013 година. Се чини дека во дадените услови, фискалната политика е добро поставена со умерен проектиран буџетски дефицит од 3,5% во 2012 и 2013 година и таму не може да се очекува натамошно олабавување и од аспект на внимавање на состојбата на јавниот долг.

Механизмите на координација меѓу монетарната и фискалната политика не секогаш и во секое време се практикувале подеднакво. Во последнава декада, и особено последниве три години, фискалната политика е доминантна и го одредува однесувањето на монетарната политика, која презеде акомодативна функција. Најчесто, причина за некоординираност било фокусирањето врз остварување на сопствените цели без притоа да се води сметка за последиците врз другите макроекономски политики. Периодите на послаба координираност резултирале со пораст на каматните стапки, обесхрабрување на инвестициите, зголемување на дефицитот во тековната сметка од платниот биланс, притисок врз девизниот курс на домашната валута, пад на нивото на девизни резерви како одбранбен механизам на монетарната стратегија и, конечно, пониски стапки на раст на БДП. Ваквите предизвици сами по себе истакнуват колкаво е значењето и користа за македонската економија од координирани макроекономски политики. Сепак, и покрај некоординираноста во одредени периоди, и двете политики, генерално, водат сметка за одржување на двата основни фундамента на макроекономската стабилност, стабилноста на општото ниво на цени и стабилноста на домашната валута.

Литература

1. Abbas Ali S.M. et al (2010), *Fiscal policy and the current account*, IMF Working paper 121/2010.
2. Alesina, A. and Perotti R. (1995) “Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Economies,” *Economic Policy* 21, 207-248.
3. Allsopp C. and Vines D. (2000), “The Assessment: Macroeconomic Policy”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16, No. 4.
4. Allsopp C. and Vines D. (2005), “The Macroeconomic Role of Fiscal Policy”, *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford University Press, Vol. 21(4).
5. Andres, J. and Domenech R. (2003), “Automatic Stabilizers, Fiscal Rules and Macroeconomic Stability”, *mimeo*, Universidad de Valencia, January.
6. Атанасовски Ж. (2004), *Јавни финансии*, Економски Факултет Скопје.
7. Auerbach, A. (2003), *Fiscal policy: Past and Present*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2003 (1), 75-138.
8. Bach G.L. (1971), *Making Monetary and Fiscal policy*, Washington, D.C.: Brookings Institution, pp. 3-25.
9. Bajo-Rubio, Oscar et al (2006), “Deficit Sustainability and Inflation in EMU: An Analysis from the Fiscal Theory of the Price Level”, *Journal of Economic Literature*, May 2006.
10. Barro, R. and Sala-i-Martin, X. (2004), *Economic Growth*, Second Edition, McGraw-Hill.
11. Batini, N., Harrison, R., and Millard, S. (2003), “Monetary Policy Rules for Open Economies”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 27(11–12), 2059–2094.

12. Batini N. et al (2009), *Monetary and Fiscal Rules in an Emerging Small Open Economy*, IMF Working paper 09/22.
13. Baxter M. and King R. G. (1993), "Fiscal policy in general equilibrium", *American Economic Review*, 83 (3), 315-334, June.
14. Berg A. et al (2001), *The End of an Era? The Medium- and Long-term Effects of the Global Crisis on Growth in Low-Income Countries*, IMF Working Paper No. 205/2001.
15. Berglöf E. et al (2009), *Understanding the Crisis in Emerging Europe*, European Bank for Reconstruction and Development Working Paper No. 109/2009.
16. Bernanke B. and Mihov I. (1998), "Measuring Monetary Policy", *Quarterly Journal of Economics*, CXIII (August), 869–902.
17. Bernanke B. and Woodford M. (1997), "Inflation Forecasts and Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, XXIV, 653–684.
18. Бишев Г. (1999), *Ефикасноста на банките и економскиот распад*, Народна банка на Република Македонија, работен материјал бр.7, Скопје.
19. Blanchard O. J. (2009), *Macroeconomics*, Fifth Edition, Pearson Prentice Hall.
20. Blanchard O. J. (1990), *Suggestions for a new Set of Fiscal Indicators*, OECD Working Paper No. 79.
21. Blinder S. A. (1982), *Issues in The Coordination of Monetary and Fiscal Policy*, NBER Working Paper No. 982, September.
22. Bofinger P.(2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press.
23. Bokan N. et al (2009), *The Impact of the Financial Crisis and Policy Responses in Croatia*, Croatian National Bank Working Paper No. 22.

24. Buiter W. H. (1985), "Guide to Public Debt and Deficits", *Economic Policy: A European Forum*, Vol. 1.
25. Буџет на Република Македонија за 2009 година, *Службен весник на Република Македонија* бр. 166/2008.
26. Canova F. and Pappa E. (2004), "Does it cost to be virtuous? The macroeconomic effects of fiscal constraints" in Clarida R, Frenkel J. and Giavazzi F., editors, *NBER International Macroeconomic Annual*, MIT Press.
27. Catenaro, M. (1999), *A Case for Fiscal Policy Co-ordination in Europe*, Department of Political Economy Working paper No.23, University of Milano - Bicocca.
28. Chadha, J. S. and Nolan, C. (2007), "Optimal Simple Rules for the Conduct of Monetary and Fiscal Policy", *Journal of Macroeconomics*, 29(4), 665–689.
29. Chalk N. and Hemming R. (2000), *Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice*, IMF Working Paper No. 81/2000.
30. Chen, R., Milesi-Ferretti G. and Tressel T. (2010), "Euro Area Debtor Countries: External Imbalances in the Euro Area", *mimeo*, Washington, DC: International Monetary Fund.
31. Chorng-Huey W. (2002), "Adjustment and the Internal-External Balance" in *Macroeconomic Management: Programs and Policies* edited by Mohsin S. K., Saleh M. N. and Chorng-Heuy W., IMF.
32. Clarida R., Galo J. and Gertler M. (1997), *Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory*, NBER Working Paper No. 6442.
33. Clarida, R., Galo J. and Gertler M. (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature* 37, 1661-1707.
34. Clark, Peter et al (1994), *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A framework for Analysis*, IMF Occasional Paper 115/94.

35. Coccozza E., Colabella A. and Spadafora F. (2011), *The Impact of the Global Crisis on South-East Europe*, IMF Working paper 300/11.
36. Corsetti G., Meier A. and Müller G. (2009), *Fiscal Stimulus with Spending Reversals*, IMF Working Paper 106/09.
37. Croce E., Juan-Ramon V. H. (2003), *Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison*, IMF Working Paper 145/03.
38. Currie, D. and Levine, P. (1993), *Rules, Reputation and Macroeconomic Policy Coordination*, CUP.
39. Дамчевски Ј. (2001), *Финансиската структура во Република Македонија*, магистерски труд, Економски Факултет Скопје.
40. Dahan M. (1998), *The Fiscal Effects of Monetary Policy*, IMF Working Paper No. 66/98.
41. de Rato R. (2004), “Benefits of Fiscal Consolidation”, *Presentation to the Real Academia de Doctores*, Barcelona.
42. Dixit A. and Lambertini L. (2001), *Monetary-Fiscal Policy Interactions and Commitment versus Discretion in a Monetary Union*, *European Economic Review*, 45, 977-987.
43. Dixit A. and Lambertini L. (2001), “Fiscal Discretion Destroys Monetary Commitment”, *mimeo*.
44. Erceg C. J., Guerrieri L. and Gust C. (2005), *Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 835.
45. Фити Т. и други, (1998), *Економија, макроекономски приспад*, Економски факултет Скопје.
46. Furceri D. and Zdzienicka A. (2011), *How Costly are Debt Crisis*, IMF Working Paper 280/2011.

47. Galí J., López-Salido J.D. and Vallés J. (2007), “Understanding the effects of government spending on consumption”, *Journal of the European Economic Association*, pages 227-270.
48. Giavazzi F. and Pagano M. (1990), *Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries*, NBER Macroeconomics Annual, 5:75-111.
49. Гогоски Ј. Р. (1994), *Централните банки во малии и отворени економии со посебен осврт на Народната банка на Македонија*, Економски факултет - Скопје, Скопје.
50. Gordon D. B. and Leeper E. M. (2003), *Are Countercyclical Fiscal Policies Counterproductive?* paper presented at 5th Bundesbank Spring Conference, May.
51. Greene E. J. (2002), *Overview of Macroeconomic Adjustment and Structural Reform*.
52. Hemming R., Kell M. and Mahfouz S. (2002), *The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity - A review of the Literature*, IMF Working paper 02/2002.
53. Hilbers P. (2004), *Interaction of Monetary and Fiscal Policies: Why Central Bankers Worry about Government Budgets*, paper presented at an IMF Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., May 24-June 4.
54. Hutchison M. M. and Ian N. (2005), “How Bad Are the Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking* 37: 725–52.
55. *Инструменти за монетарно регулирање во Република Македонија и мерки за нивно понајамодно усовршување*, (1998), НБРМ, февруари.
56. Jarmuzek M. et al (2006), *Fiscal Transparency in transition economies*, Centre for Social and Economic Research.
57. Јовановски Т. (1995), *Монетарна економија*, Мисла, Скопје.
58. Јовановски Т. (1974), *Девизен систем и девизно работење*, Култура, Скопје.

59. Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, New York.
60. Khan S. M. (2003), “Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy”; *RBI/IGIDR Fifth Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy*, Mumbai, India.
61. Khatiwada S. (2009), *Stimulus Packages to Counter Global Economic Crisis; A review*, International Institute for Labour Studies Discussion paper 196.
62. Kim S. and Roubini N. (2008), “Twin deficit or twin divergence? Fiscal policy, current account, and real exchange rate in the U.S.”, *Journal of International Economics*, 74(2):362-383.
63. Kohn D. L. (2009), “Interactions between Monetary and Fiscal Policy in the Current Situation”, *speech at the Conference on Monetary-Fiscal Policy Interactions, Expectations, and Dynamics in the Current Economic Crisis, Princeton University, Princeton, New Jersey, May 23*.
64. Koch B. E. (1997), *Exchange Rates and Monetary Policy in Central Europe*, Osterreichische Nationalbank, Working Paper No. 24/1997.
65. Kollmann R. (2002), “Monetary policy rules in the open economy: effects on welfare and business cycles”, *Journal of Monetary Economics*, 49: 989-1015.
66. Kopits G. (2001), *Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?* IMF Working Paper No. 145/2001.
67. Lambertini L. and Rovelli R. (2001), *Independent or Coordinated? Monetary and Fiscal Policy in EMU*, an unpublished paper of Universita di Bologna.
68. Lane R. P., Milesi-Ferretti G. M. (2011), *External Adjustment and the Global Crisis*, IMF Working Paper 197/2011.

69. Laubach T. (2007), “New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt”, *Journal of the European Economic Association*.
70. Laurens B. and de la Piedra G. E. (1998), *Coordination of Monetary and Fiscal Policies*, IMF Working paper No. 25/1998.
71. Leigh D. and Jari Stehn S. (2009), *Fiscal and Monetary Policy During Downturns: Evidence from the G7*, IMF Working paper 50/2009.
72. Leith C. and Wren-Lewis S. (2007), “Counter Cyclical Fiscal Policy: Which Instrument is Best?” *mimeo*.
73. Leith C. and Wren-Lewis S. (2000), “Interactions between monetary and fiscal policy rules”, *The Economic Journal*, 110, C93-C108.
74. Leeper E. M. (1991), “Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies”, *Journal of Monetary Economics*, 27(1): 129-147, February.
75. Levin A. et al. (2006), “Monetary Policy Under Uncertainty in Micro-Founded Macroeconomic Models”, in *Gertler M. and Rogoff K. (eds.)*, NBER Macroeconomics Annual, 2005, pp 229–387.
76. Макроекономска политика на Република Македонија за 2009 г., *Службен весник на Република Македонија* бр. 162/2008.
77. Mankiw G. (2004), *Principles of Economics*, Third Edition, Harvard University.
78. Mayer et al, (1981), *Money, Banking, and the Economy*, W.W. Norton & Company Inc.
79. Muscatelli A., Tirelli P. and Trecroci C. (2003), *The Interaction of Fiscal and Monetary Policies: Some Evidence using Structural Models*, CESifo Working Paper No.1060, Journal of Macroeconomics.
80. Narayan B. N. (1998), *Public Finance*, Anmol Publications PVT Ltd.

81. Неновски Т. (2008), *Структура на јавните финансии во Република Македонија*, Скопје.
82. Obstfeld M. and Rogoff K. (2009), *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes*, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. 7606.
83. Prasad E. and Isaac S. (2009), *table*, Brookings Institute.
84. Raghuram G. R. and Subramanian A. (2008), *Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?*, Review of Economics and Statistics, MIT Press, Vol. 90 (4).
85. Ravenna F. and Walsh C. E. (2006), “Optimal Monetary Policy with the Cost Channel”, *Journal of Monetary Economics*, 53 (2), 199–216.
86. Roberts M. J. (1995), “New Keynesian Economics and the Phillips Curve”, *Journal of Money, Credit and Banking*, XXVII 975–984.
87. Rotemberg J. and Woodford M. (1997), *An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy*, NBER Macroeconomics Annual, Cambridge, MA: MIT Press.
88. Roubini N. (2001), *Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent*, Stern School of Business, New York University.
89. Rozen H. and Gayer T. (2008), *Public Finance*, Eight edition, McGraw Hill.
90. Schmitt-Grohe, S. and Uribe M. (2005), *Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Medium- Scale Macroeconomic Model: Expanded Version*, NBER Working Papers 11417.
91. Ставрски З. (1997), *Избор на оптимална монетарна политика и инструменти за монетарно регулирање на Народна банка на Република Македонија*, Економски факултет - Скопје.
92. Стратегија за управување со јавниот долг на Република Македонија за период од 2008 до 2010 година, *Службен весник на Република Македонија* бр. 95/2008.

93. Sundararajan, V., Dattels P. and Blommestein H., eds. (1997), *Coordinating Public Debt Management*, International Monetary Fund, Washington.
94. Sutherland A. (1997), "Fiscal crisis and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy?", *Journal of Public Economics* 65: 147-162.
95. Tanzi V. (2006), *Fiscal Policy: When theory collides with reality*, Center for European Policy Studies (CEPS) Working documents 246.
96. Taylor J. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference series on public policy, 39, 195-214.
97. Трпески Љ. (2010), *Монетарна Економија*, Прво издание, Скопје.
98. Turnovsky, S.J., T. Ba, Sar AND V. D'Orey, "Dynamic Strategic Monetary Policies and Coordination in Interdependent Economies", *American Economic Review*, 78, 341-61, 1988.
99. Turnovsky, S.J. and V. D'Orey, "Monetary Policies in Interdependent Economies with Stochastic Disturbances: A Strategic Approach", *Economic Journal*, 96, 696-721, 1986.
100. van Arle, B., J. Engwerda and J. Plasmans, "Monetary and Fiscal Policy Interaction in the EMU: A Dynamic Game Approach", CESIFO working paper no. 437, 2001.
101. Васков Михајло и други, „Детерминанти на активните каматни стапки и каматните распони во Македонија“, НБРМ, 2010.
102. Величковски Игор, „Улогата и значењето на операции на отворен пазар во имплементирањето на монетарната политика - случајот на Македонија“, 2004.
103. Volume I: Macroeconomic Accounts, Analysis, and Forecasting, IMF Institute, 1999.
104. Woodford, M., "Foundations of a Theory of Monetary Policy", Princeton University Press, 2003.

105. Wren-Lewis, S., "Monetary and Fiscal Policy Interaction: The Current Consensus in the light of Recent Developments", Paper presented at the Meade Centenary Conference, Bank of England, July, 2007.
106. Wren-Lewis, Simon, "The Limits to Discretionary Fiscal Stabilization Policy", Oxford Review of Economic Policy, Vol. 16, No. 4, 2000.
107. Закон за банки, Службен весник на Република Македонија бр. 67/2007.
108. Закон за девизно работење, Службен весник на Република Македонија бр. 34/2001, и измени во Законот за девизно работење во Службен весник на Република Македонија бр. 49/2001, 103/2001, 54/2002, (32/2003 - Одлука на Уставен суд), 51/2003 и 81/2008.
109. Закон за јавен долг, неофицијален пречистен текст, Службен весник на Република Македонија бр. 62/2005. и бр. 88/2008.
110. Закон за јавни набавки, Службен весник на Република Македонија бр. 136/2007.
111. Закон за Народна банка на Република Македонија, пречистен текст, Службен весник на Република Македонија бр. 03/2002, 51/2003, 85/2003, 40/2004, 61/2005, 129/2006, 158/2010.
112. Ќировиќ Милутин, „Монетарна економија“, Европски центар за развој, Београд, 1987.
113. Willard, L., "Does Inflation Targeting Matter: A Reassessment", CEPS WP 120, Princeton University, 2006.
114. Годишен извештај на НБРМ 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011.

115. IMF, Global Financial Stability Report, April 2011, September 2011.
116. IMF World Economic Outlook, October 2011, September 2011, April 2012.
117. Стратегија за управување со јавен долг 2010 - 2012, Министерство за финансии на Република Македонија, 2009.
118. Transition Report, EBRD, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.
119. The New York Times, July 2011.
120. Останато: Извештаи и публикации на НБРМ, извештаи и публикации на Министерство за финансии на Република Македонија, извештаи и публикации на Државен завод за статистика на Република Македонија, извештаи на централни банки, банки, меѓународни финансиски организации, закони, уредби, одлуки, интернет-страници и податоци.

Прилог 1

Табела 1.1 Динамика на долгот на централната влада при сценарио со примарно салдо кое го стабилизира долгот

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ps	-0,5%	0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
β	0,982	1,007	0,991	0,991	0,986	0,986	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982

Извор: Пресметки на авторот

Табела 1.2 Динамика на долгот на централната влада при сценарио со просечно историско примарно салдо од периодот 2001 - 2010 година

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	28,2%	29,1%	29,5%	30,0%	30,2%	30,5%	30,7%	30,8%	30,9%	31,1%	31,2%	31,3%	31,5%	31,6%	31,7%	31,8%	31,9%	32,0%	32,1%	32,3%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ps^*	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
β	0,982	1,007	0,991	0,991	0,986	0,986	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982

Извор: Пресметки на авторот

Табела 1.3 Динамика на долгот на централната влада при сценарио со таргетирано ниво на долг

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	28,2%	28,9%	29,5%	30,2%	30,8%	31,5%	32,1%	32,8%	33,4%	34,1%	34,7%	35,4%	36,0%	36,7%	37,3%	38,0%	38,6%	39,3%	39,9%	40,0%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ps	-0,5%	0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
β	0,982	1,007	0,991	0,991	0,986	0,986	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982

Извор: Пресметки на авторот

Табела 1.4 Динамика на долгот на централната влада при сценарио со проектиран примарен буџетски дефицит од просечниот во периодот 2011 - 2013 година

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	28,2%	29,8%	30,4%	31,5%	32,5%	33,5%	34,3%	35,1%	35,8%	36,6%	37,4%	38,1%	38,8%	39,5%	40,3%	41,0%	41,6%	42,3%	43,0%	43,6%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
ps	-1,8%	-1,3%	-0,8%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
β	0,982	1,010	0,994	0,994	0,990	0,990	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985

Извор: Пресметки на авторот

Табела 1.5 Динамика на долгот на централната влада при сценарио со реална депрецијација

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	28,2%	29,6%	31,5%	32,9%	34,2%	35,5%	36,7%	37,9%	39,2%	40,6%	42,1%	43,6%	45,2%	46,9%	48,6%	50,5%	52,4%	54,5%	56,7%	59,0%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
π	3,9%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
g	3,0%	2,0%	2,0%	3,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	69,7%	70,7%	71,7%	72,7%	73,7%	74,7%	75,7%	76,7%	77,7%	78,7%	79,7%	80,7%	81,7%	82,7%	83,7%	84,7%	85,7%	86,7%	87,7%
ε	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
ps	-0,5%	0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
β	0,982	1,055	1,056	1,036	1,027	1,028	1,019	1,020	1,021	1,022	1,023	1,024	1,025	1,026	1,027	1,028	1,029	1,029	1,030	1,031

Извор: Пресметки на авторот

Прилог 2

Табела 2.1 Динамика на јавниот долг при сценарио со примарно салдо кое го стабилизира долгот

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	2,2%	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	1,8%	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ps	0,4%	-0,6%	0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
β	1,010	0,982	1,007	0,991	0,991	0,986	0,986	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982

Извор: Пресметки на авторот

Табела 2.2 Динамика на јавниот долг при сценарио со просечно историско примарно салдо од периодот 2001 - 2010 година

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	35,5%	35,6%	36,5%	36,9%	37,2%	37,4%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	2,2%	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	1,8%	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ps^*	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
β	1,010	0,982	1,007	0,991	0,991	0,986	0,986	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982

Извор: Пресметки на авторот

Табела 2.3 Динамика на јавниот долг при сценарио со таргетирано ниво на долг според Мастрискиот критериум

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	35,5%	36,8%	38,0%	39,3%	40,5%	41,8%	43,0%	44,3%	45,5%	46,8%	48,0%	49,3%	50,5%	51,8%	53,0%	54,3%	55,5%	56,8%	58,0%	59,3%	60,0%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	2,2%	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	1,8%	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ps	0,4%	-0,6%	0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,6%	-0,6%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,1%	-1,1%
β	1,010	0,982	1,007	0,991	0,991	0,986	0,986	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982	0,982

Извор: Пресметки на авторот

Табела 2.4 Динамика на јавниот долг при сценарио со проектиран примарен буџетски дефицит од просечниот во периодот 2010 - 2012 година

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	35,5%	36,7%	38,3%	39,7%	41,1%	42,3%	43,5%	44,4%	45,3%	46,3%	47,2%	48,1%	48,9%	49,8%	50,7%	51,5%	52,3%	53,1%	53,9%	54,7%	55,5%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
π	2,2%	3,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
g	1,8%	3,0%	2,4%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%	68,7%
ε	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
ps	-1,7%	-1,8%	-1,3%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%
β	1,010	0,982	1,010	0,994	0,994	0,990	0,990	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985	0,985

Извор: Пресметки на авторот

Табела 2.5 Динамика на јавниот долг при сценарио со реална депрецијација

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
d_{t+k}	35,5%	37,9%	39,8%	42,4%	44,3%	46,0%	47,8%	49,4%	51,1%	52,9%	54,8%	56,7%	58,8%	60,9%	63,2%	65,6%	68,1%	70,8%	73,6%	76,5%	79,7%
i^w	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
i^f	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
π	2,2%	3,9%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
g	1,8%	3,0%	2,0%	2,0%	3,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
a	68,7%	69,7%	70,7%	71,7%	72,7%	73,7%	74,7%	75,7%	76,7%	77,7%	78,7%	79,7%	80,7%	81,7%	82,7%	83,7%	84,7%	85,7%	86,7%	87,7%	88,7%
ε	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
ps	0,4%	-0,6%	0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
β	1,010	1,050	1,056	1,057	1,037	1,028	1,029	1,020	1,021	1,022	1,023	1,024	1,025	1,026	1,027	1,028	1,029	1,029	1,030	1,031	1,032

Извор: Пресметки на авторот