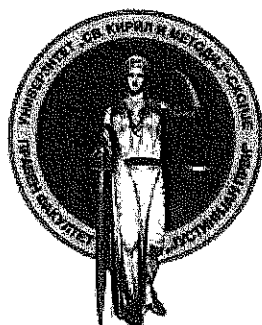


УНИВЕРЗИТЕТ “СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ”
ПРАВЕН ФАКУЛТЕТ “ЈУСТИНИЈАН ПРВИ”- СКОПЈЕ

**ГОДИШНИК
НА ПРАВНИОТ ФАКУЛТЕТ
“ЈУСТИНИЈАН ПРВИ” ВО СКОПЈЕ**

**ANNUAIRE
DE LA FACULTE DE DROIT
“IUSTINIANUS PRIMUS” DE SKOPJE**



**ВО ЧЕСТ НА
ПРОФ.Д-Р КИКИ МАНГОВА ПОЊАВИЌ**

Скопје 2014

УНИВЕРЗИТЕТ “СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ”
L'UNIVERSIT “ST CYRILLE ET METHODE”- SKOPJE

**ГОДИШНИК
НА ПРАВНИОТ ФАКУЛТЕТ
“ЈУСТИНИЈАН ПРВИ” ВО СКОПЈЕ**

ГОДИШНИК	ТОМ 50	СКОПЈЕ SKOPJE	2014
-----------------	---------------	--------------------------	-------------

**ANNUAIRE
DE LA FACULTE DE DROIT
“IUSTINIANUS PRIMUS” DE SKOPJE**

проф. д-р Весна Пендовска (Правен факултет Јустинијан Први, Скопје, Македонија)

Уредувачки одбор:

проф. д-р Александра Максимовска Велјановски (Правен факултет Јустинијан Први, Скопје, Македонија)

проф. д-р Срѓан Реџепагиќ (Универзитет во Ница, Франција)

проф. д-р Бојан Шкоф (Правен факултет во Марибор, Словенија)

проф. д-р Бобан Стојановиќ (Универзитет во Ниш, Србија)

проф. д-р Милева Ангелковиќ (Правен факултет во Ниш, Република Србија)

проф. д-р Тереза Лугариќ (Правен факултет во Загреб, Република Хрватска)

доц. д-р Јован Зафироски (Правен факултет Јустинијан Први, Скопје, Македонија)

Секретар:

м-р Елена Нешовска

Правен факултет “Јустинијан Први”

ул. “Гоце Делчев” 96 1000 Скопје, Република Македонија

Годишник на Правниот факултет “Јустинијан Први” во Скопје, објавен во чест на проф. д-р Кики Мангова Поњавиќ

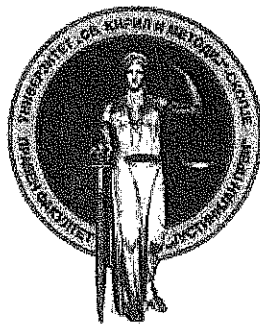
Печати: АКАДЕМСКИ ПЕЧАТ

УНИВЕРЗИТЕТ “СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ”
ПРАВЕН ФАКУЛТЕТ “ЈУСТИНИЈАН ПРВИ”- СКОПЈЕ

ГОДИШНИК

НА ПРАВНИОТ ФАКУЛТЕТ
“ЈУСТИНИЈАН ПРВИ” ВО СКОПЈЕ

ANNUAIRE
DE LA FACULTE DE DROIT
“IUSTINIANUS PRIMUS” DE SKOPJE



ВО ЧЕСТ НА
ПРОФ.Д-Р КИКИ МАНГОВА ПОЉАВИЌ

Скопје 2014

СОДРЖИНА

Трудови од областа на финасово право и сродни научни области

1. *проф. д-р Гале Галев, проф.д-р д-р Јадранка Дабовиќ Анастасовска*
ДОГОВОРНАТА КАМАТА ВО МАКЕДОНСКОТО ПРАВО3
2. *проф. д-р Владимир Кандиќјан*
ЗА КРИЗАТА И РЕФОРМАТА НА МЕЃУНАРОДНИОТ
МОНЕТАРЕН И ФИНАНСИСКИ СИСТЕМ25
3. *проф. д-р Горан Коевски*
ТЕОРЕТСКИ И ПРАКТИЧНИ РАЗЛИКИ ПОМЕЃУ ИНСТИТУТИТЕ
“ОСНОВНА ГЛАВНИНА” И “ИМОТ НА ТРГОВСКО ДРУШТВО”
ВО СЕКОЈДНЕВНОТО РАБОТЕЊЕТО НА ТРГОВСКИТЕ
ДРУШТВА 41
4. *проф. д-р Данче Манолева-Митровска*
ВИДОВИ ФЛУЧЕРСИ67
5. *проф. д-р Весна Пендовска*
ПРАВЦИ ВО РАЗВОЈОТ НА ДАНОЧНОТО ПРАВО НА
ГЛОБАЛНО НИВО И РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА..... 79
6. *проф. д-р Ванчо Узунов*
ЕКОНОМСКИОТ РАЗВОЕН МОДЕЛ НА “АЗИСКИТЕ ТИГРИ”95
7. *проф. д-р Александра Максимовска Велјановски, м-р Елена
Нешовска*
ИСТОРИСКИ РАЗВОЈ НА БУЏЕТОТ И БУЏЕТСКОТО ПРАВО 109
8. *доц.д-р Марко Андонов*
НЕКОИ АСПЕКТИ НА ТРАНСАКЦИИТЕ ПОМЕЃУ ПОВРЗАНИ
ДРУШТВА..... 125
9. *доц. д-р Јован Зафировски*
НБРМ – НЕЗАВИСНА ЦЕНТРАЛНА БАНКА
ПО ЕВРОПСКИ МОДЕЛ 147
10. *доц. д-р Јован Зафировски*
ПРАВОТО – ИЗВОР ИЛИ РЕШЕНИЕ ЗА ЕКОНОМСКАТА И
ФИНАНСИСКА КРИЗА?..... 159
11. *доц. д-р Биљана Петревска*
МЕНАЦИРАЊЕ НА ИЗВЕДБАТА НА ВРАБОТЕНИТЕ
(Performance Management)..... 171
12. *доц. д-р Дарко Спасевски*
КАРАКТЕРИСТИКИ НА ЕВРОПСКОТО ДРУШТВО (SOCIETAS
EUROPEA) КАКО ФОРМА НА ЕВРОПСКО
ТРГОВСКО ДРУШТВО 183
13. *доц. д-р Александар Стојков*
ИНТЕРТЕМПОРАЛЕН ПРИСТАП КОН ТЕКОВНАТА
СМЕТКА НА БИЛАНСОТ НА ПЛАЌАЊА - ПРЕПОРАКИ ЗА
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА 195

14. д-р Јасмина Мајстороска		
УЛОГАТА НА ИЗВОЗНАТА ПРОМОЦИЈА ВО РАЗВОЈОТ	366	
15. м-р Александар Јосимовски		
МОДЕЛИ НА ФИНАНСИРАЊЕ НА ОСИГУРУВАЊЕТО ВО		
СЛУЧАЈ НА НЕВРАБОТЕНОСТ.....	393	
16. м-р Елена Нешовска		
ДАНОЧНАТА ЕВАЗИЈА ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА –		
ФИНАНСИСКИ И КАЗНЕНИ АСПЕКТИ.....	422	
 <i>Трудови од други научни области</i>		
17. проф. д-р Мирјана Поленак Акимовска		
ЕПИДЕИКТИЧКАТА РЕТОРИКА КАКО ВИД УКРАСЕНА		
ПРОЗА	279	
18. проф. д-р Поликсена Гавроска		
КОМПАРАТИВЕН ПРЕГЛЕД НА ТОЧКИТЕ НА ВРЗУВАЊЕТО		
(ДРЖАВЈАНСТВО И ДОМИЦИЛ) ЗА СТАТУСНИТЕ ОДНОСИ		
СО СТРАНСКИ ЕЛЕМЕНТ ВО МЕЃУНАРОДНОТО ПРИВАТНО		
ПРАВО	289	
19. проф. д-р Владо Поповски		
МАКЕДОНИЈА И ПОЛИТИКАТА НА ЕВРОПСКИТЕ СИЛИ –		
БУКУРЕШТ 1913 КАКО ПОВОД.....	303	
20. проф. д-р Софија Тодорова		
АВТОРСКОТО И СРОДНИТЕ ПРАВА -ВРЕДЕН		
ИНТЕЛЕКТУАЛЕН ИМОТ	323	
21. проф. д-р Љиљана Спировиќ – Трпеновска, м-р Катерина Кочковска		
ПОСВОЈУВАЊЕТО ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА DE LEGE		
LATA & DE LEGE FERENDA.....	339	
22. проф. д-р Јадранка Дабовиќ Анастасовска, доц. д-р Неда Здравева		
ОДГОВОРНОСТ ЗА ШТЕТА ЗАРАДИ ПОВРЕДА НА ПРАВАТА		
НА ИНДУСТРИСКА СОПСТВЕНОСТ ВО ПРАВОТО НА		
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	355	
23. проф. д-р Димитар Гелев		
РТОЛЕМАЃКА – ЗА ИМОТОТ НА ПИР.....	379	
24. проф. д-р Родна Живковска		
ПРАВОТО НА СОПСТВЕНОСТ ВО ПРАВНИОТ СИСТЕМ НА		
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	407	
25. проф. д-р Тања Каракамишева-Јовановска		
ЕВРОПСКИ СТАНДАРДИ ВО ОБРАЗОВАНИЕТО	421	

26. п
У
С
Г
27. п
У
2
28. п
У
А
29. п
Е
Б
30. д
Е
31. д
д
32. д
С
Д
33. д
С
Е
34. д
Г
Г
М
35. а
А
Е
36. а
Ј
Е
37. а
С
Г
Е

26. проф. д-р Татјана Петрушевска УСВОЈУВАЊЕ НА ACQUIS COMMUNAUTAIRE (ПРАВДА, СЛОБОДА И БЕЗБЕДНОСТ) НА ЕВРОПСКАТА УНИЈА ВО ПРАВОТО НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	435
27. проф. д-р Рената Тренеска-Дескоска ИЗБОРНАТА КАМПАЊА И НЕЈЗИНОТО ФИНАНСИРАЊЕ ОД 2006 ДО 2011 ГОДИНА	457
28. проф. д-р Тони Дескоски, м-р Вангел Доковски УСЛОВОТ ЗА НЕЗАВИСНОСТ И НЕПРИСТРАСНОСТ НА АРБИТРИТЕ ВО МЕЃУНАРОДНОТО АРБИТРАЖНО ПРАВО	473
29. проф. д-р Гоце Наумовски НЕКОИ РЕЛАЦИИ МЕЃУ ГРАЃАНСКО-ПРАВНИОТ ДЕПОЗИТ И БАНКАРСКИТЕ ДЕПОЗИТИ	497
30. доц. д-р Иванка Додовска НЕЈСКИОТ МИРОВЕН ДОГОВОР ОД 27 НОЕМВРИ 1919	505
31. доц. д-р Дејан Донеv ФЕНОМЕНОТ И ЗНАЧЕЊЕТО НА МЕНАѢРСТВОТО	519
32. доц. д-р Елена Михајлова СУКЦЕСИЈАТА НА ДРЖАВИ ВО ОБЛАСТА МЕЃУНАРОДНИТЕ ДОГОВОРИ	533
33. доц. д-р Тина Пржеска СТВАРИТЕ КАКО ПРЕДМЕТ НА ПРАВОТО НА ДОГОВОРЕН ЗАЛОГ	541
34. доц. д-р Ангел Ристов, м-р Катерина Кочковска ПРАВОТО НА ПРЕТСТАВУВАЊЕ, ПРАВОТО НА ПРИРАСНУВАЊЕ И НАСЛЕДНИЧКАТА ТРАНСМИСИЈА ВО МАКЕДОНСКОТО НАСЛЕДНО ПРАВО	559
35. асс. м-р Милена Апостоловска АНАЛИЗА НА НАДЛЕЖНОСТИТЕ НА ЕУ ИНСТИТУЦИИТЕ И РЕФОРМАТА НАПРАВЕНА СО ДОГОВОРОТ ОД ЛИСАБОН	577
36. асс. м-р Есин Кранли Бајрам ЛИЧНИ СЛУЖБЕНОСТИ ВО РИМСКОТО ПРАВО (SERVITUTES PERSONARUM)	609
37. асс. м-р Милка Ракочевик ОСТВАРУВАЊЕ НА ПРАВНАТА ЗАШТИТА ВО РИМСКАТА ГРАЃАНСКА ПОСТАПКА -со посебен осврт на реализацијата на начелото на сослушување на странките	623

д-р Александар Стојков *

ИНТЕРТЕМПОРАЛЕН ПРИСТАП КОН ТЕКОВНАТА СМЕТКА НА БИЛАНСОТ НА ПЛАЌАЊА - ПРЕПОРАКИ ЗА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

УДК: 339.42.053.1(4-12) "1994/2007"

1.01 Изворна научна статија

Апстракт. Студијата ги испитува детерминантите на продлабочените дефицити на тековната сметка на платниот биланс во транзициските земји од југоисточна Европа во периодот од 1994 до 2007 година. Главната загриженост произлегува оттаму што големите дефицити можат лесно да зачекорат на неодржлива патека и да резултираат во болно приспособување со негативни последици за макро-финансиската стабилност и економскиот растеж.

Со оглед дека драматичниот растеж на финансиската глобализација во втората половина на 90-тите години на минатиот век и првата деценија од 21-иот век е само една од причините, факторите што влијаат на екстерната нерамнотежа се проучуваат преку примена на интертемпорален модел на тековната сметка. Емпириските резултати укажуваат дека остварениот дефицит на тековната сметка во претходниот период ја зголемува веројатноста истиот да се прелее и во тековната година. За разлика од напредните економии, транзициските земји од југоисточна Европа заштедуваат помал процент од порастот на доходот. Од друга страна, буџетските дефицити директно придонесуваат за влошување на позицијата на тековната сметка, особено кога се остваруваат без да се инвестира во инфраструктурата. Имајќи ги предвид аспирациите на овие економии за забрзана интеграција во Европската унија, зголемената инвестициска активност во претстојниот период допрва ќе резултира со проблеми околу финансирањето и одржливоста на дефицитот на тековната сметка.

Проценката на одржливоста на екстерната нерамнотежа во Република Македонија, преку споредба на теоретски оправданите и фактичките (остварените) вредности на салдото на тековната сметка, покажува дека во одредени години постојат забележителни пречекорувања. Од вината за длабокиот и опстојувачки дефицит на тековната сметка на македонскиот платен биланс не може да се амнестираат ниту приватниот, ниту јавниот сектор.

Клучни зборови: интертемпорална трговија; тековна сметка на билансот на плаќања; екстерна одржливост; меѓународни финансиски средства и обврски; бруто девизни резерви.

* Доцент на Правниот факултет „Јустинијан Први“ во Скопје.

JEL класификација: B22, F32, F36, F41, F43, O40.

„Најголемата ранливост на македонската економија на почетокот на глобалната криза е нејзиниот дефицит на тековната сметка во контекст на фиксниот девизен курс во однос на еврото“.

IMF (2009a)

1. Вовед

Кога би се барала Ахиловата пета на македонската економија, тогаш според неодамна објавениот извештај на Меѓународниот монетарен фонд, несомнено, тоа би бил нејзиниот дефицит на тековната сметка на платниот биланс (во понатамошниот текст: тековната сметка).¹ Речиси и не постои анализа на екстерниот сектор во Република Македонија, во која не се спомнува длабокиот структурен дефицит на тековната сметка и ризиците од евентуалното приспособување. Внимателното следење на црвеното салдо на тековната сметка, оттука, се наметнува како извонредно важен дел од напорите за одржување на финансиската стабилност на македонската економија, но и за непречено остварување на основните макроекономски цели, како што се одржливиот економски растеж и намалувањето на стапката на невработеност.

Дури и површниот преглед на поновите студии за причините и можните импликации од глобалните дебаланси (или платно-билансни нерамнотежи) упатува на огромниот интерес за ова подрачје на меѓународната макроекономика. Сосема разбирливо, емпириската литература има претежно долароцентричен карактер, со оглед дека дефицитот на тековната сметка на САД зафаќа над 70% од збирниот дефицит на тековните сметки на глобално ниво (извор: IMF, 2009b). За жал, постојат малку емпириски студии за детерминантите и импликациите од продлабочените дефицити на тековната сметка во европските транзициски економии (пр., Aristovnik и Zajc, 2001; Aristovnik, 2002, 2006; Bussière *et al.* 2004; Zanghieri, 2004; Abiad *et al.* 2007; Rahman, 2008). Освен тоа, речиси сите наведени трудови постојат само во работни верзии, наместо како објавени статии во реномирани стручни списанија, што дополнително сведочи за големиот емпириски расчекор меѓу теоријата и истражувањата на платно-билансните проблеми на овие земји.

Имајќи ги предвид важноста на дефицитот на тековната сметка и недостигот на емпириски истражувања, основните цели на трудот се: (i) да ги идентификува главните детерминанти на растечките дефицити на тековната сметка во транзициските економии од југоисточна Европа; (ii) да ја испита одржливоста на дефицитот на тековната сметка во случајот на Република Македонија, и (iii) да понуди конкретни препораки за креаторите на економската политика.

¹ Споредбата со античкиот војн за многумина е можеби и неумесна, но неспорен факт е дека македонската економија херојски издржа многу транзициски шокови и разочарувања.

Во втората секција од трудот се нагласува значењето на либерализацијата на капиталната сметка, која овозможи значително зголемена дисперзија на салдата на тековните сметки во глобални рамки. Драматичниот растеж на финансиската глобализација и интертемпоралната трговија, меѓу другото, поттикнаа импресивно разгранување на теоретските пристапи и појава на т.н. Нова макроекономика на отворената економија, што е предмет на елаборација во третата секција. Во следната секција се објаснуваат градбените блокови на предложениот интертемпорален модел на тековната сметка. Емпириската стратегија, дијагностичките тестови и резултатите од истражувањето се поместени во петтата секција. Студијата применува динамички панел модел, кој користи годишни податоци за 30 развиени и 13 транзициски економии во периодот од 1994 до 2007 година. Во примерокот доминираат развиените економии, од причини што високиот степен на либерализација на нивната капитална сметка најмногу одговара на претпоставките на избраниот теоретски модел. Со оглед на сличностите во производствената структура, трговската насоченост и нивото на економска развиеност, емпириската спецификација обезбедува издвоена проценка на коефициентите на главните детерминанти на дефицитот на тековната сметка на транзициските економии од југоисточна Европа. Во шестата секција се нуди проценка на одржливоста на дефицитот на тековната сметка на платниот биланс во Република Македонија, додека заклучните согледувања и препораки се поместени во последната секција.

2. Финансиската глобализација и надворешните нерамнотежи во земјите од Југоисточна Европа

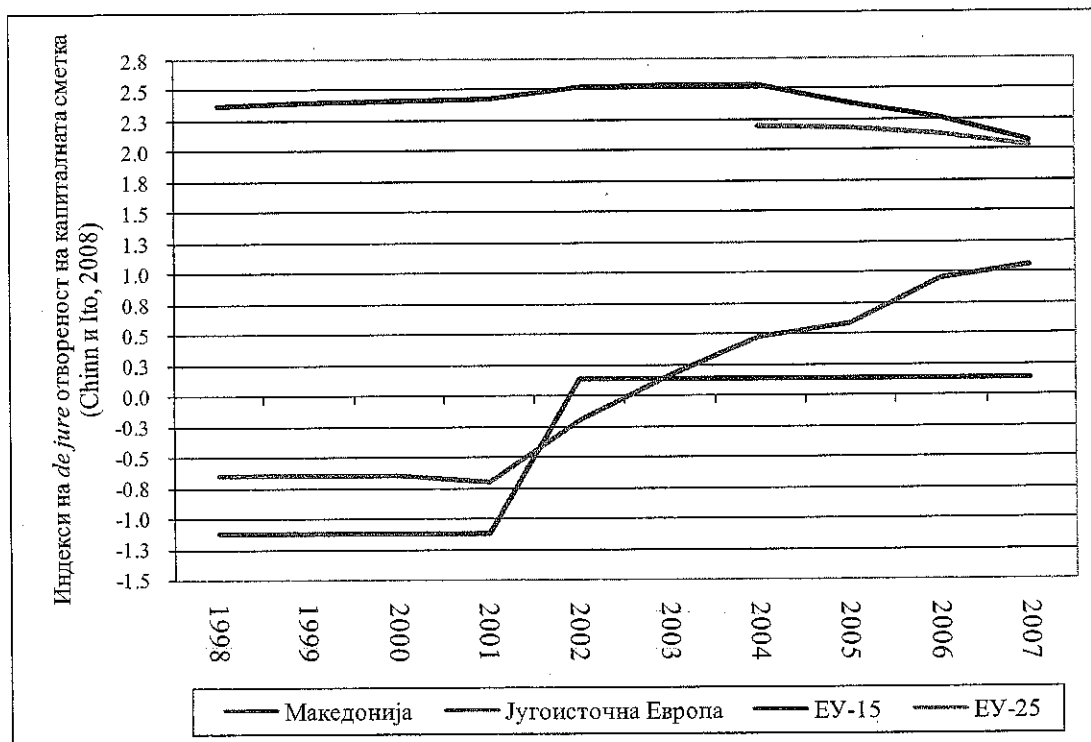
Драматичниот растеж на финансиската глобализација во втората половина на 90-тите години од минатиот век и почетокот на 21-иот век беше придружен со досега незапаметени платно-билансни нерамнотежи ширум светот (т.н. глобални дебаланси). Финансиската либерализација овозможи поефикасно распоредување на штедењето во светски рамки, односно непречено вложување во оние сектори и економии кои имаа потенцијал за брз растеж и ветуваа повисоки стапки на принос. Но, тоа предизвика и продлабочување на дефицитот на тековната сметка во земјите должнички и истовремено зголемување на суфицитот во земјите кредитори, односно зголемена дисперзија на салдата на тековните сметки на глобално ниво (Blanchard и Giavazzi, 2002; Blanchard, 2007; Yongsung *et al.* 2009).

Ниту транзициските економии од Југоисточна Европа не беа исклучок од глобалните трендови, бидејќи преку постепена либерализација на капиталните трансакции и тие ги отворија портите за значителни приливи на странски капитал.² Низа индикатори ја потврдуваат нивната зголемена

² Според класификацијата на Европската банка за обновување и развој, транзициски економии од Југоисточна Европа се: Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарија, Македонија, Романија, Србија, Хрватска и Црна Гора. Поради кратките временски серии на

изложеност кон финансиска глобализација во последнава деценија. Така на пример, индексите на *de jure* либерализацијата на капиталната сметка, конструирани од страна на Chinn и Ito (2008), укажуваат дека земјите од Југоисточна Европа прилично ја зголемија финансиската отвореност по 2000 година (Графикон бр. 1). Овој индикатор се темели на т.н. анализа на главните компоненти (*principal components analysis*) на повеќе бинарни варијабли за ограничувањата на трансакциите на капиталната сметка, кои се објавуваат во Годишниот извештај на ММФ за девизните аранжмани и девизните рестрикции. Вредностите на индексот се репозиционирани на скала од 0 до 100, при што 0 одговара на финансиска изолација на економијата, додека 100 означува највисок степен на финансиска отвореност. Според оваа студија, финансиската отвореност на македонската економија во 2007 година изнесувала 44,8%, што е значително пониско во однос на непондерираниот просек за поранешните 15 членки на ЕУ (89,2%) и подоцна, 25 членки на ЕУ (односно, ЕУ-25) (88,4%). Релативно понискиот степен на финансиска интегрираност делумно објаснува зошто македонската економија беше заобиколена од првите удари на светската финансиска криза во втората половина на 2008 година.

ГРАФИКОН БР. 1. Индикатори на *de jure* либерализацијата на капиталната сметка во Република Македонија, југоисточна Европа, ЕУ-15 и ЕУ-25, 1998-2007 година

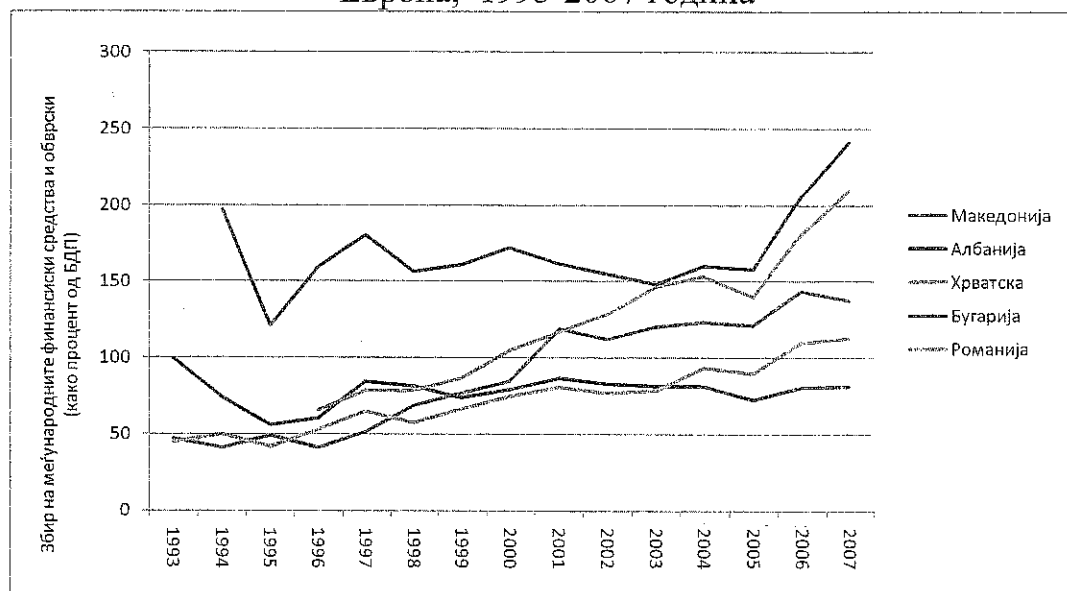


Извор: Пресметки на авторот врз основа на податоци од Chinn и Ito (2008).

квалитетни податоци, оваа студија не ги зема предвид податоците за Босна и Херцеговина, Србија и Црна Гора.

За да се стекне сеопфатен увид во степенот на финансиската глобализација, вообичаено е покрај легалните аспекти, да се земат предвид и податоците за остварените меѓународни приливи и одливи на капитал. На пример, меѓународно споредливите податоци за *de facto* изложеноста кон финансиска глобализација, објавени (подоцна, и дополнително ажурирани) од Lane и Milesi-Ferretti (2007) укажуваат дека, со исклучок на Албанија, анализираните земји од Југоисточна Европа значително го зголемиле обемот на финансиски трансакции со странство во периодот од 1998 до 2007 година (Графикон бр. 2). Наведените автори го мерат степенот на финансиска интеграција на земјата како збир на меѓународните финансиски средства (финансиските побарувања на резидентите од нерезидентите) и меѓународните финансиски обврски (финансиските обврски на резидентите кон странство), изразен како процент од БДП.³ Нивната студија покажува дека според овој критериум, Бугарија и Хрватска се најмногу изложени на финансиската глобализација во регионот на Југоисточна Европа во 2007 година - 240,9% и 209,7% од БДП, респективно. Со оглед на ниската споредбена основа во 1993 година, кога збирот на меѓународните финансиски средства и обврски на Република Македонија изнесувал 46,6% од БДП, воопшто не изненадува фактот што македонската економија успеала да ја зголеми меѓународната финансиска интеграција за речиси 3 пати во анализираниот период.

ГРАФИКОН БР. 2. Индикатори на *de facto* изложеноста на финансиска глобализација во одбрани транзициски економии од Југоисточна Европа, 1993-2007 година



Извор: База на податоци на Lane и Milesi-Ferretti (2007) [<http://www.philiplane.org/EWN.html>].

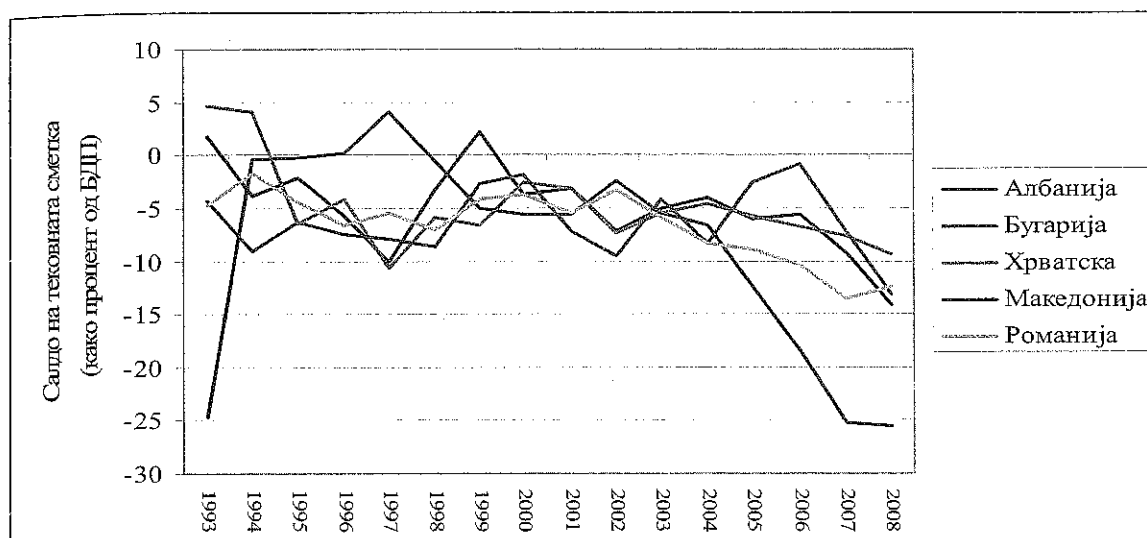
³ Податоците на Lane и Milesi-Ferretti (2007) делумно отстапуваат од националните статистики, односно Извештајот за меѓународната инвестициона позиција, со оглед дека применуваат поинаква методологија, која предвидува и корекција на вредноста на меѓународните финансиски средства и обврски (valuation effects).

Мотивите за поактивно вклучување на земјите увознички на капитал во меѓународните финансиски текови се повеќестрани: (1) дополнување на ограничените извори на национално штедење и динамизирање на инвестициската активност, што во крајна линија, се очекува да го забрза економскиот растеж; (2) оптимизирање (нивелирање) на личната и инвестиционата потрошувачка низ времето; (3) дисциплинирање на макроекономските политики, и (4) низа колатерални придобивки, како на пример, развој на домашниот финансиски сектор, подобро корпоративно управување, промовирање на специјализацијата и сл. (види: Kose *et al.* 2006; Prasad *et al.* 2007; Rodrik и Subramanian, 2008). На пример, незапаменото високите дефицити на тековната сметка во земјите од Централна и Источна Европа, се оправдуваа со нивниот огромен потенцијал за реална конвергенција кон перформансите на напредните земји-членки на ЕУ.

Продлабочувањето на меѓународната финансиска интеграција обезбеди полесен пристап до изворите за финансирање на дефицитот на тековната сметка, но од друга страна, направи голем расчекор меѓу националното штедење и бруто домашните инвестиции. Во општата еуфорија (или поточно, ЕУ-форија), малкумина зборуваа за потенцијалните опасности од финансиската глобализација и уште побитно, за домашните дисторзии и структурни проблеми што ги овозможуваат толку големите дебаланси во трговијата и тековите на капиталот. На пример, недоволно развиениот финансиски систем може да биде причина за ниска стапка на национално штедење, што се рефлектира врз дефицитот на тековната сметка. Исто така, ниското ниво на јавните инвестиции во енергетскиот сектор носи далекусежни негативни последици врз трговскиот дефицит.

Токму тоа е и една од основните цели на трудот: да ги проучи релевантните дисторзии (детерминанти) на драстично зголемените дефицити на тековната сметка во земјите од југоисточна Европа (Графикон бр. 3). Досегашните студии на платно-билансните проблеми во Република Македонија главно ги анализираа трендовите и структурата на извозот и увозот на добра и услуги, со повремени осврти на исклучително поволните ефекти од паричните дознаки од странство. Тие редовно завршуваа со констатации за структурните слабости на македонската економија и со препораки од неомеркантилистичка провиниенција, во кои се нагласува итноста од динамизирање на извозот.

ГРАФИКОН БР. 3. Салдо на тековната сметка на платниот биланс во одбрани транзициски економии од Југоисточна Европа, 1993-2008 година (во проценти од БДП)



Извор: IMF World Economic Outlook online database (January 2010) и податоци од Народната банка на Република Македонија.

Во оваа студија е избрана поинаква перспектива кон платно-билансните проблеми на македонската економија, која се потпира на примена на интертемпорален модел при испитувањето на детерминантите на длабоките и опстојувачки дефицити на тековната сметка во Република Македонија. Од тие причини, следните две секции сосема накусо ги објаснуваат интелектуалната основа, градбените блокови и клучните пораки на моделот.

3. Новата макроекономика на отворената економија и дефицитот на тековната сметка

Во последните шеесетина години, меѓународната макроекономика доживеа импресивна еволуција во аналитичкото разбирање на детерминантите на тековната сметка на платниот биланс. Спротивно на Куновата теорија за замена на парадигмите, теоретскиот напредок се разгрануваше на паралелни патеки и нудеше алтернативни пристапи за анализа на платно-билансните проблеми. Теоретските пробиви не се должеа само на откриените слабости кај дотогаш доминантните пристапи, туку и на брзите промени што ги предизвикуваше зголемената меѓународна финансиска интеграција. Имено, во 50-тите години на минатиот век доминираа традиционалните кејнзијански модели на трговски текови (еластичитетниот и апсорпциониот пристап кон платниот биланс), но се појавија и нукулците на монетарниот пристап кон платниот биланс (Polak, 1957). Подоцна, во 60-тите години беа развиени кејнзијанските модели на отворената економија во кои имаше значајно место

за меѓународната мобилност на капиталот (на пример, Мандел-Флеминговиот модел), а кон крајот на истата деценија беа направени и пионерски напори во формулирањето на портфолио теоријата на платниот биланс (Tobin, 1969). Потоа, 70-тите години од минатиот век минаа во знакот на исклучително популарниот монетарен пристап кон платниот биланс (види: Кандикјан, 1991). Влијателната работа на фундаменталните рамнотежни девизни курсеви на Williamson (1985) ги постави темелите на пристапот на макроекономска рамнотежа при анализата на платниот биланс во 80-тите години на минатиот век. Интересен факт е дека секој нов теоретски пристап само ги прошируваше видиците и ги засенуваше, но не и уништуваше, претходните придонеси кон анализата на (тековната сметка на) платниот биланс.

Зајакнувањето на макроекономските темели на макроекономската анализа и унапредувањето на економетриските техники создадоа плодна почва за појава на т.н. Нова макроекономика на отворената економија на почетокот на 80-тите години од минатиот век (Singh, 2007). За разлика од конвенционалните не-оптимизирачки модели на трговскиот биланс и тековната сметка, новата теоретска насока: (1) нуди детаљно разработени макроекономски основи на однесувањето на потрошувачите и инвеститорите; (2) развива модели на општа економска рамнотежа, втемелени на пореалистични претпоставки за постоење на несовршено конкурентни пазари и номинална ригидност, и (3) користи ригорозна математичка пресметка на импликациите врз економската благосостојба од определени одлуки на креаторите на економската политика.

Интелектуалната фаланга на Новата макроекономика на отворената економија се моделите за динамичка оптимизација, односно интертемпоралните модели на тековната сметка и девизниот курс, кои се темелат на претпоставката за непречена меѓународна мобилност на капиталот. Според овие модели, дефицитот или суфицитот на тековната сметка не мора секогаш да имаат третман на екстерна нерамнотежа, бидејќи рационалните економски агенти настојуваат да ги оптимизираат (нивелираат) потрошувачката и инвестициите низ времето. Користите од оваа т.н. интертемпорална трговија најмногу доаѓаат до израз доколку земјите со понизок доход се потпираат на странски капитал за да ја финансираат зголемената тековна инвестициска активност, односно увезуваат „сегашна“ (инвестициона) потрошувачка. Тоа неминовно води кон подлабок дефицит на тековната сметка, но набљудувано во подолг хоризонт, овие економии го зголемуваат потенцијалниот БДП, што им овозможува да ги вратат позајмените средства и да извезуваат „идна“ потрошувачка.

Имајќи предвид дека економскиот профил на земјите од југоисточна Европа во задоволувачка мера одговара на претпоставките на интертемпоралните модели, во продолжение ќе биде аналитички разработен и тестиран едноставен модел на тековната сметка на платниот биланс.

4. Аналитичка рамка на интертемпоралниот модел на тековна сметка

Аналитичката рамка на интертемпоралниот модел на тековната сметка се темели на теоретскиот пробив на Obstfeld и Rogoff (1995), кој подоцна беше дополнет од страна на Bussière *et al.* (2004). Избраната верзија спаѓа во класата на интертемпорални модели, која врши разграничување меѓу кредитно неспособни (ликвидносно ограничени или не-рикардијански) и кредитно способни (ликвидносно „неограничени“ или рикардијански) потрошувачи. Моделот почива на претпоставките за мала и отворена економија соочена со константна реална каматна стапка, која е определена на глобалниот пазар на капитал. Производството, инвестициите, јавната потрошувачка и паушалните даноци се егзогени варијабли и сите се изразени во *per capita* термини.

Според моделот на репрезентативен агент, поединецот кој ја населува малата и отворена економија ја максимизира корисноста во текот на животниот век (U_1^j), а таа пак, зависи од нивоата на потрошувачка во два периоди (c_1^j и c_2^j):

$$U_1^j = u(c_1^j) + \beta * u(c_2^j), \quad 0 < \beta < 1. \quad [1]$$

каде β е т.н. субјективен дисконтен фактор, кој ја мери нетрпеливоста на поединецот да троши. На пример, колку β е поблиску до 1, толку е поголемо трпението на поединецот да ја одложува тековната потрошувачка, а доколку β е еднаква на 1, тогаш тој им припишува иста вредност и на сегашната и идната потрошувачка. Другиот екстрем е кога β е приближна на 0, при што поединецот е многу нетрпелив и потрошувачката ја концентрира во тековниот период.

Дел од населението не може да ја оптимизира потрошувачката низ времето, бидејќи нискиот доход не му обезбедува задоволителна кредитна способност. Оттука, кредитно-неспособните потрошувачи се принудени да го трошат целиот расположлив доход (DY_t^{NR}) во одделен период, односно:

$$DY_1^j = c_1^j, DY_2^j = c_2^j \quad [2]$$

Потрошувачката на ликвидносно ограничениот сегмент од населението е еднаква на расположливиот доход, односно на аутпутот (Y_t) минус инвестициите (I_t) минус даноците (T_t):

$$C_t^{NR} = Y_t - I_t - T_t = DY_t^{NR} \quad [3]$$

Од друга страна, кредитно способните потрошувачи имаат можност да прават меѓувременски поместувања на потрошувачката и да се однесуваат во согласност со стандардниот интертемпорален модел на тековната сметка. Според тоа, агрегатната потрошувачка (\bar{C}_t) претставува пондериран просек на потрошувачката на не-рикардијанските (C_t^{NR}) и рикардијанските потрошувачи (C_t^R):

$$\bar{C}_t = \lambda C_t^{NR} + (1 - \lambda) C_t^R \quad [4]$$

каде λ и $(1 - \lambda)$ ги прикажуваат учествата на двата вида потрошувачи во вкупното население. Разграничувањето на кредитно способни и неспособни потрошувачи овозможува поподробно да се анализираат посебностите на транзициските економии, бидејќи значаен процент од нивното население не е во состојба да се задолжува на финансиските пазари.

Следната претпоставка на моделот во однос на однесувањето на кредитно-способните потрошувачи е дека корисноста во одделен период (интра-темпоралната корисност) не зависи само од остварената (актуелната) потрошувачка, туку и од отстапувањето во однос на агрегатната потрошувачка во минатиот период. Процентот (γ) со кој индивидуалната потрошувачка го надминува нивото на агрегатната лична потрошувачка во минатиот период го наоѓа своето теоретско оправдување во концептот на надворешно наметнати (или екстерни) навики. Објаснувањето на личната потрошувачка преку меѓузависната корисност, во основа, е аналитичка разработка на познатата хипотеза за демонстрациониот ефект во потрошувачката, односно „држењето чекор со Џонсови“.⁴ Оттука, не е само битно апсолутното ниво на индивидуалната потрошувачка, туку и неговата промена во однос на агрегатната потрошувачка во претходниот период (Abel, 1990; Campbell and Cochrane, 1995).

Со натамошно изведување на равенките, крајната спецификација на потрошувачката на кредитно способните потрошувачи го добива следниот облик:

$$C_t^R = \frac{\gamma}{1+r} \bar{C}_{t-1} + \left(1 - \frac{\gamma(1-\lambda)}{1+r}\right) r B_t^P + \left(1 - \frac{\gamma}{1+r}\right) \frac{r}{1+r} E_t \sum_{s=t}^{\infty} \frac{Y_s - I_s - T_s}{(1+r)^{s-t}}$$

[5]

⁴ На пример, теоретскиот придонес на моделот за утврдување на цената на активата на Abel (1990) се состои во сознанието дека сегашните потрошувачки одлуки зависат од потрошувачката на поединецот во претходниот период (т.н. интерни навики) и потрошувачката на референтна група потрошувачи (на пример, соседите) во минатиот период (т.н. екстерни или надворешно наметнати навики).

каде C_t^R е потрошувачката на кредитно способните потрошувачи, γ е процентот за кој индивидуалната потрошувачка ја надминува агрегатната побарувачка во минатиот период (\bar{C}_{t-1}), r го означува приносот на нето странската актива на приватниот сектор (B_t^P), E_t е оператор на очекуваниот поток на идните нето доходи, а λ и $(1-\lambda)$ се учествата на кредитно способните и неспособните потрошувачи во вкупното население, респективно. Со оглед дека функцијата на агрегатната потрошувачка е збир на потрошувачката на двата вида потрошувачи, равенката [5] се вклучува во финалната спецификација на детерминантите на тековната сметка.

Според еден од централните макроекономски идентитети, тековната сметка од билансот на плаќања (или нето националното штедење) е еднаква на промената на нето меѓународните финансиски средства на приватниот и јавниот сектор:

$$CA_t = B_{t+1} - B_t = \underbrace{r B_t}_{\text{БНП}} + \underbrace{\bar{Y}_t}_{\text{БДП}} - I_t - G_t - \bar{C}_t \quad [6]$$

Исто така, идентитетот покажува дека тековната сметка е еднаква на збирот од приносот на нето меѓународните финансиски средства ($r \cdot B_t$) и нето производот (брuto домашен производ минус износот на брuto инвестициите и јавната потрошувачка), намален за износот на агрегатната побарувачка. Терминот „нето производ“ не кореспондира на ниту една од познатите макроекономски категории во системот на национални сметки, односно претставува само пресметковна (интермедијарна) категорија за потребите на моделот.

Со низа трансформации, финалната емпириска спецификација на динамичкиот модел на тековната сметка го добива следниот израз:

$$CA_t = (1-\lambda)\gamma CA_{t-1} + \lambda(T_t + r B_t^G - G_t) + \frac{\lambda(1-\lambda)}{1+r} \Delta NO_t + (1-\lambda) \left(1 - \frac{\gamma}{1+r}\right) (NO_t - E_t \tilde{NO}_t) \quad [7]$$

каде, коефициентот на претходната вредност на тековната сметка (CA_{t-1}) зависи од учеството на кредитно способните потрошувачи во вкупното население $(1-\lambda)$ и степенот на перзистентност (непроменетост) на навиките (γ). Поинаку кажано, остварениот дефицит на тековната сметка во претходниот

период ја зголемува веројатноста истиот да се прелее и во тековната година. На тој начин, моделот нуди теоретско оправдување зошто годинешниот дефицит или суфицит на тековната сметка во голема мера зависи од минатогодишните остварени вредности на тековната сметка.

Изразот $(T_t + r B_t^G - G_t)$ е приближен индикатор на салдото на консолидираниот или општиот владин буџет (паушални даноци плус принос на нето меѓународните финансиски средства на јавниот сектор минус јавна потрошувачка). Внесувањето на буџетскиот дефицит или суфицит како објаснувачка варијабла овозможува тестирање на хипотезата за близначки дефицити (twin deficit hypothesis). Таа претпоставува дека намалувањето на буџетскиот дефицит ќе придонесе за намалување на дефицитот на тековната сметка, односно дека е можна т.н. стратегија на таргетирање на тековната сметка. Конечно, ΔNO_t ја означува промената на нето производот, а коефициентот пред оваа варијабла го доловува градуелното приспособување на потрошувачката при промена на нето производот.

Последниот израз во равенката го сочинува јадрото на интертемпоралниот модел на тековната сметка и го прикажува отстапувањето на актуелниот (NO_t) од перманентниот нето производ (\tilde{NO}_t). Со оглед дека нето производот е еднаков на бруто домашниот производ намален за бруто домашните инвестиции и јавната потрошувачка, овој израз во основа се состои од три отстапувања:

$$NO_t - E_t \tilde{NO}_t = Y_t - I_t - G_t - \left(\tilde{Y}_t - \tilde{I}_t - \tilde{G}_t \right) = Y_t - \tilde{Y}_t + \tilde{I}_t - I_t + \tilde{G}_t - G_t \quad [8]$$

каде: (1) изразот $Y_t - \tilde{Y}_t$ го прикажува отстапувањето на актуелното од перманентното ниво на бруто домашниот производ, (2) изразот $\tilde{I}_t - I_t$ е отстапување на инвестициите од перманентното ниво на инвестиции, додека (3) изразот $\tilde{G}_t - G_t$ е отстапување на јавната потрошувачка од перманентното ниво на јавната потрошувачка. Перманентното ниво на една варијабла кореспондира на концептот за перманентен доход на Милтон Фридман, односно означува „хипотетичко константно ниво на варијаблата со иста сегашна вредност, како и на самата варијабла“ (Obstfeld и Rogoff, 2002, стр. 74). Иако наликува на потенцијален БДП, перманентното ниво на БДП претставува суштински и методолошки различен концепт, кој е првенствено ориентиран кон иднината.

Колку за илустрација, повисокиот актуелен од перманентен БДП би влијаел врз подобрување на салдото на тековната сметка $Y_t > \tilde{Y}_t$. Од друга страна, доколку сегашната јавна потрошувачка е повисока од перманентното ниво на оваа варијабла $G_t > \tilde{G}_t$, тогаш тоа ќе се рефлектира како дефицит на тековната сметка, што секако важи и за бруто домашните инвестиции.

Следната секција нуди попрецизен приказ на импликациите од моделот, бидејќи теоретската рамка се преточува во опишлива емпирска спецификација, преку која се тестира валидноста на интертемпоралниот пристап за транзициските економии.

5. Емпирска стратегија

5.1. Тестирање на предвидувањата на интертемпоралниот пристап

Заради поедноставна презентација на моделот, динамичката спецификација во равенката [7] може да се прикаже и преку следниот израз:

$$CA_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 CA_{i,t-1} + \beta_1 FB_{i,t} + \beta_2 \Delta NO_{i,t} + \beta_3 OUTDEV_{i,t} + \beta_4 RELINV_{i,t} + \beta_5 RELGCONS_{i,t} + u_{i,t}$$

[9]

каде $i=1, 2, \dots, 43$ (земји) и $t = 1994, 1995, \dots, 2007$ (= 14 години). Зависната варијабла е салдото на тековната сметка на билансот на плаќања како процент од БДП, додека објаснувачки варијабли се: претходните вредности на салдото на тековната сметка ($CA_{i,t-1}$); дефицитот или суфицитот на консолидираниот владин буџет, изразен како процент од БДП ($FB_{i,t}$), промената на нето производот ($\Delta NO_{i,t}$), и трите релативни показатели: (1) отстапувањето (девијацијата) на актуелниот од перманентниот доход, или т.н. релативен доход ($OUTDEV_{i,t}$), (2) отстапувањето на актуелното од перманентното ниво на инвестиции, или т.н. релативно ниво на инвестиции ($RELINV_{i,t}$) и (3) отстапувањето на актуелното од перманентното ниво на јавната потрошувачка, односно т.н. релативно ниво на јавната потрошувачка ($RELGCONS_{i,t}$). Коэффициентот α_1 е отсечокот во регресионата равенка, α_2 е коэффициентот на претходните вредности на зависната варијабла ($CA_{i,t-1}$), а поединечните β коефициенти се регресиони коефициенти за секоја објаснувачка варијабла. Конечно, $u_{i,t}$ е стохастички член, за кој се претпоставува дека е независно и идентично распределен низ времето и во одделните земји вклучени во примерокот.

Наведените варијабли се очекува да бидат силно корелирани со салдото на тековната сметка на платниот биланс.

Вклучувањето на минатите вредности на дефицитот/суфицитот на тековната сметка како објаснувачка варијабла во моделот се аргументира со бавното менување на навиките на потрошувачите и иреверзибилноста на повеќето инвестициони проекти. Поновите емпириски студии, без исклучок, наоѓаат силни докази за перзистентното однесување на тековната сметка, или подобро, за инерцијата во бележењето дефицит или суфицит на тековната сметка (Bussière et al. 2004; Cunado и de Gracia, 2005; Debelle and Galati, 2005).

Хипотезата за близначки дефицити му припишува голема важност на буџетскиот дефицит/суфицит при објаснувањето на динамиката на тековната сметка во платниот биланс, на кус и на долг рок. Светската економска историја изобилува со примери кога експанзивната фискална политика, изразена преку високи буџетски дефицити, предизвикувала сериозно влошување на дефицитот на тековната сметка и нарушување на екстерната стабилност. Доволно е само да се наведе примерот на САД од 80-тите години на минатиот век. Сепак, академската заедница не и' дава безусловна поддршка на оваа хипотеза. На пример, Bartolini и Lahiri (2006) наведуваат дека постојат многу емпириски студии кои не наоѓаат силна поврзаност меѓу фискалните дефицити и дефицитите на тековната сметка. Kim и Roubini (2008) дури сметаат дека постои дивергенција меѓу двата дефицити, укажувајќи дека во услови на експанзија се подобрува фискалната позиција, а салдото на тековната сметка се однесува контрациклично, односно се влошува. Од друга страна, стандардниот интертемпорален модели со репрезентативен агент претпоставува постоење на целосна Рикардова еквивалентност, односно неповрзаност меѓу фискалниот дефицит/суфицит и салдото на тековната сметка на платниот биланс. Токму од тие причини, во оваа верзија на моделот се остава можност за тестирање на влијанието на фискалната политика врз дефицитот на тековната сметка. Имено, коефициентот β_1 во равенката [9] кореспондира на λ во равенката [7], така што влијанието на фискалната политика врз платниот биланс би се проценило преку учеството на ликвидно ограничени (кредитно неспособните) потрошувачи во вкупното население. Дескриптивната статистичка анализа на расположливите податоци во Табела бр. 1, на пример, укажува дека салдото на консолидираниот владин буџет и салдото на тековната сметка се силно позитивно корелирани (коефициентот е 0,375), при ниво на значајност од 1%.

ТАБЕЛА БР. 1. Матрица на корелациски коефициенти меѓу варијаблите во моделот

	Салдо на консолидираниот владин буџет	Салдо на тековната сметка	Платниот биланс	Салдо на тековната сметка на платниот биланс	Салдо на консолидираниот владин буџет на платниот биланс	Салдо на тековната сметка на платниот биланс
Салдо на консолидираниот владин буџет	1					
Салдо на тековната сметка	0,375 (t=1,91)**	1				
Платниот биланс	0,263 (t=3,08)**	-0,096 (t=-2,76)**	1			
Салдо на тековната сметка на платниот биланс	0,537 (t=13,50)**	0,368 (t=9,69)**	0,091 (t=2,24)**	1		
Салдо на консолидираниот владин буџет на платниот биланс	-0,285 (t=-7,28)**	0,154 (t=3,82)**	-0,205 (t=-5,13)**	-0,109 (t=-2,69)**	1	
Салдо на тековната сметка на платниот биланс	-0,178 (t=-4,43)**	-0,171 (t=-4,25)**	-0,069 (t=-1,69)**	-0,001 (t=-0,02)	-0,297 (t=-7,62)**	1

Забелешка: Во заградите се прикажани *t*-вредностите од тестот за сигнификантност на коефициентот на корелација.

Промените на нето производот се очекува да бидат позитивно корелирани со салдото на тековната сметка, поради претпоставениот ефект на оптимизирање (нивелирање) на потрошувачката. На пример, како одговор на повремените зголемувања на нето производот, се очекува голем дел од економските агенти да го зголемат своето штедење. Позитивниот коефициент на корелација меѓу податоците за оваа варијабла и салдото на тековната сметка е статистички значаен и ги потврдува теоретските пропозиции.

Една од главните пораки на интертемпоралниот модел е дека глобалните шокови немаат влијание врз тековната сметка, бидејќи симетрично ги погодуваат сите земји. Единствено специфичните шокови кои се случуваат во одредена земја влијаат на салдото на тековната сметка. Оттука, приврзаниците на интертемпоралниот пристап сметаат дека од извонредна важност за објаснувањето на движењата на тековната сметка е разликата или отстапувањето на некоја варијабла во однос на нејзината просечната вредност кај економските партнери. На пример, разликата или односот меѓу нивото на инвестициите во земјата и просечната инвестициска активност кај нејзините трговски партнери.

Според интертемпоралната теорија, промените во бруто домашниот производ по жител се битни само доколку отстапуваат од просечните (или глобалните) промени кај трговските партнери. За емпириски потреби, релативниот доход е конструиран како разлика меѓу природниот логаритам од бруто домашниот производ по жител и природниот логаритам на перманентното ниво. Со оглед дека последново се однесува на иднината и не е податливо, емпириските студии прибегнуваат кон изнудени (втори најдобри) решенија, како на пример, просечната вредност на истата варијабла во конкретна година во сите земји од примерокот. Бидејќи во ист примерок се вклучени и напредните и транзициските економии, тоа би значело дека актуелните вредности за развиените економии постојано би биле над перманентното ниво на варијаблата (просекот за целиот примерок). Од тие причини, емпириското решение за перманентното ниво на БДП по жител за овие економии е конструирано како просечна вредност на варијаблата во тековната година во 30-те економски развиени земји во примерокот. Во согласност со теоријата за бета конвергенција, перманентното ниво на БДП по жител за транзициските економии е конструирано како просек за целиот примерок. Според тоа, доколку растежот на БДП по жител во одредена земја го надминува просечниот економски растеж за примерокот, тогаш се очекува земјата да бележи суфицит на тековната сметка, и обратно. Оттука, очекуваното влијание на релативниот доход врз салдото на тековната сметка е со позитивен предзнак.

Сличен пристап е употребен и во конструирањето на преостанатите две варијабли: релативното ниво на бруто инвестициите и релативното ниво на јавната потрошувачка. Сепак, перманентното ниво кај овие две варијабли е претставено преку просечната вредност на варијаблата за целиот примерок во конкретната година, затоа што не постои разработена теорија за конвергенци-

ја на инвестиционата или јавната потрошувачка. Колку за илустрација, ако инвестициската активност во Хрватска го надминува просечното ниво на инвестициите во земјите од примерокот, тогаш се очекува тоа да влијае на продлабочување на хрватскиот дефицит на тековната сметка. Исто така, доколку нивото на јавната потрошувачка го надминува просечното ниво на јавна потрошувачка во земјите од примерокот, се претпоставува дека тоа ќе има неповолно влијание врз салдото на тековната сметка. Според теоретските постулати, очекуваното влијание на релативното ниво на бруто инвестиции и релативното ниво на јавната потрошувачка врз салдото на тековната сметка е со негативен предзнак.

Табелата бр. 2 укажува дека транзициските економии од југоисточна Европа, во просек, имале повисоко ниво на јавна потрошувачка, подлабоки фискални дефицити, но пониска инвестициска активност во споредба со просекот за целиот примерок.

ТАБЕЛА БР. 2. Просечна, минимална и максимална вредност на одбрани објаснувачки варијабли, 1994-2007 година (како процент од БДП)

(како процент од БДП)	Салдо на тековната сметка во платниот биланс			Буџетски дефицит/суфицит		
	Просек	Мин	Макс	Просек	Мин	Макс
Целосен примерок	-0,9	-25,3	25,4	-1,5	-13,4	18,5
ЕУ-15	1,0	-14,1	13,2	-1,5	-9,1	6,9
Југоисточна Европа	-5,7	-25,1	4,1	-3,2	-13,1	3,5

	Бруто инвестиции			Јавна потрошувачка		
	Просек	Мин	Макс	Просек	Мин	Макс
Целосен примерок	25,0	6,5	51,1	17,8	5,8	29,4
ЕУ-15	23,1	15,8	33,4	19,0	13,0	28,3
Југоисточна Европа	20,7	6,5	37,7	18,4	11,2	29,4

Извор: Извештаи на ММФ за одделни земји.

Централниот фокус на трудот се детерминантите на дефицитот на тековната сметка во транзициските економии од југоисточна Европа и конкретно, Република Македонија. Од тие причини, во емпириската спецификација се воведува посебна вештачка променлива (dummy варијабла) за оваа група на земји. На пример, dummy варијаблата за економиите од Југоисточна Европа има вредност 1 доколку податокот се однесува на Албанија, Бугарија, Македонија, Романија или Хрватска, односно 0 доколку не е така. Оваа варијабла се употребува за да се креира интерактивен (мултипликативен) израз со секоја објаснувачка варијабла и да се провери евентуално, поинаквото влијание во случајот на земјите од Југоисточна Европа. Имајќи ја предвид претпостав-

ката за хомогеност на групата, оценетите коефициенти за земјите од југоисточна Европа се очекува во голема мера да бидат релевантни и за Република Македонија.

5.2. Дијагностички тестови и емпириски резултати

Судејќи според економетриската теорија, својствата на примерокот ($N=43$, $T=14$) ја фаворизираат употребата на динамички панел модел, кој се темели на генерализиран метод на моменти (т.н. „системски ГММ“). Можниот проблем со преголемиот број на инструменти се разрешува преку примена на дијагностичките тестови за прекумерна индетификација (*overidentification*). Како нулта хипотеза, тестовите за разлика во Сарган или Хансен (*difference-in-Sargan/Hansen tests*) ја испитуваат валидноста на целиот збир на инструменти за равенката во нивоа, како и подзбирите на инструменти за зависната варијабла, ендогените и егзогените објаснувачки варијабли. Со етапна рестрикција на бројот на инструменти, дијагностичките тестови започнаа да даваат разумни p -вредности во моментот кога рестрикцијата на инструментите беше ограничена со програмската команда *>collapse<* во економетрискиот пакет *Stata 10.0* (Roodman, 2007). Имајќи ја предвид плитката временска димензија на примерокот, не е извршено тестирање на единечните корени на панелот (Baltagi, 2005, стр. 243).

Дијагностичките тестови за автокорелација на резидуалите укажуваат дека во двете емпириски спецификации, нултата хипотеза на $m1$ статистиката (непостоене автокорелација од прв ред на разликите во стохастичките членови) е убедливо отфрлена, додека $m2$ статистиката не обезбедува доволно докази да се отфрли хипотезата за отсуство на автокорелација од втор ред на разликите во стохастичките членови. Исто така, Сарган тестот за рестрикциите на прекумерната идентификација, кој испитува дали инструментите се корелирани со стохастичкиот член, не обезбедува докази за отфрлување на нултата хипотеза дека инструментите се валидни. Во целина, дијагностичките тестови потврдуваат дека моделот е коректно формулиран и дека може да се пристапи кон толкување на емпириските резултати.

Резултатите од емпириското оценување се прикажани во Табелата бр. 3. Во првата колона се наведени оценетите коефициенти за сите објаснувачки варијабли, вклучувајќи ги и временските ефекти, односно вештачките променливи за секоја година, одделно. Временските ефекти се вклучуваат во почетната емпириска спецификација со цел да се минимизира можниот проблем од корелација на податоците меѓу земјите или т.н. меѓузависност на групите (*cross-sectional interdependence*). Ниту еден од коефициентите на временските ефекти не е статистички значаен и затоа, во втората колона се прикажани резултатите по нивното изземање.

Тие покажуваат дека во анализираниот период, салдото на тековната сметка било под силно влијание на минатите движења. Оценетиот коефициент за претходните вредности на тековната сметка во трите регресии се движи меѓу 0,84 и 0,86 и е статистички значаен на ниво од 1%. Неговата вред-

ност се наоѓа во кредибилниот дијапазон меѓу проценетите коефициенти во статичкиот панел модел и во регресијата на најмали квадрати. Резултатот ја фаворизира тезата дека минатогодишниот дефицит на тековната сметка силно влијае и значително ја зголемува веројатноста од остварување на дефицит и во тековната година.

ТАБЕЛА БР. 3. Емпириска оценка на параметрите во интертемпоралниот модел на тековната сметка за напредните и транзициските економии од југоисточна Европа, 1994-2007 година

Зависна варијабла : Салдо на тековната сметка на билансот на плаќања (процент од БДП)	Динамички панел модел - Системски генерализиран метод на моменти			
	1	2	3	
Објаснувачки варијабли				
Претходни вредности на зависната варијабла	0.841 *** (12.49)	0.854 *** (12.71)	0.860 *** (16.86)	
			Интерактивни изрази за земите од Југоисточна Европа	
			Цел примедок	
Буџетски дефицит/суфицит (процент од БДП)	0.167 ** (2.15)	0.163 ** (2.61)	0.130 * (1.94)	0.033 (0.13)
Промена на нето производот	0.664 *** (5.13)	0.662 *** (4.96)	0.755 *** (6.54)	-0.557 *** (-3.65)
Релативен доход	0.002 (0.44)	0.001 (0.29)	-0.0001 (-0.03)	0.048 (1.40)
Релативно ниво на инвестиции	-0.216 ** (-2.52)	-0.218 ** (-2.44)	-0.135 ** (-2.14)	-0.461 ** (-2.40)
Релативно ниво на јавната потрошувачка	-0.082 (-1.30)	-0.079 (-1.32)	-0.026 (-0.35)	-0.430 (-0.85)
Временски ефекти (вештачки променливи)				
1996 година	-0.004 (-0.76)			
1997 година	0.001 (0.23)			
1998 година	0.000 (0.00)			
1999 година	-0.006 (-1.46)			
2000 година	-0.009 (-1.63)			
2001 година	-0.002 (-0.44)			
2002 година	-0.001 (-0.24)			
2003 година	0.002 (-0.52)			
2004 година	-0.002 (-0.46)			
2005 година	-0.006 (-1.12)			
2006 година	-0.008 (-1.55)			
2007 година	-0.007 (-1.08)			
Отсечок за транзициските економии од Југоисточна Европа (вештачка променлива)				0.082 (1.05)
Отсечок на целата регресииска равенка	0.010 * (1.74)	0.006 (1.39)		0.004 * (1.67)
Број на земји	43	43	43	
Број на опсервации	557	557	557	
Број на инструменти	43	31	51	
Арелано-Бонд тест AR(1): (Pr > z)	0.000	0.000	0.000	
Арелано-Бонд тест AR(21): (Pr > z)	0.143	0.087	0.145	
Хансен тест за ограничувања на прекумерната идентификација (prob χ^2)	0.425	0.446	0.984	
"Difference-in-Hansen" тестови за валидноста на инструментите				
GMM инструменти за равенката во нивоа	0.510	0.610	0.964	
Инструменти за претходните вредности на зависната варијабла	0.384	0.399	0.994	
Инструменти за ендогените објаснувачки варијабли	0.233	0.333	0.438	
Инструменти за егзогените објаснувачки варијабли	0.509	0.407	0.865	

Забелешки:

- 1) Во заградите се прикажани z-статистиките, пресметани врз основа на робустни стандардни грешки.
- 2) ***, ** и * означуваат ниво на значајност од 1%, 5% и 10%.

Коефициентот на буџетскиот дефицит/суфицит е статистички различен од нулата во трите регресии. Неговото економско значење посочува дека фискалната политика има влијание врз салдото на тековната сметка на платниот биланс, односно дека постои т.н. нецелосна Рикардова еквивалентност. Интерактивниот израз за земјите од југоисточна Европа не отстапува битно од оној за останатите земји во примерокот и од тие причини, ќе биде интерпретиран само коефициентот во втората равенка. Имено, продлабочувањето на буџетскиот дефицит за 1 процент од БДП придонесува за влошување на дефицитот на тековната сметка (како процент од БДП) за 0,16 процентни поени, доколку сите останати фактори се непроменети. Иако краткорочниот коефициент е навидум низок, пресметката на долгорочниот коефициент $[\beta/(1-\alpha)]$ покажува дека откако ќе се исцрпат ефектите од економскиот циклус, влошувањето на тековната сметка на долг рок изнесува 1,14 процентни поени. Според тоа, зголемувањето на буџетскиот дефицит предизвикува натпропорционално влошување на дефицитот на тековната сметка, што укажува дека преку дисциплинирана фискална политика може да се контролира надворешната рамнотежа. Резултатите во голема мера коинцидираат со неодамнешните студии на поврзаноста меѓу буџетските дефицити и дефицитите на тековната сметка во малите и отворени економии (на пр., Kumhof и Laxton, 2009).

Коефициентот на промената на нето производот го носи теоретски очекуваниот предзнак и е статистички значаен при ниво од 1%. Третата колона на резултати укажува дека неговата вредност за економиите од југоисточна Европа битно отстапува од оценката за целиот примерок. Коефициентот 0,755 покажува дека дури 75,5% од порастот на нето производот (брuto домашен производ минус брuto инвестициите минус јавната потрошувачка) во напредните економии се заштедува. Порастот на штедењето се рефлектира во подобрување на состојбата на тековната сметка во платниот биланс, што оди во прилог на фактот дека многу напредни економии остваруваат суфицит на тековната сметка. Повремените зголемувања на нето производот во транзициските економии резултираат во помал пораст на штедењето. Изведениот коефициент $(0,755-0,557=0,198)$ укажува дека во овие земји се заштедуваат неполни 20% (или 19,8%) од зголемениот нето производ. Поинаку формулирано, дури 80% од порастот на нето производот во земјите од југоисточна Европа се насочува за потрошувачка.

Релативниот доход и релативното ниво на јавната потрошувачка се покажаа статистички ирелевантни во објаснувањето на динамиката на салдото на тековната сметка во земјите од примерокот во наведениот период. Коефициентите за релативното ниво на инвестициите се проценети при ниво на значајност од 5%. Повторно, стратегијата на воведување на посебни коефициенти за земјите од регионот се покажува како корисна, бидејќи постојат статистички значајни отстапувања. Зголемувањето на брuto домашните инвестиции, како процент од БДП, за 1 процентен поен над перманентното ниво (просекот за примерокот) се очекува да ја влоши тековната сметка на платниот биланс (како процент од БДП) за 0,135 проценти поени, *ceteris paribus*. Во

случајот на транзициските економии од југоисточна Европа, зголемувањето на бруто домашните инвестиции (во проценти од БДП) за 1 процентен поен над просекот на другите земји се проценува дека ќе ја влоши тековната сметка за 0,596 ($= -0,135 - 0,461$) процентни поени. Различното влијание врз тековната сметка наведува на заклучокот дека инвестициските проекти во земјите од југоисточна Европа веројатно имаат поголема увозна компонента во однос на оние во напредните економии.

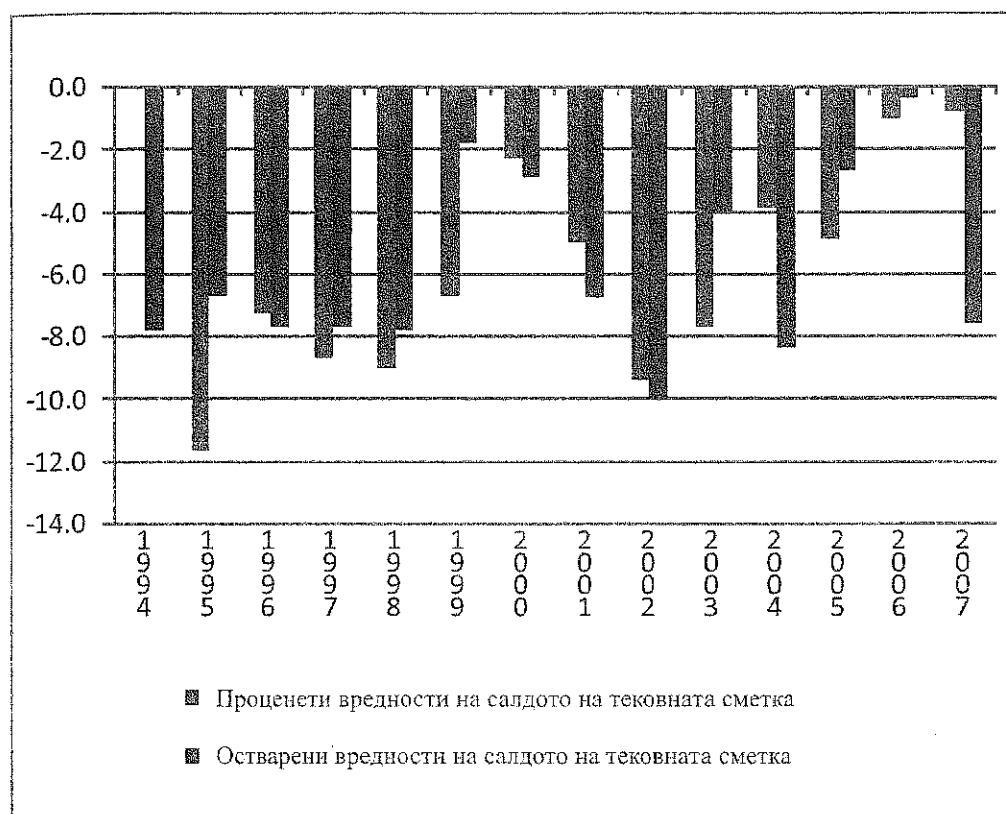
6. Проценка на одржливоста на дефицитот на тековната сметка на платниот биланс во Република Македонија

Анализата на детерминантите на тековната сметка во претходната секција е битен предуслов за донесување разумна проценка на одржливоста на дефицитот на екстерната тековна сметка. Имено, Blanchard (2007, стр. 4) со право нагласува дека „властите не би смееле да интервенираат, пред да ги откријат релевантните дисторзии (во економијата, н.з.) и нивното квантитативно значење“.

Еден од начините да се оцени одржливоста на дефицитот е да се споредат остварените (актуелните) вредности на салдото на тековната сметка и проценетите вредности врз основа на економетриски модел за однесувањето на тековната сметка. Во согласност со целите на трудот, таквата проценка ќе биде направена само за македонската економија, преку споредба на фактичките со проценетите вредности на салдото на тековната сметка во елаборираниот интертемпорален модел. Во конкретниот случај, проценетите вредности треба да се сфатат како приближен индикатор за исходот од рационалното однесување на економските субјекти, кое е во согласност со предвидувањата на интертемпоралниот модел. Доколку проценетиот дефицит на тековната сметка е понизок од остварениот дефицит, тогаш тоа сигнализира проблеми со неговото финансирање и воопшто, одржливоста. Во спротивно, повисокиот проценет дефицит покажува дека земјата нецелосно ги искористила предностите од финансиската глобализација и добивките од интертемпоралната трговија во соодветната година.

Графиконот бр. 4 ги илустрира главните разлики меѓу актуелните и проценетите вредности. Очевидно, остварениот дефицит на тековната сметка е значително повисок од „теоретски оправданиот“ (или проценетиот) дефицит во 2004 и 2007 година. На пример, во 2007 година разликата меѓу нив е дури 6,8 проценти од БДП, што според предвидувањата на интертемпоралниот модел е „неодржливо“ ниво.

ГРАФИКОН БР. 4. Споредба на проценетите и остварените салда на тековната сметка на платниот биланс во Република Македонија, 1994-2007 година
(како процент од БДП)



Извор: Пресметки на авторот и податоци на Народната банка на Република Македонија.

Според друго, до неодамна, влијателно гледиште, најдобриот начин да се обезбеди одржливост на дефицитот на тековната сметка е доколку државата практикува политика на мошне низок буџетски дефицит, или пак, рамнотежен буџет. Ако отсуствуваат сериозни дисторзии во економијата, тогаш рационалните приватни субјекти преку одлуките за штедење и инвестирање самите ќе го обезбедат одржливото ниво на дефицитот. Поинаку речено, дефицитот на тековната сметка ќе биде онолку голем, колку што има „стабилни“ извори на надворешно финансирање. За жал, финансиските кризи во изминатите две децении покажаа дека оваа т.н. Лосонова доктрина (Lawson doctrine), именувана според британскиот министер за финансии, Најџел Лосон, е сериозно дискредитирана.

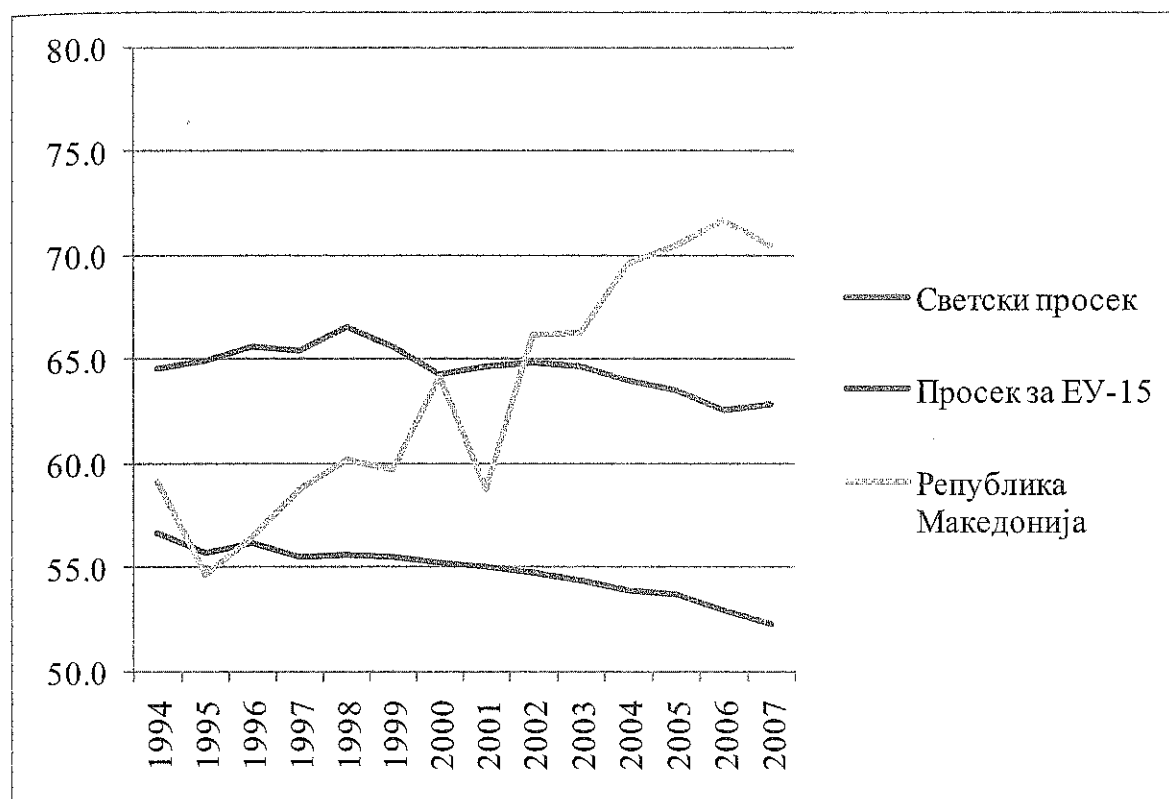
Во моментот преовладуваат приврзаниците на т.н. внимателен пристап, меѓу кои најгласни се експертите на Меѓународниот монетарен фонд. Дури и кога дефицитот на тековната сметка е првенствено резултат на одлуките на приватниот сектор, проблемот со неговото финансирање и/или приспособување може да има сериозни негативни последици за економијата. Најдобрата

илустрација на ова гледиште е тезата на Bernanke (2009), според кого „невозможно е да се разбере оваа криза (светската економска криза во 2007-2010 година, н.з.) без да се повикаме на глобалните дебаланси во трговијата и тековите на капиталот, кои се појавија во втората половина на 90-тите години на минатиот век“. Од тие причини, се препорачува негово будно следење и доколку е потребно, навремена промена на курсот на економските политики. Според ова гледиште, неодржливи дефицити на тековната сметка се оние кои налагаат значајна промена на макроекономските и структурните политики (Milesi-Ferretti и Razin, 1998a; 1998b). Притоа, не смее да се прифати превртената логика, според која нереагирањето од страна на креаторите на економската политика оди во прилог на одржливоста на дефицитот на тековната сметка.

Но, што ако креаторите на макроекономските политики не реагираат на неодржливото ниво на екстерниот дефицит? Во услови на *de facto* фиксен режим на девизен курс, учесниците на финансиските пазари стануваат вознемирени за одржливоста на утврдениот паритет на домашната валута, што може да резултира во одлив на капитал и рапиден пораст на валутната супституција. Во тој случај, почетните загуби се во првите одбранбени редови – девизните резерви. Оттука, еден од индикаторите за неодржливиот дефицит на тековната сметка во услови на нефлексибилен девизен курс е континуираното намалување на девизните резерви. На пример, продлабочените дефицити на тековната сметка во Република Македонија во 2007 и 2008 година беа придружени со намалување на месечната покриеност на увозот со девизните резерви.

Како што беше споменато, нужно е оценката на одржливоста на дефицитот на тековната сметка да се вкрсти со анализа на релевантните дисторзии во економијата. Емпириските резултати од интертемпоралниот модел посочија дека за разлика од напредните економии, транзициските земји од југоисточна Европа заштедуваат многу помал процент од порастот на нето производот. Колку за илустрација, Графиконот бр. 5 го прикажува учеството на личната потрошувачка во БДП по жител (пресметан според паритет на куповната моќ, по тековни цени) во светски рамки, во поранешните 15 земји-членки на ЕУ и во Република Македонија. Додека непондерираниот просек на оваа макроекономска категорија во светски и европски рамки бележи блага надолна тенденција во анализираниот период, соодветниот индикатор за македонската економија го отсликува потрошувачки ориентираниот модел на економски растеж. Тоа е една од причините зошто дефицитот на тековната сметка во Република Македонија е загрижувачки. Емпириските истражувања (на пр., Freund и Warnock, 2007) јасно посочуваат дека доколку дефицитите на тековната сметка се поврзани со потхранување на потрошувачката или со високи буџетски дефицити, наместо со поттикнување на попродуктивните инвестиции, тогаш приспособувањето е мошне болно.

ГРАФИКОН БР. 5. Учество на финалната потрошувачка на домаќинствата во БДП по жител (според паритетот на куповната моќ, по тековни цени)



Извор: Пресметки на авторот врз основа на податоците на Alan Heston, Robert Summers and Bettina Aten, Penn World Table Version 6.3, Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, August 2009. Забелешка: 1) Непондерирани просеци; 2) Учеството на личната потрошувачка во БДП по жител (во проценти) соодветствува на позицијата “CC [5]“ во Penn World Table Version 6.3.

Бројни дисторзии постојат и во функционирањето на јавниот сектор. На пример, дводецениското запоставување на инвестициите во физичката инфраструктура, особено во енергетскиот сектор, денес се рефлектира врз исклучително висок увоз на електрична енергија, што силно придонесува за продлабочување на дефицитот на тековната сметка.

7. Заклучоци и препораки

Незапаметено високите надворешни рамнотежи во транзициските земји од југоисточна Европа сериозно го поткопуваат конвенционалното гледиште за одржливоста на дефицитот на тековната сметка. Главната загриженост произлегува оттаму што големите дефицити лесно може да се лизнат на неодржлива патека и да резултираат во брзо приспособување со сериозни негативни импликации за макро-финансиската стабилност и економскиот растеж.

Емпириските резултати во оваа студија ја поткрепуваат тезата дека остварениот дефицит на тековната сметка во претходниот период ја зголемува веројатноста истиот да се прелее и во тековната година, пред се', поради бавното менување на потрошувачките навики. Исто така, истражувањето покажува дека продлабочувањето на буџетскиот дефицит предизвикува непропорционално влошување на дефицитот на тековната сметка, што упатува на заклучокот дека преку дисциплинирана фискална политика може да се контролира надворешната рамнотежа. За разлика од напредните економии, економските субјекти во транзициските земји од југоисточна Европа заштедуваат многу помал процент од порастот на доходот. Форсирањето на потрошувачки ориентиран модел на економскиот растеж, над искористувањето на производствените можности, е сепак неодржливо на долг рок.

Во случајот на транзициските економии од југоисточна Европа, зголемувањето на бруто домашните инвестиции (како процент од БДП) за 1 процентен поен над просекот на другите земји се оценува дека ќе го влоши дефицитот на тековната сметка (како процент од БДП) за 0,6 процентни поени. Различното влијание врз тековната сметка во однос на напредните економии наведува на заклучокот дека инвестициските проекти во земјите од југоисточна Европа имаат поголема увозна компонента. Ако се земат предвид аспирациите на овие економии за реална конвергенција кон перформансите на напредните европски економии, зголемената инвестициска активност во претстојниот период допрва ќе резултира со проблеми околу финансирањето и одржливоста на дефицитот на тековната сметка.

Проценката на одржливоста на екстерната нерамнотежа во Република Македонија, преку споредба на теоретски оправданите и фактичките (остварените) вредности на салдото на тековната сметка, потврдува дека во одредени години постоеле забележителни пречекорувања. Во услови на *de facto* режим на фиксен девизен курс, неодржливото ниво се пресликува во брзо намалување на месечната покриеност на увозот со девизните резерви. Речиси и излишно е да се наведе дека таквиот удар врз финансиската стабилност брзо се претвора во лавина од недоверба, за чие справување мора да се плати многу висока цена.

Вината за длабокиот и опстојувачки дефицит на тековната сметка на македонскиот платен биланс ја делат и приватниот и јавниот сектор. Стопанството бавно се реструктурира и се' уште не може да се носи со надворешните конкурентски притисоци, а македонските потрошувачи се привикнаа на црвените салда на трансакциските сметки, очекувајќи подобра европска иднина и повисоки примања. Според предвидувањата на интертемпоралниот модел, ваквите одлуки на потрошувачите се рационални и оправдано, но само доколку се точни очекувањата за брзо воспоставување на функционирачка пазарна економија. Секое одлагање на европската агенда за Република Македонија, оттука, ќе бара темелно ревидирање на очекувањата и надолна ревизија на сегашните потрошувачки одлуки. Од друга страна, креаторите на макроекономската политика мора да имаат предвид дека буџетските дефицити директно придонесуваат за влошување на позицијата на тековната сметка, особено кога се остваруваат без сериозни инвестиции во инфраструктурата.

РЕФЕРЕНЦИ

- Abel, A., 1990. "Asset Prices Under Habit Formation and Catching Up with the Joneses", *American Economic Review Papers and Proceedings* Vol. 80, pp. 38-42.
- Abiad, A., Leigh, D., Mody, A., 2007. "International Finance and Income Convergence: Europe is Different". IMF Working Paper No. 64, The International Monetary Fund, Washington D.C.
- Aristovnik, A., 2002. "What Determines the Current Account Balances in Central and Eastern Europe?". In: *Naše gospodarstvo* Vol. 48, afl. 5/6, pp. 451-467.
- Aristovnik, A., 2006. "Current Account Adjustments in Selected Transition Countries", WDI Working Paper No. 813, The William Davidson Institute, University of Michigan, February.
- Aristovnik, A., Zajc, K., 2001. "Current Account Performance and Fiscal Policy: Evidence on the Twin Deficits in Central and Eastern Europe". In: *Economics of Transition: Theory, Experience and EU Enlargement*, 7-8 September, Berlin, INFER Annual Conference, pp. 121-140.
- Baltagi, B., 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*. Third Edition, John Wiley & Sons, Ltd.
- Bartolini, L., Lahiri, A., 2006. "Twin Deficits, Twenty Years After". *Current Issues in Economics and Finance* Vol. 12, No. 7 (October), Federal Reserve Bank of New York New York.
- Bernanke, B., 2009. "Financial Reform to Address Systemic Risk." Speech at the Council on Foreign Relations, Washington, D.C. (March 10). URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>
- Blanchard, O., 2007. "Current Account Deficits in Rich Countries", IMF Staff Paper Vol. 54, No. 2, The International Monetary Fund, Washington D.C.
- Blanchard, O., Giavazzi, F., 2002. "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?". *Brookings Papers on Economic Activity* Vol. 33, No. 2, pp. 147-210.
- Bussière, M., Fratzscher, M., Müller, G., 2004. "Current Account Dynamics in OECD and EU Acceding Countries - An Intertemporal Approach", ECB Working Paper No. 311, European Central Bank.
- Campbell, J., Cochrane, J., 1995. "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behaviour", NBER Working Paper No. 4995, National Bureau of Economic Research, Cambridge Mass.
- Chinn, M., Ito, H., 2008. "A New Measure of Financial Openness". *Journal of Comparative Policy Analysis* Vol. 10, No. 3. (September), pp. 309-322.
- Cunado, J., de Gracia, F., 2005. "Current Account and Productivity: Evidence for Some European Countries", *Journal of Policy Modeling* Vol. 27, No. 1, pp. 75-89.
- Debelle, G., Galati, G., 2005. "Current Account Adjustment and Capital Flows", BIS Working Paper No. 169, Bank for International Settlements, Basle.
- Freund, C., Warnock, F., 2007. "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall", in: R. Clarida [Ed.], "G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment", University of Chicago Press, Chicago, pp. 133-168.
- IMF, 2009a. Public Information Notice No. 09/140, The International Monetary Fund, Washington D.C., December 28th, 2009.
- IMF, 2009b. World Economic Outlook: Sustaining the Recovery, The International Monetary Fund, Washington D.C., October, 2009.

- Kim, S., Roubini, N., 2008.** "Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the U.S.", *Journal of International Economics* Vol. 74, No. 2, pp. 362-383.
- Кандиќјан, В., 1991.** „Монетарниот пристап кон билансот на плаќања: Југословенското искуство“, Докторска дисертација, Економски факултет-Скопје, Скопје.
- Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., 2006.** "Financial Globalization: A Reappraisal". IMF Working Paper No. 06/189, The International Monetary Fund, Washington D.C.
- Kumhof, M., Laxton, D., 2009.** "Fiscal Deficits and Current Account Deficits", IMF Working Paper No. 09/237, The International Monetary Fund, Washington D.C.
- Lane, P., Milesi-Ferretti, G. M., 2007.** "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", *Journal of International Economics* Vol. 73, November, pp. 223-250.
- Milesi-Ferretti, G., Razin, A., 1998a.** Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities, NBER Working Paper No. 6620, National Bureau of Economic Research, Cambridge Mass.
- Milesi-Ferretti, G., Razin, A., 1998b.** Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis. *European Economic Review*, Vol. 42, No. 3-5, May, pp. 897-908.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., 1995.** "Exchange Rate Dynamics Redux". *The Journal of Political Economy* Vol. 103, No. 3, pp. 624-660.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., 2002.** *Foundations of International Macroeconomics*. Fifth Edition, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Polak, J., 1957.** "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems", *Staff Papers*, International Monetary Fund, Washington D.C., Vol. 5 (November 1957), pp. 1-50; reprinted in *International Monetary Fund* (1977), pp. 15-64.
- Prasad, E., Rajan, R., Subramanian, A., 2007.** "Foreign Capital and Economic Growth". *Brookings Paper on Economic Activity* No. 1, pp. 153-209.
- Rahman, J., 2008.** "Current Account Developments in New Member States of the European Union, Equilibrium, Excess and EU-Phoria, IMF Working Paper No. 08/92, The International Monetary Fund, Washington D.C.
- Rodrik, D., Subramanian, A., 2008.** "Why Did Financial Globalization Disappoint?". *Development Industry*, March 1, 2008.
- Roodman, D., 2006.** „How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata“, Working Paper No. 103, Center for Global Development, <http://www.cgdev.org/content/publications/detail/11619>.
- Roodman, D., 2007.** „A Short Note on the Theme of Too Many Instruments“, Working Paper No. 125, Center for Global Development, August, (www.cgdev.org/files/14256_file_Instruments.pdf).
- Singh, T., 2007.** "Intertemporal Optimising Models of Trade and Current Account Balance: A Survey". *Journal of Economics Surveys* Vol. 21, No. 1, pp. 25-64.
- Tobin, J., 1969.** "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory". *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 1, pp. 15-29.
- Yongsung, C., Kim, S., Lee, J., 2009.** "Accounting for Global Dispersion of Current Accounts“, IMF Working paper No. 09/276, The International Monetary Fund, Washington D.C.
- Williamson, J., 1985.** *The Exchange Rate System*. Washington: Institute for International Economics.
- Zanghieri, P., 2004.** "Current Account Dynamics in New EU Members: Sustainability and Policy Issues". CEPII Working Paper No. 2004/07, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales.