



УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ
МБА МЕНАЏМЕНТ
Штип

Сања Панова

**МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ТАРГЕТИРАЊЕ НА ДЕВИЗНИОТ КУРС НА
ДЕНАРОТ ВО РАЗВОЈОТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

МАГИСТЕРСКИ ТРУД

Штип, април, 2016



UNIVERSITY "GOCE DELCHEV" – SHTIP
FACULTY OF ECONOMICS
MBA MENAGEMENT
Shtip

Sanja Panova

**MONETARY POLICY OF TARGETING THE DENAR EXCHANGE RATE IN
THE DEVELOPMENT OF REPUBLIC OF MACEDONIA**

MASTER THESIS

Shtip, April, 2016

Комисија за оценка и одбрана

Ментор: Проф. д-р Круме Николоски

Член: Доц. д-р Дарко Лазаров (Претседател)

Член: Доц. д-р Илија Груевски

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ТАРГЕТИРАЊЕ НА ДЕВИЗНИОТ КУРС НА ДЕНАРОТ ВО РАЗВОЈОТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Паричниот систем и монетарно – кредитната политика на Република Македонија се градеа по осамостојувањето на земјата од претходната федеративна заедница, кога Македонија се соочи со проблеми како: престанување со работа на многу капацитети, зголемување на невработеноста, зголемување на буџетскиот и надворешно - трговскиот дефицит, како и високата инфлација. Макроекономската стабилизација сфатена во потесна смисла како намалување на стапката на инфлација, беше првата мерка на економската политика, преземена паралелно со монетарното осамостојување на Македонија.

Во мала и отворена економија, политиката на девизен курс има посебно значење во контролата на инфлацијата и пошироко, во однос на реалните стопански движења. Со очекувања дека ќе делува во таа насока била прифатена и применета стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот, со што монетарната политика е сведена на одржување на фиксен девизен курс на денарот спрема еврото. Определбата на земјата за приклучување на Европската унија и членството во другите меѓународни финансиски организации е уште една причина за изборот на оваа стратегија.

Во практиката на приспособувања на порастот на монетарните агрегати за да се одржи стабилноста на курсот на денарот најчесто доаѓаше до примена на мерки за повлекување на пари од прометот преку зголемување на стапката на задолжителните резерви и дисконтната стапка, емисија на благајнички записи со релативно висока каматна стапка со цел намалување на побарувачката на девизи и кумулирање високи девизни резерви. Ова неповолно влијаеше врз интересот за преземање на инвестициони зафати.

Доследното спроведување на политиката на таргетирање на девизниот курс на денарот, поради повисоките стапки на инфлација во земјата во однос на најзначајните надворешно-трговски партнерии дојде до преценување на девизниот курс на денарот. Тоа резултираше со губење на ценовната конкурентност спрема странство и со влошување на екстерната рамнотежа.

Поради тоа, земјата западна во маѓепсан круг на ниски стапки на раст. При примена на ваков режим на курсот не се реализира неговото влијание врз тековната сметка на билансот на плаќања и врз конкурентноста на извозот, бидејќи во текот на примената на ваквата ригидна стабилизациона програма со цврсто одржување на фиксниот курс, дојде до апрецијација на курсот наденарот. Апрецијацијата на вредноста на денарот е основна причина за слабеење на интересот за извоз и за нагласена супституција на домашното производство со увозно.

Кога се зборува за контролата врз девизниот курс, треба да се спомене дека успешноста на Централната банка во одржувањето на стабилен девизен курс, во голема мерка се должи на тоа што Македонија се уште не ја отворила капиталната сметка. Искуството на многу земји покажува дека при слободно движење на меѓународниот капитал е многу тешко да се одржуваат фиксни девизни курсеви. Тоа значи дека во иднина, кога ќе се дозволи пристап на странските инвеститори на домашните финансиски пазари, не може да се очекува да продолжи досегашната стабилност во движењето на девизниот курс. Имено, при постојните плитки финансиски пазари, неочекуваните приливи и одливи на странски капитал ќе вршат голем притисок врз девизниот курс.

Клучни зборови: макроекономска стабилизација, инфлација, девизен пазар, девизни резерви, инструменти на монетарна политика, каматни стапки, надворешно-трговски дефицит, странски директни инвестиции, економски раст.

MONETARY POLICY OF TARGETING THE DENAR EXCHANGE RATE IN THE DEVELOPMENT OF REPUBLIC OF MACEDONIA

The monetary system and monetary – credit policy in the Republic of Macedonia were built after the country gained independence from the previous federal community, when Macedonia faced problems such as: termination of many plants, increase in unemployment, increase in budget and foreign trade deficit as well as high inflation rate. The macroeconomic stability narrowly understood as reducing the inflation rate, was the first measure of the economic policy, undertaken along with the monetary independence of Macedonia.

In a small and open economy, the exchange rate policy has particular importance in the control of the inflation rate and beyond: in the real economic trends. The strategy of targeting the denar exchange rate was accepted and applied with the expectation that it would act in that direction, hence the monetary policy was focused on maintaining fixed exchange rate against the euro. The determination of the country to join the European Union and to become a member of other international financial organizations is yet another reason for choosing this strategy.

In the practice of adjustments to the growth of monetary aggregates for the purpose of maintaining the stability of the denar exchange rate the measures that were most frequently implemented were withdrawing money from the market by increasing the compulsory reserve rate and the discount rate, issuing treasury bills with relatively high interest rate to reduce the demand for foreign currency and high accumulation of foreign reserves. This adversely affected the interest in taking investment actions.

The consistent implementation of the policy of targeting the exchange rate, led to overestimation of the exchange rate due to higher inflation rates in the country relative to the most important foreign trade partners. This led to the loss of price competitiveness abroad and deterioration of the external balance. Hence, the country fell into a vicious circle of low growth rates. During the application of this mode of the rate, its impact was not realized on the current account of the balance of payments and the competitiveness of exports, since during the application of this rigid stabilization program with firm maintaining of the fixed exchange rate, it appreciated. The appreciation of the value of

the denar is the main reason for the weakening of the interest in export and emphasized substitution of domestic production with imports.

When we talk about control over the exchange rate, it should be mentioned that the success of the Central bank in maintaining a stable exchange rate is largely due to the fact that Macedonia has not yet opened the capital account. The experience of many countries shows that it is very difficult to maintain fixed exchange rates under free movement of international capital. This implies that in future, when foreign investors get access to the domestic financial markets it cannot be expected that the current stability in the exchange rate will continue. On the contrary, taking the existing shallow financial markets in consideration, unexpected inflows and outflows of foreign capital will put pressure on the exchange rate.

Key words: macroeconomic stabilization, inflation, foreign exchange market, foreign exchange reserves, instruments of monetary policy, interest rates, foreign trade deficit, foreign direct investment, economic growth

СОДРЖИНА

ВОВЕД.....	10
1.МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ОСТВАРУВАЊЕТО НА МАКРОЕКОНОМСКАТА ПОЛИТИКА ВО ЗЕМЈАТА.....	12
1.1.Макроекономската стабилизација како фундамент за подинамичен раст.....	14
1.2.Макроекономската рамнотежа и девизниот курс.....	16
1.2.1.IS – LM моделот во услови на фиксни девизни курсеви.....	19
1.2.2.IS – LM моделот во услови на флексибилни девизни курсеви.....	21
2.ВИДОВИ МОНЕТАРНИ СТРАТЕГИИ.....	23
2.1.Антициклична монетарна политика.....	23
2.2.Политика на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати.....	29
2.3.Политика на таргетирање на девизниот курс.....	33
2.3.1.Искуства од таргетирањето на девизниот курс во високо развиените земји.....	40
2.3.2.Искуства од таргетирањето на девизниот курс во земјите во развој.....	41
2.3.2.1.Валутен одбор.....	45
2.3.2.2.Доларизација.....	46
2.4.Политика на таргетирање на инфлацијата.....	48
3.ОСТВАРУВАЊЕ НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ДЕВИЗНИОТ КУРС НА ДЕНАРОТ	53
3.1.Причини за избор на монетарна политика на таргетирање на курсот.....	56
3.2.Цели на монетарната политика.....	59
3.3.Економски механизам за остварување на целите.....	62
3.3.1.Одржување на фиксен курс на денарот преку интервенција на девизниот пазар	65
3.3.2.Управување со девизните резерви како механизам за одржување на девизниот курс на денарот.....	71
3.3.3.Инструменти на монетарната политика во функција на одржување на фиксниот курс.....	74
3.3.3.1.Влијание на операциите на отворен пазар врз девизниот курс на денарот.....	78
3.3.3.2.Влијание на задолжителната резерва врз девизниот курс на денарот.....	82

3.3.3.3. Влијание на расположливиот кредит преку ноќ и интрадневниот кредит врз девизниот курс на денарот.....	84
3.4. Ефекти од делувањето на политиката на таргетирање на девизниот курс на денарот.....	86
3.4.1. Позитивни – стабилизација на цените и курсот.....	90
3.4.1.1. Движење на девизниот курс во периодот 1993-2012.....	91
3.4.1.2. Движење на цените во периодот 1993-2012.....	94
3.4.2. Неповолни – генерирање на ниски стапки на раст.....	97
3.4.3. Причини за неповолните последици.....	102
3.4.3.1. Тенденција на преценување на курсот.....	102
3.4.3.2. Одржување на високи каматни стапки.....	105
3.4.3.3. Пораст на надворешно – трговскиот дефицит и на дефицитот на тековната сметка од платниот биланс.....	107
3.4.4. Влијанието на одржувањето на фиксен курс на денарот врз странските директни инвестиции.....	111
4. КРИТИЧКА ОЦЕНКА ЗА ДЕЛУВАЊЕТО НА ПОЛИТИКАТА НА ТАРГЕТИРАЊЕ НА ДЕВИЗНИОТ КУРС НА ДЕНАРОТ.....	118
ЗАКЛУЧОК.....	123
КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА (REFERENCES).....	134

ВОВЕД

Земајќи ја во предвид комплексноста на темата на овој труд, материјалот е разработен во четири глави и заклучок со точки и подточки, кои по логичен редослед ја прикажуваат содржината на теоретските и практичните истражувања и согледувања.

Монетарната политика игра една од клучните улоги во остварувањето на макроекономската политика на земјата. Имено, по осамостојувањето Македонија се соочува со проблемот на висока инфлација, а монетарната политика е еден од основните канали за справување со овој проблем и остварување на монетарна и макроекономска стабилност. Стабилноста, како важна претпоставка за подинамичен раст, лежи во потребата од што е можно поизедначени услови за стопанисување на стопанските субјекти на домашниот и странските пазари. Тоа во основа се постигнува со пазарно формирање на цените и курсот, што подразбира многу мала интервенција на државата во областа на цените и при значителна либерализација на економските односи со странство. За остварување на макроекономска стабилизација важно е и прашањето на обликот на девизен курс. Притоа, суштествено е курсот да биде единствен, реален и да се одржува стабилен.

Постојат неколку видови монетарни стратегии: антицикличната монетарна политика, политиката на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати, политиката на таргетирање на девизниот курс, политика на таргетирање на инфлацијата. Изборот на оптимална монетарна стратегија на една земја зависи од институционалните и структурните карактеристики на истата, како и од нејзината вклученост во меѓународната поделба на трудот. Политиката на таргетирање на девизниот курс се спроведува во Република Македонија. Овој избор на монетарна стратегија се должи на значењето што го има девизниот курс во контрола на инфлацијата во мала и отворена економија, како и неговото пошироко значење во однос на реалните стопански движења.

Примената на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот произлегува од важноста на девизниот курс во мала и отворена економија, потребата од номинално сидро за одржување кредибилитет, високиот степен на

евроизација и транспарентноста на политиката на девизниот курс и можноста за секојдневно следење од страна на економските субјекти. Во теоријата, целната функција на носителите на економската политика и во тие рамки, на монетарната политика, вообичаено опфаќа две цели: минимизирање на варијациите на стапката на инфлација или на нивото на цените во однос на некое таргетирано ниво, и минимизирање на отстапувањата на тековниот производ од некое таргетирано ниво. Механизмот за остварување на целите на монетарната политика се одвива преку три канала и тоа одржување на девизниот курс преку интервенција на девизниот пазар, девизните резерви и инструментите на монетарната политика.

Ефектите од примената на политиката на таргетирање на девизниот курс на денарот можат да бидат позитивни и негативни. Позитивни се остварената стабилизација на цените и на девизниот курс, меѓутоа како негативен ефект е изостанатото остварување на целите на макроекономската политика: остварување на задоволителна стапка на раст, стапка на вработеност и урамнотежување на односите со странство. Причините поради кои е забележан овој негативен тренд од одржувањето на фиксен девизен курс на денарот се: преценувањето на курсот, високите каматни стапки како и надворешно-трговскиот дефицит и дефицитот на тековната сметка од платниот биланс.

1.МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО ОСТВАРУВАЊЕТО НА МАКРОЕКОНОМСКАТА ПОЛИТИКА ВО ЗЕМЈАТА

Изборот на оптимална монетарна стратегија во една земја зависи од институционалните и структурните карактеристики на земјата, како и од нејзината вклученост во меѓународната поделба на трудот. Премногу експанзивна монетарна политика може да доведе до високи стапки на инфлација со што се намалува ефикасноста во стопанството и се спречува економскиот раст. Од друга страна, премногу рестриктивна монетарна политика може да доведе до рецесија со што се намалува нивото на производството и вработеноста. При тоа, во остварувањето на непосредните цели на монетарната политика – стабилност на цените и на девизниот курс на националната валута, како и на пошироките макроекономски цели, централните банки не користат унифицирани, туку различни монетарни политики, засновани врз некои од монетарните концепции или комбинација од нив.

Ценовната стабилност претставува најпогоден амбиент за остварување на економски раст одржлив на долг рок. Тоа се должи на емпириски потврдениот факт дека инфлацијата ја зголемува неизвесноста на економските резултати ги дестимулира инвестиционите зафати и ја намалува ефикасноста на ценовните сигнали. Тоа значи дека монетарната политика најмногу придонесува за стимулирање на економскиот раст преку одржување на стабилна и предвидлива стапка на инфлација.

Паричниот систем и монетарно – кредитната политика на Република Македонија се градеа по осамостојувањето на земјата од претходната федеративна заедница. Тоа значи дека се конституираа паралелно со воспоставувањето на комплетен пазарен систем на стопанисување со важење на помал територијален простор и со помал број на население. Новите пазарни рамки ја детерминираа стратегијата на развојот како извозно ориентирана, бидејќи само на тој начин мала и недоволно развиена земја може да смета на задоволителен одржлив развој. А, остварувањето на таква стратегија е можно само во услови на стабилност на вредноста на националната валута и либерализирање на односите со странство.

По воспоставувањето на денарскиот паричен систем и конституирањето на клучните институции, особено на Народната Банка на Република Македонија, почна решавањето на проблемите кои настанаа со распаѓањето на заедничката држава, а резултираа во висока инфлација. За таквата инфлација придонесе директното кредитирање и финансирањето на буџетските дефицити од страна на Централната банка. Удел имаше и недисциплинираното спроведување на политиката на плати по монетарното осамостојување. Споменатите причини упатуваа на тоа дека совладувањето на инфлацијата не е задача само за Централната банка, туку и на другите сегменти на макроекономската политика. Особено беше значајно да се воспостави цврста финансиска дисциплина во стопанството со примена на рестриктивни монетарни и фискални мерки, со ограничувањена личната потрошувачка преку политиката на плати и со политиката на девизниот курс на денарот.¹

Посебно тежок проблем беше тоа што земјата немаше речиси никакви девизни резерви. Поради ограничувањата на пазарите во новите држави што произлегоа по распаѓањето од заедничката држава, многу капацитети во Македонија, кои беа димензионирани за единствениот југословенски пазар, престануваа со работа, се зголемуваше бројот на невработените и поради тоа растеше бројот на сиромашните, се зголемуваше буџетскиот и надворешно – трговскиот дефицит.

За надминување на крупните макроекономски нерамнотежи се спроведоа крупни реформи во економскиот систем на земјата, со цел создавање услови за функционирање на пазарно извозно ориентирано стопанство и остварување монетарна и макроекономска стабилност. Притоа посебно внимание му се посвети на конституирањето на пазарот и пазарните механизми, како незаобиколни институции за остварување на подинамичен раст и порационално вклучување на стопанството во меѓународната поделба на трудот, на достигнатиот степен на раст на земјата. Функционирањето на пазарот и пазарните механизми е основа за рационално спроведување на монетарната и макроекономската политика. Од нивото на развиеноста на пазарот и пазарните

¹Шајноски, К. (2011). Монетарна економија. Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 165

механизми зависи конципирањето на монетарната и макроекономската политика и остварувањето на монетарната и макроекономската стабилност.

1.1.Макроекономската стабилизација како фундамент за подинамичен раст

Макроекономската стабилизација, сфатена во потесна смисла како остварување на стабилност на цените и на девизниот курс на националната валута, беше првата мерка на економската политика, преземена паралелно со монетарното осамостојување на Македонија. Во таа смисла, стабилизационата политика им претходеше на сите останати реформски зафати во контекст на транзицијата кон пазарно стопанство како: приватизацијата, реформата на даночниот систем, санацијата на банкарскиот сектор. Впрочем имајќи ја во предвид високата инфлација која Македонија ја наследи по монетарното осамостојување, сосема е разбирливо зошто политиката на дезинфлација се наметна како приоритет на економската политика. Актуелноста на макроекономската стабилизација произлегуваше и од серијата екстерни шокови кои перманентно ја дестабилизираа македонската економија во текот на првите години по осамостојувањето така што економската политика, по силата на околностите, беше насочена кон решавање на краткорочните проблеми.

Во ставот за стабилноста како претпоставка на растот лежи сознанието за потребата од поизедначени услови за стопанисување на стопанските субјекти на домашниот и на странските пазари. Во основа тоа се постигнува со пазарно формирање на цените и курсот, што значи при многу мала интервенција на државата во областа на цените и при значителна либерализација на економските односи со странство. Изложени на конкуренција, на стопанските субјекти не им останува ништо друго освен борбата за повисоки добивки да ја водат преку продуктивноста на трудот и економичноста во работењето, како суштински фактори на задоволителен одржлив развој.² Условите на стопанисување остварени под дејство на понудата и побарувачката константно се менуваат, а со тоа се менува и позицијата на стопанските субјекти во стекнувањето на

²Шајноски, А. (2009). Конвертибилен денар – меѓу сонот и јавето. НУБ „Св.Климент Охридски“ - Скопје, 138

националниот доход. Положбата на субјектите во стекнувањето на добивка се менува и доколку не се одржува врската меѓу домашната и странските структури на цените преку поместувањето на девизниот курс. Курсот кој не ги одразува споменатите промени во цените генерира диспаритети во цените кои како пазарни информации, неповолно се одразуваат врз развојот на стопанските субјекти.

Во водењето на стабилизационата политика во Македонија можат да се разграничат две основни етапи. Првата етапа започна со самиот чин на монетарното осамостојување кога беше лансирана првата стабилизациона програма, заснована врз стратегија на таргетирање на монетарниот раст. Со оваа стратегија се предвидуваше да се изврши дезинфлација преку постепено намалување на монетарниот раст. Во контекст на овој пристап, монетарната политика ја одредува динамиката на паричната маса со тоа што таа станува егзогена варијабла. При тоа, заради непостоењето на најосновните институционални предуслови каматните стапки во никој случај не можеа да ја играат улогата на индикатор на монетарната политика така што таа улога му припадна на девизниот курс.³ Според податоците од овој период монетарниот агрегат M1 бележи драстично опаѓање (на крајот на 1993 беше поголем за 240% во однос на претходната година, во наредната година растот изнесуваше 83%, а во 1995 само 19%, а 1996 бележи опаѓање од 1,7% во однос на претходната година), но краткорочните каматни стапки сеуште беа мошне високи (19 – 25% на годишно ниво). Со ваквата рестрикција на монетарниот агрегат и со високите каматни стапки се ограничува агрегатната побарувачка, што придонесе за намалување на инфлацијата и стабилизирање на девизниот курс на денарот, но доведе и до намалување на инвестирањето, опаѓање на растот на БДП и зголемување на стапката на невработеност. Наведените податоци укажуваат на тоа дека ценовната стабилност се постигнува од една страна, но од друга страна опаѓа стопанската активност и расте надворешно – трговскиот дефицит.

Втората етапа од стабилизационата програма е таргетирање на девизниот курс на денарот. Со прифаќањето на стратегијата на таргетирање на девизниот

³Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ - Скопје, 225

курс монетарната и економската власт се определија девизниот курс на денарот да биде номинално сидро не само на монетарната туку и на другите политики. Иако на почеток оваа мерка беше преземена првенствено од психолошки причини, бидејќи невозможно е одржување на фиксен девизен курс при скромни девизни резерви од само 18 милиони долари, сепак носителите на монетарната политика беа истрајни во оваа одлука, па оваа политика се води до денес.

За мала економија каква што е македонската, курсот е подеднакво важен индикатор за ефикасно остварување на главните функции на пазарот - алокативната, дистрибутивната, селективната, информативната. Во секој случај, не смее да се испушти од предвид дека покрај стабилноста на цените во земјата треба да се води сметка дека и курсот е цена. Тој е израз на цените во земјата и односите меѓу домашните и странските цени, меѓутоа, и влијае врз цените во земјата, како фактор за стекнување на добивка и алокатор на акумулацијата во земјата.⁴

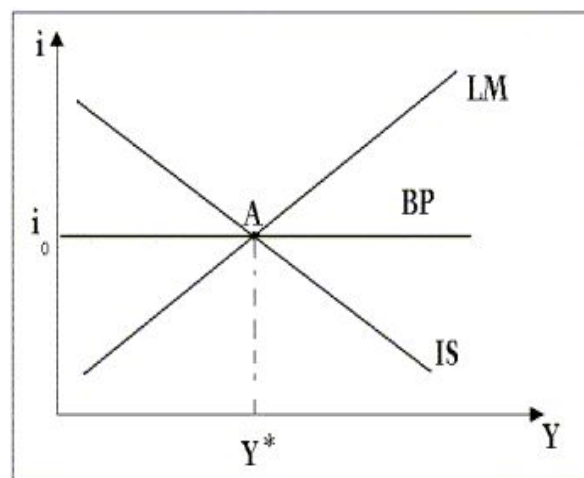
1.2. Макроекономската рамнотежа и девизниот курс

Општата макроекономска рамнотежа настанува кога рамнотежите на пазарот на стоки, пазарот на пари и девизниот пазар меѓу себе се конзистентни. Условите на домашните пазари на пари и стоки влијаат едни на други. Каматните стапки и девизните курсеви влијаат на нивото на агрегатната побарувачка, додека доходот влијае на побарувачката на пари, за дадена понуда на пари, на каматните стапки. Преку каматната стапка, пазарот на пари влијае на пазарот на стоки, а оттука и на нивото на аутпутот. Пазарот на стоки пак, влијае врз побарувачката на пари и оттука врз каматните стапки. Реалниот девизен курс влијае врз побарувачката на домашни стоки, па според тоа и пазарот на пари влијае врз девизниот курс.

За разбирање на макроекономската рамнотежа ќе се разгледа Мандел – Флеминговиот модел или IS-LM моделот за отворена економија, како ефикасен начин да се разбере функционирањето на една отворена економија на краток рок. Овој модел се состои од три криви и тоа: IS кривата го опфаќа пазарот на стоки и

⁴Шајноски, К. (2011). Девизен систем и девизно работење. Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 156

услуги, LM кривата го опишува пазарот на пари и BP кривата на билансот на плаќање, која посочува дека каматната стапка во една мала и отворена економија не може да се разликува од светската стапка на принос и ја прикажува интеграцијата на економијата во меѓународните финансиски пазари. Пресекот на овие три криви покажува при кое ниво на каматна стапка и реален БДП се постигнува макроекономска рамнотежа, под услов се друго да е непроменето, што значи дека остануваат во таква положба се додека соодветните егзогени варијабли се непроменети.



Слика 1. Општа рамнотежа: Пресек на IS, LM, и BP кривите⁵
 Figure 1. General equilibrium: Intersection of IS, LM and BP curves

Ниеден од овие три пазари не може да остане надвор од рамнотежа многу долго. Затоа е соодветно и реалистично да се смета дека економијата секогаш лежи на пресекот на сите три криви. Тоа е прикажано како точка A на сликата. Оваа ситуација се нарекува општа рамнотежа бидејќи бара сите три пазари да бидат истовремено во рамнотежа.⁶

Мандел – Флеминговиот модел или IS-LM моделот е ефикасен начин да се разбере функционирањето на една отворена економија на краток рок, кога претпоставката за ригидни цени може да се одбрани. Уште попрецизно, моделот дозволува да се испита што се случува со двете ендогени променливи БДП и

⁵Извор: Deardorff's Glossary of International Economics

⁶ Burda M, Wyplosz C. (2009). Macroeconomics: a european text. Oxford University Press, 244

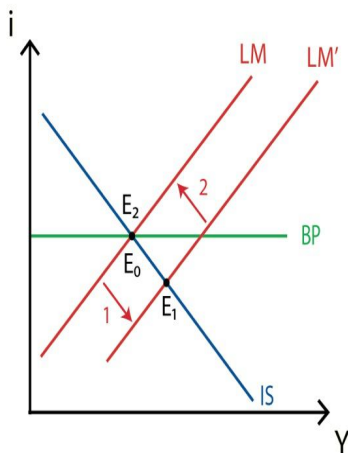
каматната стапка, кога некоја од егзогените варијабли се менува. Првиот чекор е да се определи која од трите криви – IS, LM и BP се поместува како реакција на егзогено нарушување. Вториот чекор е да се утврди што мора да се случи за трите криви да поминуваат низ единствената точка на рамнотежа. Последниот чекор е да се разбере и интерпретира резултатот: Како и зошто економијата се придвижува од почетната кон новата општа рамнотежа? Потребно е овие три криви да поминат низ истата точка бидејќи моќни сили спречуваат кој било од трите пазари да биде подолго надвор од рамнотежа. Приспособувањето на залихите и промените во аутпутот повторно ја воспоставуваат рамнотежата на пазарот на стоки. Една долгорочна нерамнотежа на пазарот на стоки би се манифестирала во постојани редици пред празните продавници во случај на вишок на побарувачка или во непродадени стоки во случај на вишок на понуда. Карактеристична одлика на пазарните економии е тоа што ваквите ситуации не се случуваат во значителна мера. За неколку недели најмногу месеци, фирмите веројатно ќе ги приспособат своите производствени нивоа, за да ја задоволат побарувачката. Парите и меѓународните финансиски пазари се особено познати по брзината со која се урамнотежуваат, преку промените во каматните стапки и преку масивните текови на капитал.⁷

Една важна и корисна карактеристика на Мандел – Флеминговиот модел е тоа што задолжително треба да се води сметка за режимот на девизниот курс. Во продолжение ќе биде разгледан Мандел – Флеминговиот модел во услови на фиксен и во услови на флексибилен девизен курс. Земји кои го имаат усвоено режимот на фиксниот девизен курс, што значи дека монетарната власт се обврзува да го одржува девизниот курс на јавно објавено ниво, се многу земји од Европа кои ги држат своите валути врзани за еврото како: Австија, Белгија, Финска, Франција, Германија, Ирска, Италија, Луксембург, Холандија, Португалија, Шпанија, Македонија. Спротивен случај се земјите во кои е дозволено девизниот курс слободно да флукутира, во кои спаѓаат: земјите од Еврозоната, Швајцарија, Обединетото Кралство, САД, Јапонија.

⁷Burda M, Wyplosz C. (2009). Macroeconomics: a european text. Oxford University Press, 245

1.2.1. IS – LM моделот во услови на фиксни девизни курсеви

Суштинската улога на режимот на девизен курс лесно може да се сфати разгледувајќи ја монетарната политика. Што се случува кога Централната банка ја зголемува понудата на пари, притоа држејќи го фиксен девизниот курс.



Слика 2. Монетарна политика во услови на фиксен девизен курс⁸
Figure 2. Monetary policy in fixed exchange rate terms

Зголемувањето на понудата на пари предизвикува поместување на LM кривата надесно во LM', а рамнотежната точка и кај пазарот на стоки и кај пазарот на пари се придвижува до точка E₁ (пресек на ISи LM'). Како резултат на зголемувањето на понудата на пари, каматната стапка паѓа, а вкупното производство се зголемува. Кога економијата е во точка E₀, зголемувањето на понудата на пари создава вишок понуда на пари, што резултира со намалување на каматната стапка. Падот предизвикува зголемување на инвестициската потрошувачка и нето – извозот, што пак, ја крева вкупната побарувачка и доведува до раст на вкупното производство. Вишокот понуда на пари се отстранува кога економијата стигнува до точка E₁, затоа што и растот на производството и падот на каматната стапка го зголемуваат квантитетот на пари

⁸Извор: Policonomics

што се бара додека тој не стане еднаков на новото повисоко ниво на понуда на пари.⁹

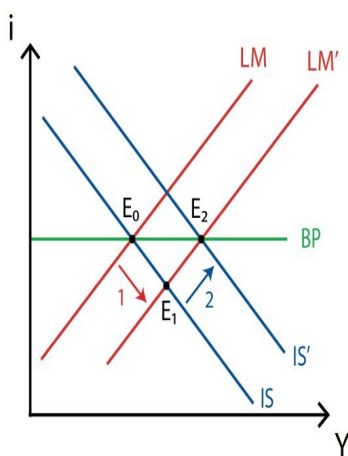
Во продолжение ќе се испита како пазарните сили ќе реагираат на настаната нерамнотежа на меѓународниот финансиски пазар. Нискиот принос на домашните средства веднаш ќе биде забележан од меѓународните инвеститори, домашни и странски. Тие ќе ја искористат оваа ретка и краткотрајна појава, задолжувајќи се во земјата и инвестирајќи во странство, и тоа ќе го прават во многу големи износи. Во процесот, тие ќе ја продадат домашната валута, која штотуку ја зеле на заем, на девизниот пазар, истовремено стекнувајќи се со валути на земјите каде што сакаат да дадат заем. Резултатот ќе биде директен притисок врз домашниот девизен курс: голема продажба на домашната валута ќе ја турка кон депрецијација. Сепак да не се изгуби од предвид дека во случајов девизниот курс е фиксен и Централната банка е обврзана да ја спречи претстојната депрецијација. Под притисок на пазарот, мора да изврши интервенција на девизниот пазар, купувајќи ја домашната валута која се продава на пазарот во прекумерни количини. За да го стори тоа, троши дел од своето акумулирано ниво на девизни резерви. Но, откупената валута од страна на Централната банка е ефективно повлечена од оптек и понудата на пари се намалува. Како последица LM кривата се поместува налево, прашањето е до каде? Многу едноставно, Централната банка ќе интервенира и ќе ја намалува понудата на пари се додека приносот на домашните средства е помал од приносот на странските средства, односно додека LM кривата не се врати во својата почетна положба. Општата рамнотежа повторно ќе се воспостави во точката E_0 , односно почетната точка. Важниот резултат од тоа е што монетарната политика нема ефект при режимот на фиксен девизен курс. Графички се констатираше дека LM кривата е ендогена и мора секогаш да се поместува на начин за да поминува низ пресекот на останатите две IS и BP криви.¹⁰

⁹Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. "Pearson Education" – New York, 545

¹⁰Burda M, Wyplosz C. (2009). Macroeconomics: a european text. Oxford University Press, 247

1.2.2. IS – LM моделот во услови на флексибилни девизни курсеви

Егзогеното зголемување на агрегатната побарувачка при флексибилни девизни курсеви се претставува како поместување на десно на IS кривата. Економијата не се наоѓа веднаш во општа рамнотежа бидејќи трите криви IS, LM и BP веќе не поминуваат низ заедничка пресечна точка. Во случајот со флукуирачки девизен курс, Централната банка не интервенира на девизниот пазар и оттука, може да ја контролира понудата на пари. Со други зборови, положбата на LM кривата е егзогена, одразувајќи ја понудата на пари одредена од монетарната власт. Во случај на монетарна експанзија кривата LM ќе се премести во LM'. Во точката E₁ каматната стапка е пониска од странските приноси. Како што се одлева капиталот, номиналниот девизен курс депрецира, што ја зголемува надворешната конкурентност. Резултатот е зголемување на побарувачката за домашни стоки и подобрување на тековната сметка. Кривата IS се поместува надесно се додека не помине низ точката E₂.



Слика 3. Монетарна политика во услови на флексибилни девизни курсеви¹¹

Figure 3. Monetary policy in flexible exchange rate terms

Спротивно на режимот на фиксен девизен курс, монетарната политика е ефективна при флексибилни девизни курсеви. Монетарната политика функционира целосно преку својот ефект врз девизниот курс и тековната сметка,

¹¹Извор: Policonomics

а не преку каматната стапка која останува условена од странски приноси. Монетарната политика понекогаш се нарекува осиромашување на соседот, бидејќи се пренасочува светската побарувачка од странските стоки кон домашните стоки. Политиките на осиромашување на соседот, предизвикуваат остро спротивставување од страна на трговските партнери, особено ако депрецијацијата на девизниот курс биде согледана како неоправдана и единствено како обид да се постигне вештачка трговска предност. Токму за да се избегнат таквите тензии, многу европски земји бараа стабилизирање на девизните курсеви помеѓу себе и завршија со усвојување на единствена валута.¹²

Немоќноста на монетарната политика во услови на фиксни девизни курсеви е директно поврзана со фактот дека монетарната политика е ефективна при флексибилни курсеви, токму затоа што функционира преку промените на девизниот курс.

¹²Burda M, Wyplosz C. (2009). Macroeconomics: a european text. Oxford University Press, 254

2.ВИДОВИ МОНЕТАРНИ СТРАТЕГИИ

При изборот на монетарна стратегија секоја земја настојува да избере стратегија со чие спроведување ќе се овозможи остварување не само на непосредните цели: стабилност на цените и девизниот курс, туку истовремено и на клучните цели на макроекономската политика на земјата: стопански раст, високо ниво на вработеност, прифатлива стапка на инфлација, урамнотезен платен биланс. Тоа значи дека дефинирањето на монетарната политика во една национална економија зависи од состојбата во која се наоѓа истата, односно колкав е степенот на развиеност и вклученоста во меѓународната поделба на трудот, како и проекциите за нејзин подолгорочен развој.

Врз концепциите на монетарната политика големо влијание врши и меѓународниот монетарен систем, преку регулирањето на системот на девизните курсеви во меѓувалутните односи во светот. Девизните курсеви се израз на цените во одделни економии, но и одраз на промените во цените на производите во меѓународната размена. И не е сеедно дали функционира систем на фиксен курс, систем на фиксен но прилагодлив курс, или некој вид на флукуирачки девизен курс.

Во продолжение се разгледани следните монетарни стратегии: антициклична монетарна политика, политика на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати, таргетирање на девизниот курс и таргетирање на инфлацијата, со посебен акцент на политиката на таргетирање на девизниот курс преку искуствата на високо развиените земји и земјите во развој.

2.1.Антициклична монетарна политика

Антицикличната монетарна политика е развиена по концептот на однесување на централните банки во периодот на функционирање на Бретонвудскиот меѓународен монетарен систем, во кој националните власти, во согласност со златно-доларскиот стандард имале обврска да одржуваат стабилни девизни курсеви на своите валути. Во ваквиот систем, поради грижата за одржување на стабилноста на девизниот курс, бил изнуден развој на концепти на антициклични монетарни политики, со оглед на тоа што осцилациите во

економскиот циклус на определена земја се одразуваат врз стабилноста на девизниот курс на националната валута. Тоа доаѓа оттаму што цикличните осцилации во стопанската активност корелираат со цикличните осцилации на инфлацијата.¹³

Овој концепт на монетарна политика тргнува од тезата дека главниот извор на шокови кои ја погодуваат националната економија лежи во цикличните осцилации на стопанските активности кои се корелирани со цикличните осцилации на инфлацијата. Според теоретското сценарио, во фазите на економскиот подем поради зголемување на стапките на раст доаѓа до циклично зголемување на стапката на инфлација. Обратно во фазите на рецесија или криза доаѓа до стагнирање или целосно опаѓање на нивото на стопанската активност, при што стапките на инфлација покажуваат циклично намалување. Важна карактеристика на ова сценарио е дека постои корелациона врска помеѓу осцилациите на стапките на реалниот економски раст и осцилациите на стапките на инфлација во различните циклуси. Заеднички именител на процикличното движење на реалниот друштвен производ и стапките на инфлација е процикличното осцилирање на агрегатната побарувачка.¹⁴ Притоа, во фаза на подем на стопанската активност и на инфлацијата доаѓа до „прегревање“ на стопанството, а во фазата на слабеење на стопанската активност и на смалување на стапката на инфлација доаѓа до „ладење“ на стопанството. Во фазата на „прегревање“ растат инвестициите и другите облици на потрошувачка. Нивната експанзија е поврзана со забрзување на побарувачката со кредити, особено со банкарски кредити, што делува во насока на експанзија на паричната маса. Наспроти тоа, во фазата на „ладење“, кога се намалуваат производството и вработеноста, се намалуваат инвестициите и доаѓа до намалување на побарувачката на банкарски и други кредити.

Во контекст на споменатото сценарио на потенцијално силни проциклични движења на реалниот и финансискиот сектор, задача на државата би била по пат на монетарната и фискалната политика да делува во правец на намалување на амплитудите на цикличните осцилации. Со тоа пазарната економија би добила

¹³Шајноски, К. (2011). Монетарна економија. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 130

¹⁴Chirovich, M. (1998). Monetarna ekonomija. „Ekonomski fakultet“ – Beograd, 271

коректив во вид на макроекономско регулирање на пазарните движења. Потребата од намалување на степенот на осцилации на реалните економски агрегати е образложена дека силните циклични осцилации за економија значат неприфатливо високи економски и социјални трошоци на усогласување. Тоа значи дека централните банки и државите имаат задача да го спречуваат кумулирањето на претерано експанзивни фактори во фазата на подем на циклусот, односно да делуваат антициклично, бидејќи со тоа се намалува и силата на паѓањето на стопанската активност во рецесионата фаза на циклусот.

Антицикличното однесување на централните банки може да се поврзе и со процикличното движење на брзината на пуштање на парите во оптек. Поточно, во фазата на подем на стопанската активност, после силна експанзија на инвестициите и потрошувачката, доаѓа до автономно забрзување на оптекот на парите. Обратно, во фазата на рецесија доаѓа до забавување на оптекот на парите. Во тој контекст се појавува потреба централните банки да делуваат во правец на редуцирање на цикличните осцилации на агрегатната побарувачка, и со тоа на намалување на стопанската активност како и на стапките на инфлација.

Механизмот на антициклично делување на монетарната политика теоретски може да се искаже на следниот начин: во фазата на подем на економскиот циклус централните банки спроведуваат рестриктивна монетарна политика, додека во фазата на рецесија спроведуваат експанзивна монетарна политика. Во првата фаза, во однос на силната побарувачка на банкарски кредити со цел финансирање на цикличното зголемување на инвестициите, побарувачката и тековната репродукција, централните банки со помош на квантитативни инструменти на регулирање, има рестриктивно влијание на понудата на банкарски кредити. Истовремено, централните банки дејствувајќи на пораст на каматните стапки влијаат на ограничување на побарувачката на сите кредити. Со оглед на фактот што кредитот станува релативно поскап, а со тоа се намалуваат и стапките на принос на инвестициите, па многу инвестициски програми се одложуваат за подоцнежен период, кога на пазарот повторно ќе делуваат ниски каматни стапки. Квантитативните и каматните аспекти на рестриктивната монетарна политика делуваат ако единствена целина, при што сепак е важно монетарната политика

истовремено да делува преку два метода на регулирање, кои меѓусебно се надополнуваат и ги зајакнуваат вкупните ефекти.¹⁵ Врз основа на комбинирано делување на горните два метода на рестриктивна монетарна политика во пазарната економија доаѓа до усогласувањена реалниот сектор со финансиските ограничувања, кои се регулирани со политика на централната банка. Спомнатиот механизам делува под услов да не биде нарушен со компензаторна експанзија од други извори на кредити, како кредити од странство.

Во рецесионата фаза на економскиот циклус доаѓа до намалување на инвестициите, потрошувачката и тековната репродукција во однос на тековните стапки, што со себе носи релативно намалување на побарувачката на банкарски кредити, како и на побарувачката на било какви средства преку финансискиот пазар. При нормално функционирање на економскиот циклус, во рецесионата фаза секторот на стопанството располага со зголемена количина на пари, како и ликвидни средства по основ на амортизационите отписи на основните фондови, бидејќи претпријатијата ја одложуваат реализацијата на инвестиционите проекти, во услови на намалена продажба на стоките на пазарот. Во такви услови, централните банки настојуваат да делуваат во правец на оживување на инвестициите и стопанската активност преку експанзивна монетарна политика. При тоа во центарот на делувањето на монетарната политика е намалувањето на каматните стапки, за да бидат доведени во склад со циклично намалените стапки на принос во стопанскиот сектор. Во контекст на пазарното формирање на каматните стапки, дејството на централните банки на намалување на каматните стапки се спроведува преку пораст на емисијата на примарните пари и паричната маса. Меѓутоа, во состојба на подлабока рецесија, намалувањето на каматните стапки може да повлече пораст на инвестициите, единствено доколку пазарните трансактори оценат дека на цикличната рецесија и се ближи крајот, за да во тие услови рационално се искористат пониските каматни стапки за финансирање на стопанските инвестиции. Доколку инвеститорите не се доволно осетливи на цикличното намалување на каматните стапки, забрзувањето на излезот од

¹⁵Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. "Pearson Education" – New York, 592

рецесионата фаза може да се оствари единствено по пат на фискална експанзија, односно преку дефицитно финансирање на државата. Со тоа се создаваат услови за дополнителен пораст на агрегатната побарувачка, што претставува основен фактор за движење кон фаза на цикличен подем.¹⁶

Крајни цели на монетарната политика се сведуваат на крајните цели на економската политика, а тие се следните: стопански раст, високо ниво на вработеност, прифатлива стапка на инфлација, рамнотежен платен биланс. Смеслата на антицикличната монетарна политика е, во комбинација со антицикличната фискална политика, да делува во правец насимултано остварување на сите четири погоре споменати крајни цели на економската политика. Проблемот, меѓутоа е да се оцени дали во тековниот период монетарната политика е рестриктивна или експанзивна, и во кој степен односно дали таа е во функција на остварување на крајните цели на економската политика во претстојниот период. Ова е особено важно со оглед на фактот што краткорочната монетарна политика делува со временско одлагање врз стопанските движења. Се смета дека вкупното траење на временското одложување од моментот на активирање на промената во монетарната политика до целосна реализација на нејзините ефекти, особено на планот на формирање на цените изнесува две години.¹⁷ Ова имплицира дека монетарната политика на краток рок е доста ограничена па затоа подобро би било ако се води среднорочно и долгорочно.

Правени се обиди да се создадат идеални монетарни индикатори кои би го покажувале само дејството на монетарната политика врз промените на перформансите на реалната економија. Меѓутоа, до такви индикатори тешко се доаѓа бидејќи тие треба да не бидат под влијание ниту на цикличните осцилации ниту на временското одложување. Ова го усложнува создавањето и користењето на такви индикатори во оперативната практика на централните банки. Изборот на монетарни индикатори се разликува од земја до земја, па дури и од еден до друг период во една земја. Тој е детерминиран од крајните цели на економската

¹⁶Chirovich, M. (1998). Monetarна економија. „Ekonomski fakultet“ – Beograd, 274

¹⁷Шајноски, К. (2011). Монетарна економија. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 132

политика и од улогата на монетарната политика во остварувањето на таквите цели. Притоа, се користат две групи на монетарни индикатори. Во првата група се индикаторите кои се поврзани со движењата на пазарот на пари, односно со побарувачката на пари. Во оваа група спаѓаат: каматната стапка на централните банки, каматната стапка на тримесечните благајнички записи, вишокот на резерви на банките, задолжувањето на банките за ликвидност кај Централната банка, слободните резерви на банките (вишокот на резерви на банката минус задолженоста на банките за ликвидност кај централната банка). На оваа група индикатори инсистираат кејнзијанците, кои ја нагласуваат каматната стапка како индикатор на монетарната политика и кои во прв план ги имаат проблемите со невработеноста. Во втората група спаѓаат индикаторите кои се однесуваат на монетарните агрегати. Во оваа група спаѓаат: паричната маса, примарните пари, банкарските кредити. Наспроти првата група на оваа група индикатори инсистираат монетаристите кои посебно го нагласуваат регулирањето на монетарните агрегати, а во предвид го земаат проблемот со инфлацијата. Во овој контекст изборот на адекватен монетарен индикатор се сведува на изборот меѓу каматната стапка и количината на пари. Притоа проблемот е што централните банки не можат истовремено да ги користат двата индикатори. Централната банка може или да ја формира количината на пари во економијата, а каматните стапки да ги остави да се формираат на ниво кое го чисти пазарот, или да ја определува каматната стапка, а да овозможи количината на пари да се приспособува на нивото кое го чисти пазарот.

Антицикличната монетарна политика се покажа како мошне привлечна за носителите на економската политика, но само до моментот кога генерира позитивни ефекти врз реалниот стопански раст. Таквите ефекти се исцрпуваат по определен период и доаѓа до зголемување на стапката на инфлација и до стопанска нестабилност, која делува на намалување на реалниот раст и води кон ескалација на инфлаторните очекувања. По подолг период на примена на експанзивна монетарна и фискална политика доаѓа до нарушување во функционирањето на економскиот циклус при што пораст на инфлацијата е можен и во услови на ниско ниво на стопанска активност. До напуштање на

антицикличната монетарна политика дошло до почетокот на седумдесетите години на минатиот век, по ескалацијата на цените на примарните производи и на нафтата. Антицикличната монетарна политика не била во состојба да одржува релативно ниски стапки на инфлација, бидејќи бил нарушен механизмот на одржување ниски цени на споменатите производи. Тоа довело до формирање на увозна инфлација на трошоци, која во некои земји завршила како стагфлација.

2.2. Политика на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати

Во текот на седумдесетите години во развиените капиталистички земји широко била користена политиката на програмирање на растот на монетарните агрегати на годишна основа. Суштината на оваа политика е наместо стапката на раст да се програмира на долг рок, централните банки објавувале стапки на раст на монетарните агрегати за рок од една година.

Преминот кон програмирана политика на монетарните агрегати е поврзан и со преминот од фиксен на флукуирачки систем на девизни курсеви, што било остварено во 1973 година, во услови на нееднакво зголемената инфлација во развиените капиталистички земји, како и различните позиции во платните биланси. За преминот кон флукуирачки девизни курсеви посебно било значајно, што дошло до слабеење на курсот на доларот во однос на поважните валути во Западна Европа и Јапонија. Имено, фиксниот девизен курс претставувал некоја врста на таргет за проектирање на монетарната политика, иако фиксниот курс можел да биде променет во исклучителни ситуации на постоење на фундаментална нерамнотежа во поединечни национални економии. Меѓутоа, кога развиените капиталистички земји преминале на систем на флукуирачки девизни курсеви, било потребно да се пронајде некој нов таргет за монетарната политика. И тој е пронајден во фиксно програмираните годишни стапки на раст на монетарните агрегати за едногодишен период со мали осцилации на овие стапки за среднорочен период.¹⁸

Важен фактор кој има влијание на усвојување на таргетираната монетарна политика била процена на улогата на инфлационите очекувања во процесите на

¹⁸Chirovich, M. (1998). Monetarна ekonomija. „Ekonomski fakultet“ – Beograd, 298

генерирање и трансмитирање на инфлацијата. Во услови на зголемена инфлација како и во услови на зголемен степен на движење на девизните курсеви, со повратни ефекти на стапката на инфлација, зголемен е просторот за инфлационите очекувања кај претпријатијата и домаќинствата. Во таква констелација било оценето дека е неопходно да се активира некој инструмент кој директно би делувал на стабилизирање на иднесувањето и антиципирањето на пазарните трансактори. Бидејќи монетарната политика во овие услови веќе добила антиинфлационен и рестриктивен акцент требало таквиот концепт на монетарната политика да биде засилен со механизми на делување против инфлационите очекувања. Решението било пронајдено во публикување на одреден стапки на раст на монетарните агрегати однапред за период од една година, што требало да ја докаже упорноста на Централната банка во спроведувањето на антиинфлационата монетарна политика. Во услови на таргетирана монетарна политика пазарните трансактори би граделе инфлациони очекувања не само врз основа на тековните стапки на инфлација и монетарен раст, туку и на предреминираните идни стапки на монетарен раст и инфлација. Така, таргетите на монетарен раст претставувале некој вид на официјална комуникација помеѓу централната банка и масата пазарни трансактори со цел по пат на објавените стапки на монетарен раст да се делува во правец на намалување на инфлационите очекувања во капиталистичкото пазарно стопанство во кое инаку постои висок степен на неизвесност. Така се настојувало да се делува во правец на потиснување на психолошките компоненти на инфлацијата односно да се забрза процесот на пронаоѓање рамнотежно ниво на цените во услови на нивно пазарно формирање.¹⁹

При проектирањето на ваквиот вид монетарна стратегија основното прашање се однесува на концепцијата на програмирање на растот на монетарните агрегати. Според монетаристичкиот пристап, програмирањето на монетарниот раст се врши од страна на централната банка, независно од другите инструменти на економската политика и единствено со намера преку објавените

¹⁹Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. "Pearson Education" – New York, 398

цифри за годишниот пораст на монетарните агрегати да се делува во правец на одржување на тековните ниски стапки на инфлација или во правец на нивно намалување. При тоа сепак се очекува дека годишните програми на пораст на монетарните агрегати кои по правило се утврдуваат на крајот на тековната година, за да се применуваат во наредната календарска година влијаат на главните одлуки во сферата на нераспределениот доход, првенствено на планот на формирање на доходот на работниците, но и на планот на фискалната политика. При тоа монетаристичкиот пристап при формирањето на годишниот раст на монетарните агрегати силно ја нагласува стабилизирачката улога која централната банка ја има при објавувањето на монетарните таргети на формирање на очекуваните стапки на инфлација од страна на пазарните трансактори кои овие монетарни таргети ги земаат во предвид при формирањето на цените и доходот во тековната година. Може да се каже дека монетаристичкиот пристап при таргетирањето на растот на монетарните агрегати тргнува од претпоставката за висок степен на кредибилност на пазарните трансактори во Централната банка како и од претпоставката дека е возможно да се обезбеди висок степен на пазарна дисциплина врз основа на стравот на пазарните трансактори од неликвидност.

Како таргети за определување на годишната стапка на монетарниот раст се користени: паричната маса со различен степен на опфаќање, примарните пари и вкупните кредити одобрувани од финансиските институции. Некои земји користеле еден таргет, а некои и повеќе, во зависност од тоа во кој случај Централната банка има понепосредно влијание врз монетарниот агрегат. Позната е и практиката во која програмирањето на годишната стапка на монетарниот раст се врши не само во еден број, туку во определен распон на броеви, кои покажувале горна и долна граница на стапката на растот.²⁰ Во САД се вршело програмирање на годишниот раст за три дефинирани агрегати на паричната маса (M1, M2, и M3) како и програмирање на растот на вкупните кредити. Во некои земји тежиштето на програмирање на Централната банка е растот на кредитните агрегати. Програмирање на примарните пари се вршело во Германија и Швајцарија со тоа

²⁰Шајноски, К. (2011). Монетарна економија. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 137

што во почетниот период во тие две земји било вршено програмирање на паричната маса.

Од сите развиени пазарни економии кои ја применувале стратегијата на годишно програмирање на монетарните агрегати, најдобра методологија се смета онаа која била користена од страна на Централната Банка на Германија. Таа усвоила стратегија на таргетирање на примарните пари поради тоа што таа имала непосредно влијание токму на формирање на овој монетарен агрегат. Освен тоа, емпириските истражувања покажале дека во споменатата земја постоел висок степен на корелација помеѓу движењето на примарните пари и номиналниот општествен производ. Според методологијата на Бундесбанката, во составот на примарните пари спаѓале само готовите пари и задолжителната резерва на банката, за разлика од поширокиот концепт за монетарната база каде освен примарните пари влегувале уште и задолжителните резерви на депозитите на нерезидентите, како и вишокот резерви на банката. Во методологијата на таргетирање на растот на примарните пари на годишна основа која ја применувала Бундесбанката била дадена декомпозиција на формирање таргет на примарните пари врз основа на следните четири квантифицирани фактори: очекуван пораст на производниот потенцијал, неизбежната стапка на инфлација, промена на користењето на производниот потенцијал и очекувана промена на брзината на оптекот на парите. Поточно станува збор за очекувани тековни стопански движења и проценки на вредностите на факторите во текот на годината. Таргетирањето на стапката на примарните пари произлегува како резултат на промените на споменатите четири фактори.

Рестриктивноста на монетарната политика, содржана во концептот на годишното програмирање на растот на монетарните агрегати, овозможило ефикасна антиинфлаторна политика, меѓутоа наишла на тешкотии поради тоа што побарувачката на пари е нестабилна, а силни се и осцилациите на девизните курсеви. Додека инфлацијата е висока, регулирањето на понудата на пари преку монетарните агрегати влијае врз потиснувањето на инфлаторните очекувања. Меѓутоа кога ќе се намали стапката на инфлација, доаѓа до поголема нестабилност на побарувачката на пари. Нестабилноста на пари влијае врз

осцилациите на каматните стапки на финансиските пазари, а тоа неповолно се одразува на инвестициите и на вкупните текови на репродукцијата во домашната економија. Разликите во каматните стапки предизвикуваат движење на краткорочните капитали од една во друга земја. Таквите движења влијаат за поголеми осцилации на девизните курсеви, а тие пак влијаат врз движењата на домашните економии. Во вакви услови централната банка е присилена да врши компромис меѓу спроведувањето на политиката на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати и на движењето на каматните стапки. Политиката на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати доаѓа во конфликт со можните претерани осцилации на девизните курсеви, при што се отстапува од програмираниот раст на монетарните агрегати, со намера да се избегнат големи промени во девизниот курс, бидејќи тие се исто така фактор на нестабилност во домашната економија. Овој проблем е особено видлив во земјите кои имаат суфицит во платниот биланс, па врз основа на тоа се присилени да вршат апресирање на вредноста на сопствените валути, што неповолно делува врз извозот на тие земји, за да ги спречат претераните апрецијации на своите валути, централните банки на суфицитните земји ги пробивале монетарните таргети.

2.3. Политика на таргетирање на девизниот курс

Кога во почетокот на седумдесетите години во развиените пазарни економии доаѓа до премин од фиксни на флексибилни девизни курсеви, се верувало дека монетарната политика на националните економии ќе стане понезависна во однос на надворешните фактори. Се сметало дека, во контекст на системот на флексибилни девизни курсеви, монетарната политика во секоја земја ќе може да биде ослободена од платнобилансни ограничувања. Во тој контекст монетарната политика би била водена исклучиво од гледиште на обезбедување внатрешна економска рамнотежа и посебно во смисла на делување на формирање ниски стапки на инфлација со обезбедување на долгорочни стапки на реален економски раст во склад со вистинските економски можности на земјата. Надворешнотрговската рамнотежа, па спрема тоа и стабилноста на девизните курсеви, би се обезбедувала преку таргетирање на монетарните агрегати со

основна интенција, да на тој начин се делува во правец на ограничување на монетарните услови за формирање на инфлацијата, како и за потиснување на инфлационите очекувања.

Концептот на монетарно таргетирање имплицира на тоа дека рамнотежата во платниот биланс се остварува преку програмирање на доволно ниски и стабилни стапки на раст на монетарните агрегати во комбинација со политика на рамнотежа на секторот финансирање на државата. Во тој контекст, на девизните пазари доаѓа до потполно слободно формирање на девизните курсеви без интервенција на Централната Банка. Под теоретска претпоставка дека сите земји имаат идентични стапки на монетарен раст и реален економски раст, како и непроменети структурни позиции во меѓународната размена, девизните курсеви на нивните валути би биле потполно стабилни на среден и долг рок, додека на краток рок ќе дојде до извесни движења на девизните курсеви кои би се поништиле со текот на временскиот период. Поради тоа, за стабилност на пазарно формираните девизни курсеви, важно е да постои ист распон помеѓу стапките на монетарниот и реалниот економски раст во разни земји, додека интервенцијата на Централните банки на девизните пазари е непотребна. Меѓутоа доколку кај земјите(при исти стапки на економски раст) доаѓа до формирање на различни стапки на монетарен раст, тоа делува на промена на структурата на девизните курсеви. Земјите со релативно ниски стапки на монетарен раст потешко дека потенцијално ќе формираат платнобилансни дефицити со тоа што процесот на платнобилансно урамнотежување се спроведува преку депрецијација на националните валути. Слично на тоа, промените во структурните позиции на земјата во однос на светската економија потешко ќе бидат компензирани преку апрецијација или депрецијација на националните валути. Тоа би бил теоретскиот концепт на функционирање на флексибилните девизни курсеви.

Меѓутоа анализите на функционирањето на системите на флексибилни девизни курсеви покажуваат дека само таргетирањето на монетарниот раст на национално ниво не е доволно да ги спречи релативно силните осцилации на девизните курсеви на пазарите кои одговараат што доведува до проблеми на структурните дисторции и движење на инфлационите циклуси. Од тие причини

неопходно е да: 1) на меѓународен план дојде до ускладување на стапките на монетарен раст како и поголема синхронизација во водењето на фискалната политика и политиката на доход; и 2) централните банки на домашните девизни пазари спроведуваат интервентна политика со цел намалување на осцилациите на номиналните девизни курсеви односно приближување на движењето на тековните пазарни цени на девизите до рамнотежни вредности.²¹

Според монетарната теорија во постбретонвудскиот меѓународен монетарен систем, во изборот на монетарните политики, пазарните економии можат да се определат меѓу политиката на програмирање на растот на монетарните агрегати и политиката на фиксен девизен курс на националната валута. Притоа се смета дека првата политика има поголеми можности за успешно остварување на целите во поголемите и поразвиени економии во кои стабилноста на девизниот курс може да се добие како последица на релативно ниските стапки на инфлација во земјата. За разлика од нив, во малите и отворени економии поголеми се можностите почесто да доаѓа до конфликти меѓу политиката за стабилен раст на монетарните агрегати и на политиката на одржување на релативно стабилен девизен курс.

Фиксниот девизен курс ја претставува цената на странска валута изразена во домашна валута што се формира врз основа на еден утврден однос на валутите спрема некој конвенционално одбран заеднички именител, на пример злато или некоја друга стабилна валута. Заедничкиот именител врз основа на кој се утврдуваат цените на валутите се нарекува златен или валутен паритет. При тоа претпоставка е паритетот да ја одразува стварната вредност, односно стварната куповна сила на валутата.

Фиксниот девизен курс постои кога вредносниот однос помеѓу домашните пари и странските валути се одржува стабилен. Таа стабилност може да биде апсолутна и да се одржува на авторитативен начин каков што е случајот кога постои законски курс во режимот на девизните ограничувања или при релативно мали осцилации околу паритетот на курсот. Од аспект на постојаноста на висината на фиксните девизни курсеви, тие девизни курсеви имаат свои добри и

²¹Chirovich, M. (1998). Monetarna ekonomija. „Ekonomski fakultet“ – Beograd, 315

лоши карактеристики. Во групата добри карактеристики се вбројуваат: а) довербата што ја има валутата со фиксен курс во меѓународниот промет; б) фиксниот курс претставува цврста основа за определување на рентабилитетот на извозот и увозот; и в) фиксниот курс претставува основно мерило за оптимално вклопување во светската поделба на трудот. Во групата на лоши карактеристики се вбројуваат: а) фиксниот девизен курс механички ги пренесува во домашното стопанство сите нарушувања што настануваат на стихијниот светски пазар; б) не создава услови за водење на самостојна стопанска и монетарна политика; и в) во условите на постоење фиксни девизни курсеви, монетарните власти се должни постојано да ги отстрануваат диспропорциите помеѓу понудата и побарувачката на валутите на девизниот пазар што во суштина значи потчинување на целите на домашното стопанство на целите на валутната политика.²²

Со прифаќањето на девизниот курс како главен интермедијарен таргет на монетарната политика, Централната банка се обврзува да одржува фиксна вредност на домашната валута во однос на една или неколку странски валути. На тој начин, сите домашни номинални големини се врзуваат за соодветните варијабли во земјата која служи како сидро, со што во домашната економија се усвојува политиката на земјата - сидро. Во таа смисла, врзаниот девизен курс се воведува како обид да се „увезе“ ниска инфлација од странство, во случај когадомашната монетарна политика не може самостојно да обезбеди ниска инфлација.²³

Суштината на системот на фиксните курсеви е: а) целокупната економска политика да се ориентира на создавање економски услови за да на девизните пазари се обезбеди минимална осцилација на пазарните курсеви околку фиксниот девизен курс и б) да се применува интервентна политика на централните банки за да се спречат економски неоправдани девијации на девизниот курс во однос на рамнотежната вредност. Политиката на фиксен девизен курс е градена на тезата одржувањето на стабилен девизен курс да се земе како кристализационо јадро кај

²²Јовановски, Т. (1995). Девизна економија. НУБ „Св. Климент Охридски“ – Скопје, 79

²³Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 137

проектирањата на целокупната домашна економска политика и посебно за конзистентно ускладување на монетарната, фискалната и политиката на доход.

Концептот на фиксен девизен курс исто така имплицира брзо реагирање на домашната економска политика доколку доаѓа до притисок на тековниот девизен курс. Доколку на краток рок дојде до влошување на позицијата на БП и создавање притисок на девизниот курс, монетарната политика ориентирана на стабилност на девизниот курс мора да врши рестриктивни корекции, кои се ставаат во движење преку дозирано повлекување на квантумот на примарните пари, што автоматски доведува до пораст на каматните стапки на пазарот на пари и на пазарот на капитал. Со тоа истовремено се придвижуваат два вида на економски процеси. На внатрешен план се придвижува механизмот на урамнотежување на платниот биланс, со промени во структурата во стопанството во смисла на потиснување на помалку ефикасното производство. На надворешен план доаѓа до урамнотежување на движењето на краткорочниот капитал врз база на позитивните разлики во каматните стапки во корист на земјата која има платно билансен дефицит. Споредено со рестриктивните потези на планот на краткорочната монетарна политика, доаѓа до соодветни рестриктивни потези на планот на фискалната и политиката на доход. Во процесите на урамнотежување на платниот биланс и намалување на притисокот на девизниот курс значајна улога треба да имаат позитивните промени на планот на инфлационите очекувања и очекувањата на движењето на девизните курсеви. Способноста на носителите на економската политика да го одбранат фиксниот девизен курс кој е под притисок, се манифестира во доволно цврста врска помеѓу конзистентните потези на стабилизационата економска политика и брзите процеси на ускладување на микроекономско ниво кои постојат само во услови на доволен степен на конкурентност во стопанството.

Постојат три типа политики на фиксен девизен курс од страна на поединечните национални економии во генерален контекст на светската економија која функционира на база на флексибилни девизни курсеви.²⁴

²⁴Chirovich, M. (1998). Monetarna ekonomija. „Ekonomski fakultet“ – Beograd, 316

1. Прва е можноста малата и отворена економија да го врзува девизниот курс на својата валута за цврста валута на некои економски силни земји со кои има значаен обем на надворешно трговска размена. Така австрискиот шилинг, холандскиот флоринд и швајцарскиот франак се врзани за западно германската марка. Тоа практично значи дека овие земји преку усогласување на своите монетарни економски политики како и со примена на краткорочни интервенции на девизните пазари го бранат стабилниот курс спрема западно германската марка. Доколку, во контекст на флексибилните девизни курсеви, западно германската марка има промени во девизниот курс во однос на американскиот долар и другите национални валути кои имаат самостојно пливачки курсеви, валутите на споменатите помали земји, одржувајќи фиксен курс наспроти германската марка, минуваат низ промени на курсевите усогласувајќи ги спрема американскиот долар и другите пливачки валути.
2. Малата и отворена економија може да води политика на стабилен курс на националната валута која е изразена во валутна кошничка формирана на база на валутната структура на нејзината надворешно трговска размена. На пример, Шведска спроведува политика на фиксен девизен курс на шведската круна изразена во пондерирана валутна кошничка која содржи 15 валути на оние земји кои се од посебно значење во надворешно трговската размена на Шведска. Оваа варијанта е подобра од претходната во таа смисла што курсот не се врзува само за една земја. Од друга страна, постапката за пресметување на ефективниот курс на националната валута на база на пондерирана кошничка на странски валути е посложена отколку кога курсот едноставно се врзува за една странска валута.
3. Фиксниот девизен курс на националната валута може да биде договорно одреден во рамките на регионален монетарен систем со одреден број на земји членки и тоа наспрема синтетичка валутна единица која е формирана како кошничка на валути само од земјите членки на тој регионален монетарен систем. Таквиот тип на формирање на фиксни девизни курсеви постои во рамките на Западно Европскиот Монетарен систем (ЕМС) кој има

своја синтетичка валутна единица (ЕКУ), наспрема која се изразени фиксни девизни курсеви на земјите членки на овој систем. Секоја земја договорно формира централен курс на националната валута во однос на еку со што тој централен курс може да се промени само во исклучителни ситуации. Според тоа се работи за базични фиксни девизни курсеви кои се бранат по пат на синхронизирани монетарни и економски политики во сите земји членки на регионалниот монетарен систем како и по пат на интервентни операции на нивните централни банки на девизните пазари.

Според економската теорија политиката на цврст девизен курс се интерпретира како таргетирање на девизниот курс. Постои една помалку шематска класификација по која големите национални економии тежнеат да имаат таргетирање на монетарните агрегати додека малите и отворени економии тежнеат да го таргетираат девизниот курс. Доколку земјата ги таргетира монетарните агрегати, таа превентивно делува во правец на запирање на инфлацијата и инфлационите очекувања. Економски поголемите и посилни земји очекуваат преку монетарно таргетирање во крајна линија да обезбедат релативно стабилен девизен курс со потенцијални осцилации кои можат да бидат редуцирани по пат на интервентна политика на централните банки. Во теоријата е укажано дека економски поголемите пазарни економии имаат објективно повеќе можности да влијаат на формирање на светските стопански процеси вклучувајќи го и влијанието на формираните цени на светските пазари. Од друга страна, малите економии во голема мера примаат економски и ценовни импулси од светските пазари па за нив е значајно повеќе да го нагласат одржувањето на стабилни курсеви на националните валути преку координирана економска политика како интервентни операции на централните банки. Меѓутоа и за малите отворени економии опцијата за фиксирање на девизниот курс може да биде тежок избор доколку истите не се во состојба да вршат брзи, структурни и финансиски приспособувања кога ќе дојде до определени удари, независно дали се од внатрешни (пад на производството, вработеноста, намалување на надниците) или од надворешни причини (изостанување на прилив на капитал).

Стратегијата на таргетирање на девизниот курс е прифатена од релативно голем број земји во транзиција, како и развиени земји кои имаат карактеристики на мали и отворени економии. Имено, овие економии се упатени на соработка и размена со странство, при што на светските пазари се јавуваат во улога на апсорбери на екстерните шокови, без можност за позначајно влијание врз нивото на светските цени. Од овие причини, девизниот курс е најзначајна детерминанта на нивото на цените во мали и отворени економии. Преку врзување на девизниот курс за валутата на земјата која е најзначаен трговски партнер се избегнува потенцијална опасност од загрозување на ценовната стабилност преку евентуална нестабилност на неговото ниво како одраз на флукуациите на светскиот пазар. Следствено, нивната монетарна и фискална политика на долг рок мора да биде усогласена со соодветните на земјата – најзначаен трговски партнер. Притоа, монетарната понуда добива ендеген карактер и нејзиниот пораст е детерминиран од соодветниот во земјата чија валута се користи како номинално сидро. Одржувањето на стабилен девизен курс кој може да се следи на дневна основа, обезбедува потиснување на инфлаторните очекувања и консеквентно стабилност на цените во домашната економија. Воедно, тоа значи и остварувањена крајната цел на монетарната политика.²⁵

2.3.1.Искуства од таргетирањето на девизниот курс во високо развиените земји

Во индустријализираните земји, најголемата цена за таргетирање на девизниот курс е загубата на независна монетарна политика за справување со домашните фактори. Ако една независна домашна монетарна политика може да се води одговорно, ова може да биде навистина сериозна цена. Меѓутоа, произлегува дека не се сите индустријализирани земји способни за успешно спроведување на своја монетарна политика, или поради тоа што Централната банка не е независна, или поради тоа што политичките притисоци врз Централната банка доведуваат до инфлациска наклонетост во монетарната

²⁵Наумовска, А. (2001). Девизниот курс – номинално сидро на македонската економија. Економски истражувања 4/2001. НБРМ – Скопје, 39

политика. Во овие случаи, откажувањето од независна контрола на домашната монетарна политика може да не биде голема загуба, а придобивката од монетарна политика утврдена од централна банка со подобри перформанси во сидро-земјата може да биде голема.²⁶

Според примерот на Италија, не беше случајно тоа што италијанската јавност имаше најпозитивен став од сите во Европа за формирање на Европска монетарна унија. Минатото на италијанската монетарна политика не е добро, а италијанската јавност препозна дека монетарната политика контролирана од поодговорни надворешни субјекти има многу повеќе придобивки во споредба со цената да се загуби способноста монетарната политика да се фокусира на домашните фактори.

Втората причина зошто за индустријализираните земји таргетирањето на девизниот курс може да биде корисно е што тоа ја поттикнува интеграцијата на домашната економија со нејзините соседи. Тоа е и објаснувањето за долгогодишното фиксирање на девизниот курс во однос на германската марка од страна на земјите како што се Австрија и Холандија, и поновите фиксирања на девизниот курс пред Европската монетарна унија.

Како резиме може да се каже дека за индустријализираните земји таргетирањето на девизниот курс не е најдобра стратегија на монетарна политика за контрола на целокупната економија, освен ако: 1) домашните монетарни политички институции не се погодни за изготвување на добри монетарни политики или 2) има други важни придобивки од таргетирањето на девизниот курс што немаат врска со монетарната политика.

2.3.2.Искуства од таргетирањето на девизниот курс во земјите во развој

Независно од настојувањата да се намалат претераните осцилации на флексибилните девизни кусеви, во многу мали и отворени економии се спроведува политиката на цврста валута односно политика на фиксен девизен

²⁶Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. "Pearson Education" – New York, 484

курс во однос на некоја доминантна и стабилна валута или во однос на група валути.

Овој концепт тргнува од тоа дека во малите и отворени економии девизниот курс претставува клучна цена и основа на целиот валоризациски систем. Исто така е укажано дека посебно во малите отворени економии девизниот курс е многу важен канал на трансмисија на импулсите на монетарната политика врз вкупните стопански движења. Поради тоа контролата на движење на девизниот курс концепирана како стратешки пункт од кој се тргнува во изградба на покомплексни инструменти на регулативно влијание на домашните стопански движења во контекст на малите и отворени пазарни економии.²⁷ Концепциската основа кај проектирањето на политика на цврста валута се состои во тезата дека во малите и отворени економии стабилноста на девизниот курс претставува погодна основа за стабилизирање на домашното ниво на цени, наместо политика на неинфлационен раст на монетарните агрегати. Еден од аргументите за оваа теза е дека малите и отворени економии немаат доволно критична маса и поради тоа кај нив не е можно, само преку одржување на внатрешна стопанска рамнотежа индиректно да се обезбеди надворешна економска рамнотежа манифестирана во вид на стабилност на девизниот курс. Поради релативно високиот процент на извоз наспрема домашен производ, овие земји се под силно влијание на надворешно трговските движења кои посилно влијаат на домашните стопански движења отколку кај големите пазарни економии. Бидејќи малите и отворени економии немаат многу големи национални пазари, тие се релативно повеќе осетливи на сите удари кои доаѓаат од светскиот пазар. Во тие земји се инсистира на одржување на надворешна конкурентност која се остварува преку рамнотежен девизен курс. Истовремено овие земји се многу осетливи на можноста на кумулирање на инфлационите процеси, бидејќи тоа би довело до потреба на депрецијација на курсот на националната валута со ефекти во правец на создавање спирала на валутна нестабилност. Стабилизационата или дестабилизационата улога на очекувањата во малите и отворени економии повеќе е врзана за движења на девизниот курс отколку за движење на паричната маса.

²⁷ Chirovich, M. (1998). Monetarna ekonomija. „Ekonomski fakultet“ – Beograd, 316

Така, стабилизацијата на очекувањата на девизниот курс има големо влијание на стабилизација на инфлационите очекувања.

Стратегијата на фиксен курс на националната валута претставува тешка опција на економска политика во малите и отворени економии. Претпоставка за функционирање на таквата економска стратегија е да постои доволно здраво пазарно стопанство, кое е во состојба да врши брзи структурни и финансиски прилагодувања доколку дојде до одредени удари. Политиката на економскиот развој е концепирана на база на микроекономските пазарни критериуми и се спроведува во контекст на висок степен на стабилност на домашното ниво на цени како и раст на извозот кој е основна детерминанта на вкупниот и структурниот развој на националната економија. Монетарната политика, фискалната политика и политиката на доход треба да се ускладуваат релативно брзо така да обезбедат фундаментални услови за спроведување на политика на фиксен девизен курс. Споменатите инструменти на економската политика треба да бидат конзистентно проектирани тргнувајќи од критериумот одржување на трајна рамнотежа во БП односно одржување на фиксен девизен курс. Доколку дојде до минливи опаѓања на извозната активност, тоа не се зема како индикатор дека треба веднаш да се врши депрецијација на валутниот курс тука дека е потребно да се извршат брзи прилагодувања на стопанскиот и јавниот сектор. Со тоа преку подобрена структура на домашната економија како и прилагодување на нивото на стопанска активност се делува во правец на повторна стабилизација на БП, што претставува финансиска основа за вистинска можност девизниот курс на националната валута да се држи на стабилно ниво.²⁸

Некои од земјите во развој кои користат стратегија на таргетирање на девизниот курс се: Македонија, Хрватска, Босна и Херцеговина, Бугарија и досега имаат остварено солидни стабилизациони резултати.

Централната Банка на Хрватска се фокусира на стабилноста на девизниот курс на националната валута, кој честопати е под притисок за апрецијација (под влијание на приливите од туризам), поради што Централната банка интервернира на девизниот пазар. Иако хрватската монетарна власт нема формално

²⁸Chirovich, M. (1998). Monetarna ekonomija. „Ekonomski fakultet“ – Beograd, 316

дефинирана монетарна стратегија, тековното спроведување на монетарната политика упатува на две констатации: 1)хрватската Централна банка има ориентација кон одржување на ценовната стабилност и 2)Централната банка постојано го следи движењето на девизниот курс и се грижи за неговата стабилност (толерирање на определени необјавени маргини на флукутирање на девизниот курс), имајќи го предвид неговото значење во мала и отворена економија. Идните насоки се во полза на поголема флексибилност на девизниот курс и намалување на интервенциите на девизниот пазар. Во функција на одржување на ценовната стабилност, Централната банка води сметка за ликвидноста во економијата и нејзино оптимално регулирање (повлекување или стерилизирање). Значаен оперативен инструмент на монетарната политика е задолжителната резерва, која се карактеризира со релативна висока стапка на зафаќање од депозитниот потенцијал на банките (во 2004 година 17% од вкупните депозити). Во услови на кредитна експанзија, во 2005 година стапката на маргиналната задолжителна резерва била поставена на ниво од 55%.²⁹

Во земјите чишто политички и монетарни институции се особено слаби и кои поради тоа се соочуваат со продолжени периоди на хиперинфлација, карактеристика што важи за многу земји со пазар во развој (вклучувајќи и земји во транзиција), таргетирањето на девизниот курс може да биде единствен начин да се сруши инфлациската психологија и да се стабилизира економијата. Во оваа ситуација, таргетирањето на девизниот курс е политика за стабилизирање од последна истанца. Меѓутоа, ако режимите за таргетирање на девизниот курс во земјите со пазар во развој не се секогаш транспарентни, тие најверојатно ќе се распадат и често ќе резултираат со катастрофални финансиски кризи. Постојат две девизни стратегии со кои е помалку веројатно девизниот режим да се распадне во земјите со пазар во развој, а тоа се валутниот одбор и доларизацијата.³⁰

²⁹Христовска, Б. (2012). Монетарната политика и оптималните монетарни стратегии во транзиционите економии – магистерски труд. Економски институт – Скопје, 50

³⁰Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. “Pearson Education” – New York, 485

2.3.2.1. Валутен одбор

Едно решение за проблемот на недостаток на транспарентност и обврска за таргетирање на девизниот курс е усвојување на валутен одбор, со кој домашната валута е стопроцентно подржана од странска валута и со кој органот што е овластен за емисија на пари, без разлика дали тоа е Централната банка или Владата, утврдува фиксен девизен курс во однос на оваа странска валута и е подготвен за размена на домашната валута за странска валута по тој курс кога јавноста ќе го побара тоа. Валутниот одбор е само една варијанта на таргетирање на фиксен девизен курс во кој обврската за фиксен девизен курс е особено силна бидејќи водењето на монетарна политика, всушност, е автоматизирано и е во целост одземено од рацете на Централната банка и на владата. Во спротивно, типичниот режим на фиксен девизен курс им дозволува на монетарните власти одреден степен на дискреција при нивното водење на монетарна политика, бидејќи тие сèуште можат да ги корегираат каматните стапки или да печатат пари.

На тој начин, организирањето на валутен одбор има значајни предности во споредба со стратегијата на монетарна политика во која се користи само таргетирање на девизниот курс. Прво, понудата на пари може да се прошири само кога се врши размена на странска валута за домашна валута во централната банка. Така, зголемениот износ на домашна валута се усогласува со еднакво зголемување на девизните резерви. Централната банка веќе не може да печати пари и со тоа да предизвикува инфлација. Второ, валутниот одбор опфаќа посилна обврска за централната банка за фиксен девизен курс и поради тоа може да биде ефикасен за брзо намалување на инфлацијата и на веројатноста за успешен шпекулативен напад врз валутата.

За успешно воведување на валутниот одбор, потребни се повеќе предуслови:

- забрана на Централната банка да ја кредитира државата, односно силна фискална дисциплина;
- банкарскиот систем треба да биде јак и да може да функционира без тековните кредити од Централната банка, со оглед на тоа што има ограничени извори за функцијата на кредитор во крајна инстанца;

- обврската за врзување на девизниот курс треба да биде долгорочна.³¹

Основната придобивка од валутниот одбор е што истиот му дава силен кредибилитет на режимот на фиксни девизни курсеви. Тој особено е значаен во однос на стеснувањето на разликите во каматните стапки во однос на валутата сидро.

Иако валутните одбори решаваат проблеми со транспарентноста и обврските својствени за режимот на таргетирање на девизниот курс, тие сепак имаат некои недостатоци: загуба на независна монетарна политика и зголемена изложеност на економијата на шокови од сидро-земјата и загуба на способноста на централната банка да создава пари и да дејствува како доверител од последна инстанца. Затоа, мора да се користат други средства за справување со потенцијални банкарски кредити.

2.3.2.2. Доларизација

Друго решение за проблемите што се создаваат поради недостаток на транспарентност и обврска за таргетирање на девизниот курс е доларизацијата, усвојување на цврста валута како американскиот долар, да биде парично средство на земјата. Всушност, доларизацијата е само уште една варијанта на таргетирање на фиксен девизен курс со уште посилен механизам на обврска отколку оној на валутниот одбор. Валутниот одбор може да се откаже со што се дозволува промена на вредноста на валутата, но со доларизацијата не е можна промена на вредноста. Клучната предност на доларизацијата е тоа што со неа целосно се избегнува можноста за шпекулативен напад на домашната валута.

Генерално, земјите во транзиција имаат високо ниво на странски валути во оптек, односно значаен дел од расположливите средства се држи во странска валута, што практично значи дека овие земји имаат висок степен на доларизација. За присутноста на странските валути во оптек во земјите во транзиција постојат повеќе причини. Една од нив е постоење на висока инфлација подолг период или хиперинфлација во националната економија, при што населението настојува да се заштити од високите трошоци и загуби од држењето средства во домашна валута

³¹Гогоски, Р. (2002). Валутен одбор. Економски истражувања 2/2002. НБРМ – Скопје, 4

преку нивна замена во странски валути. Некои автори сметаат дека во такви услови, странските валути во прво време имаат улога на пресметковна единица и чувари на вредност, а дури подоцна тие добиваат карактер и на циркулирачко средство за размена и за трансакции. Високото ниво на странски валути во оптек вообичаено се јавува и како последица на недовербата на населението во националната валута, изразена преку нивната преференција за држење странски валути, поради што странските валути циркулираат надвор, односно не се мобилизирани од страна на банкарскиот систем на националната економија.³²

Доларизацијата подлежи на вообичаените недостатоци на таргетирањето на девизниот курс (губење на независна монетарна политика, зголемена изложеност на економијата на шокови од сидро-земјата и неможност централната банка да создава пари и да дејствува како доверител од последна инстанца). Доларизацијата има уште еден недостаток што не е карактеристичен за валутните одбори. Поради тоа што земјата што усвојува доларизација повеќе нема своја сопствена валута таа ги губи приходите што ги добива владата од издавање пари, што се нарекува сењораж. Поради тоа што владите (или нивните централни банки) не мораат да плаќаат камата на нивната валута, тие заработуваат приход (сењораж) со користење на оваа валута за купување на каматоносни средства, како што се обврзниците. Ако една земја со пазар во развој воведо доларизација и се откаже од својата валута, таа треба некаде да ја надомести таа загуба на приходи, што не е секогаш лесно за сиромашна земја.

Република Македонија од осамостојувањето до сега се соочува со релативно висок степен на доларизација. Имено степенот на доларизација во Р. Македонија, мерен преку учеството на девизните депозити во вкупните депозити на недржавниот сектор, се одржуваше во распон од 25-35% во периодот 1993-2001 година. Со ваквиот степен на доларизација Р. Македонија се вбројува во групата на средно доларизирани економии. Пресметката на степенот на доларизација на овој начин е детерминиран од нерасполагање на податоци за износот на девизни средства што циркулираат во оптек надвор од банкарскиот

³²Наумовска, А. Давидовска, Б. и Гоцков, Ѓ. (2001). Странските валути во оптек во земјите во транзиција и придонесот на Евро – конверзијата за мерење на нивниот износ – осврт на Р. Македонија. Економски истражувања 4/2001. НБРМ – Скопје, 6

систем, како и на неможноста за прецизно пресметување на овој износ. До 1996 година степенот на доларизација имаше тренд на опаѓање. Тоа во најголем дел беше резултат на постигнувањето на макроекономска стабилност, врз основа на спроведените мерки за постепено соборување и контролирање на стапката на инфлација која ов 1995 година беше сведена на едноцифрено ниво. Почувајќи од 1997 година степенот на доларизација имаше растечки тренд.³³

Најчести канали за влез на странски валути во Република Македонија се: надворешно – трговската размена, трансфери од странство и нерегистрирана сива економија.

2.4. Политика на таргетирање на инфлацијата

Таргетирањето на инфлацијата е нова стратегија во водењето на монетарната политика која е насочена кон отстранување на недостатоците од монетарното таргетирање и таргетирањето на девизниот курс, чие доследно следење може да предизвика големи трошоци во присуство на реални и монетарни шокови. Оттука таргетирањето на инфлацијата се наметнува како алтернативна стратегија во која Централната банка е јасно фокусирана кон стабилноста на цените, но во исто време, таа задржува одредена флексибилност во водењето на монетарната политика.

Оправданоста на директното таргетирање на инфлацијата директно произлегува од теоретските достигнувања и емпириските докази кои ги нуди современата монетарна теорија. Имено, аргументите во прилог на примената на таргетирањето на инфлацијата се нудат од повеќе аспекти: оваа стратегија овозможува решение на проблемот на временската неконзистентност на монетарната политика: на долг рок, монетарната политика е неутрална, т.е. таа влијае само врз инфлацијата, но не предизвикува никакво трајно влијание врз реалниот производ. Во теоретската и емпириската литература постои консензус околу долгорочните ефекти на монетарната политика, меѓутоа краткорочните ефекти се многу нејасни. Имено, постојат обемни емпириски докази за трошоците

³³Наумовска, А. Давидовска, Б. и Гоцков, Ѓ. (2001). Странските валути во оптек во земјите во транзиција и придонесот на Евро – конверзијата за мерење на нивниот износ – осврт на Р. Македонија. Економски истражувања 4/2001. НБРМ – Скопје, 15

на инфлацијата. Врз основа на овие аргументи се тврди дека вниманието на монетарната политика треба во целост да биде насочено кон контролата на инфлацијата – работа за која постои најмалку неизвесност и за која монетарната политика е најмногу оспособена.

Таргетирањето на инфлацијата претставува стратегија во водењето на монетарната политика во која Централната банка јавно објавува експлицитни, нумерички таргети за стапката на инфлација во наредниот период, при што таа има обврска да се грижи за остварување на поставените таргети. Понатаму, клучна карактеристика на оваа стратегија е отсуството на какви било експлицитни интермедијарни таргети, како што се монетарните агрегати или девизниот курс, туку Централната банка го користи сите релевантни извори на информации во контролата на инфлацијата.³⁴

Таргетирањето на инфлацијата вклучува неколку елементи:

1. Јавно објавување таргет за инфлацијата на среден рок;
2. Обврзаност кон ценовната стабилност како основна, долгорочна цел на монетарната политика и обврзаност за остварување на целта на инфлацијата;
3. Пристап за користење информации за многу променливи (не само монетарните агрегати) при донесувањето одлуки за монетарната политика;
4. Зголемена транспарентност на стратегијата на монетарната политика преку комуникација со јавноста и со пазарите за намерите и целите на носителите на политики;
5. Зголемена одговорност на Централната банка за остварување на целите за инфлацијата.³⁵

Принципот на транспарентност при примената на овој тип на стратегија делува во правец на редуцирање на неизвесноста за насоките на монетарната политика, зајакнувајќи ја одговорноста на Централната банка. Дефинирањето на

³⁴Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 147

³⁵Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. “Pearson Education” – New York, 403

стратегијата на таргетирање на инфлацијата како стратегија со ограничена дискреција произлегува оттаму што таа е базирана на правила, наметнати од поставувањето на квантифициран таргет, а од друга страна Централната банка располага со потполна дискреција во доменот на избор и дизајнирање на инструментите на монетарната политика. Така, се создава основа за поголема флексибилност на Централната банка во процесот на апсорпција на домашните и екстерните шокови. Вообичаено, Централната банка ги поставува своите инструменти на ниво кое би требало во определен временски интервал, да се обезбеди минимално отстапување на прогнозираната стапка на инфлација од инфлацискиот таргет во рамките на тој период. Очигледно е дека при имплементацијата на оваа стратегија, не постои експлицитен интермедијарен таргет. Одлуките на Централната банка за идните насоки на монетарната политика се донесуваат по извршената процена на низа индикатори, како што се прогнозираните стапки на инфлација, клучно монетарни и финансиски индикатори, рочната структура на каматните стапки, движењата на пазарот на работна сила. Во онаа мерка во која некои од овие индикатори иницира на евентуално пробивање на инфлациониот таргет, во таа мерка евидентна е и потребата од активирање на инструментите на монетарната политика.³⁶

Таргетирањето на инфлацијата е нова стратегија за водење на монетарната политика која се применува од почетокот на 1990-тите години. Сепак, врз основа на начинот на формулирањето и водењето на монетарната политика, како претходник на таргетирањето на инфлацијата се смета Германија. Во оваа земја уште поодамна се води политика која се опишува како меко таргетирање на инфлацијата, каде што имплицитните среднорочни таргети за инфлацијата имаат централно место во монетарната политика. Во тој контекст се наведува дека централните банки на Германија и Швајцарија водат хибридна монетарна политика, која споделува многу од карактеристиките на таргетирањето на инфлацијата. Исто така и за американскиот FED се вели дека спроведува стратегија на таргетирање на инфлацијата. Во земјите во кои експлицитно се

³⁶Врбоска, А. (2001). Стратегија на таргетирање на инфлацијата. Економски истражувања 4/2001. НБРМ – Скопје, 50

применува оваа стратегија таргетирањето на инфлацијата беше прифатено како практичен одговор на тешкотиите поврзани со употребата на другите интермедијарни таргети. Исто така карактеристично е тоа што во повеќето земји, таргетирањето на инфлацијата беше прифатено дури откако претходно беше извршена одредена дезинфлација со која инфлацијата беше доведена на релативно ниско ниво. Во Нов Зеланд оваа стратегија е прифатена во 1990 година. Потоа таргетирањето на инфлацијата постепено беше прифатено во повеќе други земји: Канада во 1991 година, Британија во 1992 година, Шведска и Финска во 1993 година, Австралија и Шпанија во 1994 година, Чешка во 1998 година, Полска во 1999 година итн.³⁷

Таргетирањето на инфлацијата како стратегија за спроведување на монетарната политика има неколку предности. Кај таргетирањето на инфлацијата стабилната врска помеѓу парите и инфлацијата не е клучна за нејзината успешност бидејќи не се потпира на оваа врска. Таргетот на инфлацијата им овозможува на монетарните власти да ги употребуваат сите достапни информации, наместо само една променлива, при определувањето на најдобрата поставеност на монетарната политика. Клучна предност на стратегијата за таргетирањето на инфлацијата е тоа што е разбирлива за јавноста и поради тоа е високотранспарентна. Бидејќи експлицитниот нумерички таргет за инфлацијата ја зголемува одговорноста на Централната банка, таргетирањето на инфлацијата ја намалува веројатноста Централната банка да западне во стапица на временска неконзистентност, обидувајќи се да ги зголеми производството и вработеноста на краток рок преку водење премногу експанзивна монетарна политика. Предност на таргетирањето на инфлацијата е во насочувањето на политичката дебата на тоа што Централната банка може да го оствари на долг рок – контролирање на инфлацијата, наместо на тоа што Централната банка не може да го постигне – постојано зголемување на економскиот раст и вработеноста преку водење на експанзивна монетарна политика. Оттаму, таргетирањето на инфлацијата ги намалува политичките притисоци врз Централната банка за водење на

³⁷Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 151

инфлаторна монетарна политика, со што ја намалува можноста од појава на проблемот на временска неконзистентност. Друга значајна предност на политиката на таргетирање на инфлацијата е тенденцијата кон зголемена одговорност на Централната банка. Навистина транспарентноста и комуникацијата одат рамо до рамо со зголемената одговорност.

Еден од недостатоците на таргетирањето на инфлацијата е задоцнетото сигнализирање, бидејќи инфлацијата не се контролира лесно од страна на монетарните власти. Покрај тоа, поради долгото задоцнување на ефектите од монетарната политика, податоците за инфлацијата се достапни по значително задоцнување. Друг недостаток е преголемата ригидност, бидејќи наметнува стриктно правило за носителите на политиките и ја ограничува нивната способност за реакција при непредвидени околности. Следна значајна критика на таргетирањето на инфлацијата е потенцијалот за зголемување на флукуациите кај производството, односно фокусирањето исклучиво на инфлацијата може да продуцира премногу рестриктивна монетарна политика кога инфлацијата се наоѓа над таргетот, и на тој начин да доведе до истите. Најголема загриженост од страна на економистите во однос на таргетирањето на инфлацијата е дека ќе доведе до низок раст на производството и вработеноста, а со тоа и до низок економски раст. Меѓутоа и покрај тоа што намалувањето на инфлацијата е поврзано со пониско ниво на производство во однос на вообичаеното во периодите на дезинфлација во инфлациско – таргетираните режими, сепак по достигнувањето на ниско ниво на инфлација, производството и вработеноста се враќаат на претходните, повисоки нивоа.³⁸

³⁸Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. "Pearson Education" – New York, 408

3.ОСТВАРУВАЊЕ НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА НА ДЕВИЗНИОТ КУРС НА ДЕНАРОТ

Во транзиционите економии, макроекономската стабилизација, не само што претставува еден од основните елементи на севкупниот процес на транзиција, туку уште повеќе, заедно со либерализацијата, таа го зазема првото место во временскиот распоред на реформските зафати. Навистина, искуството на речиси сите транзициони економии покажа дека стабилизационата политика се наметнува како основен приоритет во иницијалната фаза на процесот на транзиција.

И во Македонија, макроекономската стабилизација неизбежно се наметна како приоритет во процесот на транзиција, како резултат на бројните проблеми кои се појавија по осамостојувањето. Покрај конституирањето на пазарен стопански систем, приоритет беше совладувањето на инфлацијата во земјата, која во 1922 година достигна хиперинфлациски размери – 1925% годишно. Актуелноста на макроекономската стабилизација произлегуваше и од серијата на екстерни шокови кои перманентно ја дестабилизираа македонската економија во текот на првите години по осамостојувањето така што економската политика, по сила на околностите, беше насочена кон решавање на краткорочните проблеми. Споменатите причини упатуваа на тоа дека совладувањето на инфлацијата не е задача само на Централната банка, туку и на другите сегменти на макроекономската политика. Особено беше значајно да се воспостави цврста финансиска дисциплина во стопанството со примена на рестриктивни монетарни и фискални мерки, со ограничување на личната потрошувачка преку политиката на плати и со политиката на девизниот курс.

Во водењето на стабилизационата политика во Македонија можат да се разграничат две основни етапи. Првата етапа започна со самиот чин на монетарното осамостојување кога беше лансирана првата стабилизациона програма, заснована врз стратегија на таргетирање на монетарниот раст. Со оваа стратегија се предвидуваше да се изврши дезинфлација преку постепено намалување на монетарниот раст. Во контекст на овој пристап, монетарната политика ја одредува динамиката на паричната маса со тоа што таа станува

егзогена варијабла. При тоа, заради непостоењето на најосновните институционални предуслови каматните стапки во никој случај не можеа да ја играат улогата на индикатор на монетарната политика така што таа улога му припадна на девизниот курс.³⁹ Според податоците од овој период монетарниот агрегат M1 бележи драстично опаѓање (на крајот на 1993 беше поголем за 240% во однос на претходната година, во наредната година растот изнесуваше 83%, а во 1995 само 19%, а 1996 бележи опаѓање од 1,7% во однос на претходната година), но краткорочните каматни стапки сеуште беа мошне високи (19 – 25% на годишно ниво). Со ваквата рестрикција на монетарниот агрегат и со високите каматни стапки се ограничува агрегатната побарувачка, што придонесе за намалување на инфлацијата и стабилизирање на девизниот курс на денарот, но доведе и до намалување на инвестирањето, опаѓање на растот на БДП и зголемување на стапката на невработеност. Наведените податоци укажуваат на тоа дека ценовната стабилност се постигнува од една страна, но од друга страна опаѓа стопанската активност и расте надворешно – трговскиот дефицит.

Втората етапа од стабилизационата програма е таргетирање на девизниот курс на денарот со што монетарната политика беше сведена на одржување на фиксен курс спрема најпрво германската марка, а потоа спрема еврото. Со прифаќањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс монетарната и економската власт се определија девизниот курс на денарот да биде номинално сидро не само на монетарната туку и на другите политики. Притоа, обврските се подиректни за монетарно – кредитната политика, со оглед на тоа што со доследна примена на ваквата стратегија монетарната власт се откажува од водењето автономна монетарно – кредитна политика, затоа што со врзувањето на девизниот курс на денарот со еврото ја дели судбината на монетарната политика од еврозоната. Тоа значи дека треба да води политика слична со земјите во еврозоната, за да не се наруши воспоставениот паритет. Губењето на независноста во водењето на монетарната политика во однос на земјите во еврозоната се состои во тоа што порастот на паричната маса во земјата се врзува

³⁹ Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ - Скопје, 225

со порастот на понудата на евра. А, како последица на тоа се изнудува голема дисциплинираност на учесниците во креирањето и остварувањето на економската политика. Централната банка треба да води монетарно – кредитна политика со која ќе го брани фиксниот девизен курс на денарот, а владата и владините институции своите активности треба да ги димензионираат во рамка која нема да го загрози одржувањето на стабилноста на девизниот курс.⁴⁰

Определувајќи се за пазарно стопанство, Македонија се определи и за воведување на конвертибилност на националната валута. Но, не веднаш и без согледувања на развојните потреби и можности, особено затоа што земјата е меѓу најнеразвиените во Европа, па во преодниот период што е предвиден и со Статутот на ММФ, имаше можност, за извесен период, да заштити дел од стопанството или некое ново производство од странска конкуренција, за да може да се развие и да се носи со странската конкуренција. Но, тоа не го искористи, веројатно поради тоа што немаше развојна стратегија, а вниманието пред се беше свртено кон ценовната стабилизација. Иако нема сомневање, дека без развојна стратегија гледано на подолг рок нема ниту успешна стабилизациона политика.⁴¹

Економската политика на земјата во одржувањето на урамнотежени односи со странство, во услови на декларирана конвертибилност на денарот, со фиксен курс, своја поддршка имаше во значителниот прилив од дознаки на работници во странство, во порастот на странските инвестиции и во можноста за задолжување во странство. Се испушти од предвид дека споменатите основи на урамнотежување на економските односи со странство не се од траен карактер, особено ако девизниот курс е под притисоци на апрецијација, поради што увозот е дестимулиран, а увозот атрактивен. Трговскиот дефицит може да се финансира во извесен период, меѓутоа, не може да се очекува постојано да се зголемува, а притоа да се одржува конвертибилниот статус на домашната валута.

Воведувањето на конвертибилност на денарот е потреба на пазарниот начин на стопанисување, особено важен за средните и малите економии, каква

⁴⁰Шајноски, К. (2011). Монетарна економија. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 168

⁴¹Шајноски, А. (2009). Конвертибилен денар – меѓу сонот и јавето. НУБ „Св.Климент Охридски“ - Скопје, 110

што е всушност и македонската. Воведувањето на таков статус на валутата е категорија која иницира доследност во политиката на макроекономската стабилизација, а ако е фактички остварена да се продолжи со истата. Меѓутоа со декларирањето на конвертибилен статус на денарот со фиксен курс, без фактички остварена стабилизација постои варијанта во која се остварува стабилност на општото ниво на цените во земјата, но заради одржување на конвертибилноста при фиксен девизен курс на денарот, движењето на цените не се одразува врз курсот, па на тој начин се создаваат диспаритети на штета на извозниците, а во полза на увозниците, со што се зголемува надворешно-трговскиот и тековниот дефицит.

3.1. Причини за избор на монетарна политика на таргетирање на курсот

Во поголем број земји во транзиција, девизниот курс претставува основно номинално сидро во борбата против инфлацијата. Притоа, повеќето земји кои ја воведоа оваа стратегија, тоа го направија уште во раната фаза од транзицијата, кога врзувањето на домашната валута било препорачувано како средство за брза дезинфлација со помали трошоци. Усвојувањето на таргетирањето на девизниот курс во подоцнежната фаза од дезинфлацијата е поврзано и со потребата да се создадат неопходни услови кои го обезбедуваат кредибилитетот на фиксниот девизен курс: прво, пред воведувањето на девизното сидро, инфлацијата мора да се собори на ниско ниво, за да се сигнализира волјата и подготвеноста да се одржува девизниот курс и второ, девизните резерви треба да бидат доволни за да се издржат пазарните притисоци врз девизниот курс.⁴² Впрочем, некои земји во транзиција избраа токму ваков пристап: прво да спроведат успешна стабилизација со помош на монетарно таргетирање, а потоа откако ќе ја стабилизираат валутата, да преминат кон врзување на девизниот курс.

Примената на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот произлегува од:

- важноста на девизниот курс во мала и отворена економија;

⁴²Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 238

- потребата од номинално сидро за одржување кредибилитет;
- високиот степен на евроизација; и
- транспарентноста на политиката на девизниот курс и можноста за секојдневно следење од страна на економските субјекти.⁴³

Основното оправдување на таргетирање на девизниот курс лежи во настојувањето преку врзувањето на домашната валута за некоја традиционална стабилна валута, да се увезе кредибилитетот на монетарната политика на земјата со цврста валута. На тој начин домашната понуда на пари се врзува со понудата на пари во земјата – сидро. Во таа смисла преку врзувањето на денарот, во прво време за германската марка како валута која е симбол на стабилност, монетарната политика се обиде да направи решителен чекор кон обезбедување и одржување ниска стапка на инфлација, која се поистоветува со стабилноста на цените. Преку врзувањето на домашната монетарна политика за политиката на Бундесбанката, Централната банка упатува јасен сигнал до јавноста дека е цврсто решена да се придржува кон дисциплинираната, неинфлаторна политика и, во тој контекст, одбраната на фиксниот девизен курс претставува јасен сигнал за приврзаноста кон ценовната стабилност.

Усвојувањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот беше условено и од високот степен на отвореност на домашната економија. Имајќи предвид дека Македонија е мала и отворена економија со високо учество на увозните фактори во производството, фиксирањето на девизниот курс се наметнуваше како примамливо средство за стабилизирање на увозната компонетност на инфлацијата. Притоа, како дополнителен аргумент во прилог на фиксирање на девизниот курс беше високиот степен на доларизација на економијата, односно раширената употреба на германската марка како пресметковна единица. Во присуство на висок степен на доларизација, врзувањето на девизниот курс обезбедува поефективно номинално сидро во споредба со парите заради две причини: прво кога парите ги вклучуваат и девизите, Централната банка нема можност за ефективна контрола врз паричната маса и второ, ако еластичноста на супституцијата меѓу девизите и домашната

⁴³ <http://www.nbrm.mk/?ItemID=EB1DEE8812CBC949B56A26291325ED20>

валута е висока, дезинфлацијата води кон силни осцилации на девизниот курс со што неговото фиксирање е попожелно.⁴⁴

Врз основа на сето погоре наведено, кон крајот на 1995 година беше унапредена улогата на девизниот курс во монетарната политика. Имено, во рамките на стратегијата на монетарно таргетирање, девизниот курс сам по себе не беше цел на монетарната политика, но сепак имаше важна улога на индикатор на цврстината во водењето на политиката. Ваквата улога на девизниот курс беше условена од неразвиеноста на финансиските пазари во Македонија, кои оневозможуваа каматните стапки да бидат користени како индикатор на монетарната политика. Во тие рамки, тенденциите за апрецијација или депрецијација на девизниот курс претставуваа индикатор за потребата од омекнување или затегнување на монетарната политика.

Меѓутоа, почнувајќи од крајот на 1995 година, за девизниот курс беше резервирана нова улога, односно тој стана главен интермедијарен таргет на монетарната политика. Во тој контекст, Централната банка се откажа од контролата на паричната маса во рамките на одредени таргетирани рамки и целото свое внимание го насочи кон безусловно одржување на курсот на денарот во однос на германската марка. На тој начин, парите беа деградирани од интермедијарен таргет во инструмент на монетарната политика, при што преку манипулирањето со нив, Централната банка го одржува фиксен девизниот курс.

Причина повеќе за да се применува стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот придонесе и определбата на земјата за приклучување кон Европската унија, како и нејзиното членство во другите меѓународни финансиски институции како: ММФ, Светска банка, Светска трговска организација. Дополнително придонесе и тоа што се интензивираа процесите на финансиска и стопанска глобализација. Во овој контекст, големи очекувања се полагаа на прилив на странски капитал, како извор на динамизирање на инвестиционите активности и растот, поради определбата да се одржува стабилност на девизниот курс.

⁴⁴Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 240

Фактот што девизниот курс е фиксен и стабилен ја зголемува извесноста кај економските субјекти, на тој начин што тие можат подолгорочно да ги планираат своите трансакции со странство (извозни, увозни, земање кредити, инвестирање и сл.). Фиксниот курс дејствува дисциплинирачки врз економските субјекти да ги одржуваат производствените трошоци и цените барем на ниво на странските конкуренти, бидејќи во спротивно би ја загубиле својата конкурентска позиција на странските пазари.⁴⁵ На подолг рок земјите со фиксни девизни курсеви мораат да настојуваат стапката на инфлација да ја одржуваат на ниво еднакво на она кое преовладува во земјите кои им се главни трговски партнери. Се смета дека фиксните девизни курсеви ги елиминираат шпекулативните дејства од едноставна причина што е беспредметно да се купуваат странски валути денес, со цел да се продаваат во иднина, ако нивната цена е непроменета.

3.2. Цели на монетарната политика

Крајните цели на монетарната политика се истите оние што настојуваат да ги остварат носителите на економската политика воопшто, а тоа се: подобрување на перформансите на економијата и подигнување на животниот стандард на населението. Меѓутоа, проблемот е во тоа што монетарната политика не може да ги оствари крајните цели директно. Дополнителен проблем е тоа што ефектите на монетарната политика можат да бидат различни, на краток и на долг рок. Оттука, понекогаш се случува јавноста да биде збунета од акциите на централната банка, бидејќи изгледа дека нејзиното однесување е во спротивност со нејзините крајни цели. Во тој контекст, Централната банка може да биде обвинета дека не ги поддржува целите на економската политика, па дури и дека следи некои свои посебни цели.

Во теоријата, целната функција на носителите на економската политика и во тие рамки, на монетарната политика, вообичаено опфаќа две цели: прво, минимизирање на варијациите на стапката на инфлација или на нивото на цените во однос на некое таргетирано ниво, и второ, минимизирање на отстапувањата на тековниот производ од некое таргетирано ниво.

⁴⁵Шајноски, К. (2011). Девизен систем и девизно работење. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 45

Имајќи ги предвид двете легитимни цели на економската и монетарната политика, очигледно е дека оптималната стабилизациона политика подразбира изнаоѓање одредена рамнотежа помеѓу нив. Во тој контекст, економската теорија го користи изразот граница на варијабилност на инфлација и производство, според кој, носителите на економската политика се соочуваат со размена помеѓу стабилизацијата на инфлацијата и стабилизацијата на производството. Имено, ако централната банка по секоја цена ја преферира стабилноста на цените, тоа може да го оствари по цена на зголемена варијабилност на производството и обратно, стабилизацијата на производството е можна по цена на поголеми флукуации во инфлацијата. Оттука, клучното прашање на стабилизационата политика е да се избере таков однос помеѓу овие две цели кој ќе ја минимизира функцијата на загубата. Со зголемена грижа за стабилизација на производството, неговата варијабилност опаѓа скромно, додека варијабилноста на цените остро се зголемува, што упатува на тоа дека монетарната политика треба повеќе значење да посветува на стабилизација на цените. Со агресивна антиинфлаторна политика истовремено се намалува варијабилноста и на инфлацијата и на производството. Значи, дури и кога монетарната политика воопшто не води сметка за производството, туку само за инфлацијата, може да се подобри стабилизацијата на производството. Ова имплицира дека единствена цел на монетарната политика треба да биде грижата за инфлацијата, при што таквата ориентација на носителите на монетарната политика нема да се одрази штетно врз производството.

Стандардните аргументи во прилог на стабилноста на цените се поврзуваат со трошоците кои ги предизвикува инфлацијата. Оттука, стабилноста на цените овозможува: ефикасно функционирање на ценовниот механизам; рационално деловно однесување и правилна алокација на ресурсите, преку намалувањето на неизвесноста во деловното одлучување; отстранување на непотребната премија за инфлациониот ризик, содржана во номиналните каматни стапки; обезбедување поволен амбиент за стопански растеж итн. Како дополнителен аргумент во корист на потребата од обезбедување стабилност на цените се јавува и својството на инфлацијата да се храни сама од себе, односно високата инфлација, преку разни

механизми, генерира уште поголема инфлација. Исто така на долг рок, инфлацијата ги зголемува дисторзиите во одредени сектори, кај кои посебно се изразени номиналните големини и кои се посебно осетливи на инфлацијата. Оттука, ценовната стабилност на долг рок е конзистентна со намалувањето на дисторзиите во економијата кои произлегуваат од инфлацијата. Најпосле, ценовната стабилност води кон помала финансиска нестабилност преку намалување на информациските проблеми поврзани со оценката на алтернативните инвестициони проекти.⁴⁶

И покрај тоа што придобивките од стабилноста на цените се неспорни, сепак постојат и одредени аргументи, според кои ценовната стабилност не треба да подразбира нулта стапка на инфлација, туку носителите на монетарната политика треба да одржуваат одредена ниска позитивна стапка на инфлација. Ниската позитивна стапка на инфлација генерира економски раст.

Основни аргументи против одењето кон потполна ценовна стабилност, т.е. нулта инфлација се следниве: прво, ригидност на цените и номиналните наемнини при нивното движење надолу; второ, т.н. Самерсов ефект, кој укажува на неможноста монетарната политика да предизвика негативни каматни стапки заради нултата каматна стапка, која делува како долна граница на номиналните каматни стапки; и трето, негативниот ефект врз реалниот трошок за сервисирање на јавниот долг.

И покрај аргументите против потполна ценовна стабилност, сепак, основната цел на Народната банка на Република Македонија, утврдена со закон е одржувањето на ценовна стабилност. Поставувањето на оваа цел е во согласност со емпириски потврдените сознанија дека ценовната стабилност создава најповолен макроекономски амбиент за долгорочно одржлив економски развој. Заклучно со 1999 година, инфлацијата во Република Македонија се мереше преку индексот на цените на мало, а од 2000 година таа се следи преку индексот на трошоците на животот.

⁴⁶Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 67

3.3.Економски механизам за остварување на целите

Имајќи предвид дека помеѓу инструментите и крајната цел на монетарната политика постои сложена и индиректна поврзаност со временско задоцнување, НБРМ го следи движењето на одредени економски варијабли - оперативни и посредни цели. Оперативните цели полесно се контролираат, но се подалечни од крајната цел, додека посредните цели потешко се контролираат, но се поблиски до крајната цел. Преку управувањето со нивото на каматните стапки, а со тоа и нивото на ликвидните средства во банкарскиот систем, како оперативна цел, НБРМ настојува да влијае врз нивото на девизниот курс, како посредна цел на монетарната политика.⁴⁷



Слика 4. Спроведување на монетарната политика во Р. Македонија⁴⁸
Figure 4. Implementation of monetary policy in Republic of Macedonia

Интермедијарниот таргет може да биде ценовен таргет (девизен курс, цена на злато или нафта, кошничка на цени на релевантни производи на националната економија, стапка на инфлација) или одреден квантитативен таргет. Во зависност од избраниот интермедијарен таргет, се разликуваат неколку монетарни стратегии кои може да се користат за остварување на крајната цел на монетарната политика. Изборот на монетарната стратегија во секоја земја претставува пред сè емпириско, а не теоретско прашање. Истовремено, на избраниот концепт на монетарно управување треба да се гледа како на динамичка категорија која подлежи на промени, во зависност од успешноста на постоечката стратегија и од можностите некој друг концепт, во други економски услови, да овозможи поефикасно остварување на макроекономските цели.

Избраната монетарна стратегија, односно избраниот интермедијарен таргет, влијае врз изборот на оперативен таргет врз кој монетарната политика има

⁴⁷ <http://www.nbrm.mk/?ItemID=1CAB35826FC7C34CAF5125D125E46147>

⁴⁸ Извор: НБРМ

најголемо влијание и преку кој најсилно влијае врз интермедијарниот таргет. Во услови на примена на монетарна стратегија на таргетирање на девизниот курс, во практиката на Република Македонија, изборот на оперативниот таргет е подреден на девизниот курс како номинално сидро и потребата од интервенции за негово одржување во дефинираните рамки. Прифаќањето на стратегија на таргетирање на девизниот курс е резултат на нарушената стабилност на функцијата на побарувачката на пари и на слабото коефициент на корелација помеѓу монетарните агрегати и крајната цел на монетарната политика. Следствено, во вакви околности доведена е во прашање можноста на НБРМ да ги контролира примарните пари, поради високата волатилност на примарните пари под влијание на автономните фактори. Од друга страна, ефективност на каматните стапки како оперативен таргет е детерминирана од низа фактори: нивото на развиеност на финансиските пазари, респонзивноста на краткорочните каматни стапки на промените на клучните каматни стапки на Централната банка, еластичноста на каматните стапки на банките. Непостојноста на силна и системска врска помеѓу примарните пари и девизниот курс не создава можност за користење на примарните пари како експлицитен оперативен таргет, при што примарните пари имаат третман на квази оперативен таргет на монетарната политика. Следствено, во тековно применуваната монетарна стратегија на НБРМ не постои експлицитно дефиниран, директен оперативен таргет.⁴⁹

Во Република Македонија, во периодот од монетарното осамостојување до сега, се применуваа две монетарни стратегии: стратегија на монетарно таргетирање (до септември 1995 година) и стратегија на таргетирање на девизниот курс (од октомври 1995 година до сега). Преминот од едната кон другата стратегија се должи на значењето на девизниот курс во мала и отворена економија; нестабилната побарувачка за пари во услови на спроведување на крупни економски реформи и висок степен на валутна супституција; погодност на девизниот курс како интермедијарен таргет на монетарната политика заради неговата транспарентност и можноста за

⁴⁹Трајковиќ, М. (2006). Цели и инструменти на монетарната политика – современи искуства. НБРМ. Скопје, 18

секојдневно следење од страна на економските субјекти. Имајќи ја предвид основната цел на монетарната политика, големината и степенот на отвореност на македонската економија, стратегијата на таргетирање на девизниот курс се потврди како најсоодветна.

Примената на таргетирање на девизниот курс како интермедијарен таргет има неколку предности: релативно лесно се применува и претставува разбирлив и транспарентен таргет за оние кои ја спроведуваат монетарната политика. Покрај тоа, со стабилизирањето на движењето на девизниот курс, може да се поттикнет трговијата и странските инвестиции. На тоа, фиксниот девизен курс е доволно јасен за следење од страна на јавноста и овозможува многу побрзо конвергирање на очекувањата на јавноста кон долгорочниот таргет. Од овие причини, искуството покажува дека користењето на фиксен курс како интермедијарен таргет резултира со успешно намалување на високи стапки на инфлација и нејзино одржување на стабилно ниво. Сепак, оваа монетарна стратегија се карактеризира со неколку негативности: губење на независноста при спроведувањето на монетарната политика, односно нејзино подредување на монетарната политика на земјата-сидро односно на чија валута се фиксира курсот на домашната валута; како резултат на тоа, неможност за користење на монетарната политика при справувањето со домашните шокови кои се независни од шоките кои ја погодуваат земјата-сидро; од друга страна, можност за трансмисија на шоките кои ја погодуваат земјата-сидро во домашната економија и дополнително комплицирање на условите за монетарно управување; можност за спекулативни напади на домашната валута и губење на сигналната улога на движењата на девизниот пазар за насоките на монетарната политика.

Во услови на примена на стратегијата на таргетирање на девизниот курс, изборот на оперативен таргет не е секогаш едноставен. Имено, фокусирањето на девизниот курс како номинално сидро и потребата од интервенции за негово одржување во дефинираните рамки, во голема мерка ја детерминираат динамиката и природата на оперативните активности на Централната банка. Прифаќањето на ваква стратегија најчесто е последица на нарушената стабилност на функцијата на побарувачката на пари и на слабиот коефициент на

корелација помеѓу паричните агрегати и крајната цел на монетарната политика. Следствено, во вакви околности, деоведена е во прашање способноста на Централната банка да ги контролира примарните пари. Од друга страна, ефективноста на каматните стапки како оперативен таргет е детерминирана од низа фактори: развиеноста на финансиските пазари, респонзивноста на краткорочните каматни стапки на промените на клучните каматни стапки на Централната банка, еластичноста на каматните стапки на банките итн.⁵⁰

При дневната имплементација на монетарната политика, Централната банка се раководи од оперативниот таргет на монетарната политика. Притоа, управувањето со ликвидноста на вкупниот банкарски систем може да се смета започетна фаза во имплементацијата на монетарната политика. Успешното управување со ликвидноста е детерминирано од задоволително ниво на планирање на факторите кои влијаат врз понудата на ликвидни средства во банкарскиот систем. Од друга страна, Централната банка треба да ги има во предвид факторите кои од своја страна влијаат на побарувачката на ликвидни средства. Во таа насока, Централната банка има потреба од изготвување на краткорочно ликвидно планирање, на континуирана основа, заради одредување на идните насоки во нивото на ликвидност во банкарскиот систем без интервенциите на Централната банка. Врз база на овие проекции, Централната банка одлучува за ликвидноста која треба да ја емитира или повлече од банкарскиот систем со цел да се израмнат флуктуациите во побарувачката и понудата на ликвидни средства во функција на креирање на стабилни услови и ефикасно постигнување на оперативниот таргет на монетарната политика.

3.3.1. Одржување на фиксен курс на денарот преку интервенција на девизниот пазар

Девизниот пазар во Македонија според Законот за девизно работење го сочинуваат сите купувања и продавања на девизи коишто се одвиваат меѓу

⁵⁰Врбоска, А. (2002). Оперативни таргети на монетарната политика. Економски истражувања 2/2002. НБРМ – Скопје, 27

овластените банки и други домашни лица, меѓу овластените банки непосредно и меѓу правните лица со посредство на овластена банка и меѓу овластените банки и Народна банка. Под девизен пазар се подразбира сретнување на понуда и побарувачка на слободни девизни средства.⁵¹ Ваквиот пристап во дефинирањето на девизниот пазар дава можност за користење повеќе облици и начини на организирање на функционирањето на девизниот пазар во Македонија и учество на поголем број овластени учесници во работењето на девизниот пазар, со тоа што Народната банка го пропишува начинот и организацијата на работа на девизниот пазар.

Девизниот пазар претставува имперфектен пазар, затоа што висината на девизниот курс може да се измени и без да дојде до измени во односот на понудата и побарувачката на девизи. Ова произлегува оттаму што секоја измена на вредноста на валутата автоматски се одразува врз девизниот курс. Девизите се специфичен вид на стока што е предмет на купопродажба на девизниот пазар. Формирањето на нивната вредност е под влијание на пазарните законитости. Но, таа не се определува исклучиво според пазарните законитости, туку врз неа влијаат и монетарните власти на соодветните национални економии, преку спроведување на определена монетарна и девизна политика за која се определуваат автономно. Девизниот пазар може да се дефинира и на тој начин што се сфаќа како сегмент на финансискиот пазар кој го опфаќа купувањето и продавањето на девизи за домашна валута или други валути меѓу банките и другите лица на една земја и меѓу банките на разни земји.⁵²

Во врска со функционирањето на девизниот пазар, треба да се има предвид дека на девизниот пазар учествуваат овластените банки и Централната банка. Овластените банки склучуваат трансакции за купување и продавање на странски платежни средства во свое име и за своја сметка, како и во свое име и за туѓа сметка. Другите субјекти можат да склучуваат трансакции за купување и продавање на странски платежни средства во свое име и за своја сметка само со субјекти кои за вршење на такви работи претходно добиле одобрение од

⁵¹Јовановски, Т. (1995). Девизна економија. НУБ „Св. Климент Охридски“ – Скопје, 424

⁵²Фотов, Р. (2012). Биланс на плаќања. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 148

Централната банка. Резидентите кои не се овластени банки и менувачници на девизниот пазар купуваат странски платежни средства за плаќање во странство и продаваат странски платежни средства врз основа на наплати од странство. Резидентите физички лица можат на пазарот да купуваат и продаваат странски платежни средства и за други цели. Резидентите, кои не се физички лица, не смеат за вршење на својата дејност да купуваат или продаваат странски платежни средства од менувачници.⁵³

На девизниот пазар курсот на денарот се формира слободно врз основа на понудата и побарувачката на девизи. Народната банка, пак, го пропишува начинот и условите за формирање на курсот на денарот. Исто така, Народната банка го определува видот на девизите коишто се предмет на продавање и купување на девизниот пазар. Народната банка може, доколку дојде до нарушување во меѓувалутните односи со странските девизни пазари, да го ограничи или да го забрани купувањето или продавањето на определени девизи додека не се стабилизира состојбата на девизните пазари во странство.

Во функционирањето на либералистичките начела на девизниот систем значајна улога треба да одигра девизниот пазар, сфатен како пазар на странски платежни средства. Девизниот пазар ги опфаќа сите трансакции на купување и продавање на странски платежни средства во Република Македонија. Со оглед на определбата девизниот курс да се формира слободно, очигледна е намерата, да се обезбеди концентрација на понудата и побарувачката на девизи како услов за реално утврдување на девизниот курс на денарот. Меѓутоа, во практиката реализирањето на оваа намера не е толку едноставно. Во операционализирањето на обврската стекнатите девизи да се продаваат на девизниот пазар се овозможи резидентите да ги држат на своја сметка стекнатите девизи до 180 дена. Тоа автоматски значи дека за тој дел на средства е осакатена понудата на девизи на девизниот пазар, а слободното формирање на курсот би притискало кон депресирање на вредноста на домашната валута. Ваквиот потег е во рамките на сфаќањата со девизните средства да располагаат оние што ги

⁵³Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. "Pearson Education" – New York, 432

создаваат. Ова правило е често присутно во девизните системи со понагласени девизни ограничувања, како привилегија на извозниците најпрво да ги задоволуваат своите потреби за странски средства за плаќање, а вишокот да го продаваат на девизниот пазар. Ваквата мерка имаше смисла во системите со девизни ограничувања и ценовна нестабилност, со оглед на тоа што, при евентуална депресијација на вредноста на домашната валута, извозниците би морале потребните девизи да ги купуваат по повисок курс, па би се чувствувале како „оштетени“. Ваквата мерка, меѓутоа, губи смисла во услови кога стабилизационата политика во земјата се води преку монетарната стратегија на таргетирање на девизниот курс на денарот. „Оштетени“ заради тоа што остварувањето на било кој бизнис не е да стекнува девизи, туку да остварува профит и на домашниот и на странските пазари, во зависност од цената по која ги продава и трошоците врзани со продажбата на производите и услугите.⁵⁴ Поттикнувањето на извозот со привилегијата да ги задржуваат стекнатите девизни средства (со ефекти на растот на националното стопанство) не може да биде со долг рок доколку дојде до нарушување на односот на цените во земјата спрема странство (преку девизниот курс). Во такви услови нивниот интерес за извоз ќе престанево моментот кога ќе почне да им се доведува во прашање остварувањето на очекуваната стапка на враќање преку извозните зделки. Доколку, пак, макроекономската политика обезбедува стабилност на цените и води политика на реален девизен курс јасно е дека таква привилегирана позиција на извозниците не им е потребна. А, тоа што ваква привилегија сè уште постои, значи само дека постои проблем со реалноста на девизниот курс на денарот. Се води сметка тие да не се разочараат, овозможувајќи им без многу проблеми да ги задоволуваат своите увозни потреби.

Во овој контекст, важно е да се нагласи потребата од водење на соодветна девизна политика, која во крајна линија се сведува на остварување на политика на реален курс на денарот, со намера да се обезбеди извозно ориентирано стопанство, вклучувајќи и друга поддршка на потенцијално извозно производство, при што од големо значење е изборот на обликот на девизниот курс (фиксен или

⁵⁴Шајноски, К. (2011). Девизен систем и девизно работење. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 151

флукуирачки). Во зависност од тоа се определува и улогата на Централната банка. Во секој случај таа е значително инволвирана во остварувањето на девизната политика, особено ако монетарната политика, за која е надлежна, ја остварува преку стратегијата за таргетирање на девизниот курс на денарот.

Народната банка на Република Македонија на девизниот пазар учествува заради остварување на целите утврдени со монетарната и девизната политика. Со монетарната стратегија на таргетирање на девизниот курс на денарот таа ја детерминира девизната политика. Во овој контекст таа интервенира во одбрана на фиксниот курс на денарот на девизниот пазар. Во ситуација кога не е задоволена побарувачката наопределени девизи таа нуди од девизните резерви, а кога има вишок на понуда таа откупува девизи и ги насочува во девизните резерви.

Народната банка има посебни овластувања во врска со одржувањето на стабилноста на финансискиот систем и на рамнотежата во билансот на плаќањата. Кога се јавува опасност од позначителни нарушувања на споменатите рамнотежи НБРМ може да воведо посебни заштитни мерки. За воведувањето на заштитните мерки Народната банка на Република Македонија треба да добие претходно согласност од Владата на Република Македонија. Овие заштитни мерки не смеат да се применуваат подолго од шест месеци. По исклучок Народната банка може да го продолжи рокот на примената на заштитните мерки врз основа на претходно добиено мислење од Владата на Република Македонија.

Народната банка на Република Македонија или Владата на Република Македонија заради спроведување на санкции на Организацијата на обединетите нации или другите меѓународни организации чија членка е Република Македонија, можат да воведат и други заштитни мерки. Во случај на намалување на бруто девизните резерви за 5% во период од десет последователни дена, Народната банка на Република Македонија може да определи рок во кој правните лица - резиденти, мораат девизите кои ги купиле на девизниот пазар да ги употребат за плаќање на своите обврски спрема странство или да ги продадат на овластената банка од која девизите се купени.

При разгледувањето на Мандел – Флеминговиот модел се укажува на тоа дека монетарната политика е неефективна во услови на фиксен девизен курс (точка 1.2.1. IS-LM моделот во услови на фиксни девизни курсеви). Тоа лесно може да се види во поедноставен модел на биланс на состојба составен од монетарната база M_0 на страната на обврските и девизните резерви F и домашниот кредит или хартии од вредност (DC) на страната на средствата:

$$M_0 = F + DC$$

Со цел да ја прошири понудата на пари, Централната банка креира дополнителна монетарна база (M_0) зголемувајќи го своето кредитирање на комерцијалните банки, или поопшто кажано обезбедувајќи нови кредити во економијата (DC). Но, во услови на зголемена понуда на пари и намалени каматни стапки, Централната банка интервенира на девизниот пазар. Таа ја откупува базата M_0 и продава од своето ниво на девизни резерви (F). На крајот, она што се додава од десната страна – повеќе M_0 и повеќе DC , се одзема од левата страна – помалку M_0 и F , и M_0 мора да се врати на своето почетно ниво за да се одржи домашната каматна стапка со странската каматна стапка.

Методот на интервенција на девизниот пазар што се следи при иницијална интервенција на отворен пазар со која се зголемува M_0 се нарекува нестерилизирана интервенција. Во принцип, Централната банка би можела наместо тоа, да спроведе стерилизирана интервенција, процедура дизајнирана да ја заштити монетарната база од интервенцијата. Таа може да се разложи во два чекора. Првиот чекор е купување на домашната валута во замена за девизните резерви, односно намалување на F . Вториот чекор е стерилизација. Тој се состои од повторно вбризување на претходно купената домашна валута на домашниот пазар на пари преку стандардни операции на отворен пазар, Централната банка дава на заем пари на финансиските институции т.е. ги зголемува M_0 и DC . Крајниот резултат е следниот: Централната банка само ја прегрупира страната на средствата на во билансот на состојба, зголемувајќи го DC заедно со намалувањето на F , а M_0 останува непроменета на страната на обврските.

Стерилизираната интервенција целосно ја заштитува монетарната база, а оттука и домашната понуда.⁵⁵

3.3.2.Управување со девизните резерви како механизам за одржување на девизниот курс на денарот

Народната банка управува и ракува до девизните резерви на Република Македонија. Девизните резерви се чуваат во најголемиот дел на сметки на првокласни странски банки во вид на депозити на девизи, злато или хартии од вредност, а еден помал дел се чуваат и во трезорот на Народна банка на Република Македонија во конветибилни странски валути.⁵⁶

Основни функции на девизните резерви се обезбедување поддршка при спроведувањето на монетарната политика и режимот на девизен курс, обезбедување на домашната економија од надворешни шокови, редовно плаќање на надворешниот јавен долг и одржување на кредибилитетот на домашната економија во меѓународни рамки. Во таа смисла, согласно дефиницијата на Меѓународниот монетарен фонд, девизните резерви претставуваат „странски девизни средства коишто се на располагање и се управувани од монетарната власт за директно финансирање на платните нерамнотежи, за индиректно регулирање на големината на овие нерамнотежи преку интервенции на домашниот девизен пазар, во насока на одржување на стабилноста на девизниот курс на домашната валута, како и за други намени“.⁵⁷

Честа практика е користење на девизните резерви како алатка на девизниот курс или монетарната политика. Ова повеќе е случај во оние земји кои спроведуваат политика на фиксен девизен курс и кои сакаат да влијаат на пазарот во нивна домашна валута, како и да одржуваат фиксен курс. Земјите можат да изберат користење девизни пазари, за да влијаат врз домашната монетарна политика, преку понуда на домашна валута на пазарот или купување на истата на пазарот наспроти странска валута. Тоа ќе влијае врз рамнотежата на домашниот пазар на пари, како и на домашните каматни стапки и е корисна алатка за оние

⁵⁵Burda M, Wyplosz C. (2009). Macroeconomics: a european text. Oxford University Press, 247

⁵⁶Трпески, Љ. (2009). Банкарство и банкарско работење. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 285

⁵⁷ <http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=5F06BC4FD78D1D459867D2BAF4D63279>

земји чии домашни пазари не се се уште целосно развиени. Но, дури и земјите чии домашни пазари се целосно соодветни за остварување на монетарната политика и чија валута е флукуирачка, можат да посакаат да интервенираат во управување на флукуирањето, влијаејќи на овој начин на курсот по кој се тргува нивната валута.⁵⁸

Со чинот на монетарното осамостојување на Република Македонија и конституирањето на Народната банка на Република Македонија во независна и емисиона централна банка, легално влезе во сила целокупниот механизам на закони и подзаконски акти со кои се регулира работењето со девизните резерви. Беа отворени првите сметки на Народната банка на Република Македонија кај банки во странство, а за координирање на сите работи околу работењето со девизните резерви, за првпат, во Народната банка на Република Македонија беше формирана Дирекција за девизни резерви. Полнењето на девизните резерви требаше да се остварува по две основи: менувачкото работење што го извршуваа банките во име и за сметка на Народната банка и откупот на девизите на девизниот пазар што го остваруваа извозниците со извоз на стоки и услуги. Во текот на првите години по монетарното осамостојување на Републиката приносот на девизи во девизните резерви и по двете основи беше многу мал.⁵⁹ Менувачкото работење поради големата разлика меѓу официјалниот курс на денарот спрема германската марка и т.н. „црн курс“ што се формираше неконтролирано на улица од страна на уличните менувачи, целосно се извршуваше неконтролирано на улиците, а во банките се сведе на минимум, и тоа само на откуп на чекови што нашите граѓани ги добиваа по разни основи од странство или откуп на чекови од странски посетители. Исто така, откупот на девизи од остварениот извоз на девизните фирми беше мал. Извозот од 1992 година до крајот на 1995 година се движеше од 80 до 120 милиони долари годишно и мал дел од тоа, со откуп од Народната банка, се влеваше во девизните резерви. Извозниците задржуваа голем дел од остварените девизи во странство чекајќи поповолен курс или чувајќи

⁵⁸Цалева, Т. (2014). Влијанието на девизниот курс врз надворешно – трговската размена во мала и отворена економија – Република Македонија. Докторска дисертација. Универзитет „Св.Климент Охридски“ – Битола, 49

⁵⁹Станоевски, Б. (2012). Создавањето на девизните резерви на Република Македонија. НБРМ – Скопје, 5

ги девизите за подоцнежни плаќања во странство, а многу од нив ги продаваа меѓусебно по курс што сами ќе го договориа.

Во периодот кој следи девизните резерви, од почетното доста ниско ниво кое не обезбедуваше ниту едномесечна покриеност на увозот на стоки и услуги, постепено се изградува, за да по десет години го достигнат нивото од 5 месечна покриеност. Нивната акумулација во почетните години, покрај задолжителното издвојување од 30% од девизниот прилив на извозниците, се должеше и на приливот на ефектива од менувачкиот пазар и од продажбата на општествените станови на граѓаните за ефектива. Подоцна, нова акумулација беше овозможена и со донациите од меѓународната заедница за подршка на платниот биланс како и со новата кредитна експанзија од мултилатералните и билатералните кредитори за заживување на економијата. Во 1999 година остварен е висок нето прилив на девизниот пазар, кој се должи на приватизацијата и продажбата на државниот капитал во поголемите стратешки фирми (рафинеријата ОКТА, Стопанска банка, Македонски телеком и др.) едновремено, од девизните резерви по регулирањето и отплатата на достасаните неплатени обврски спрема кредиторите, редовно се сервисира јавниот долг на државата.⁶⁰

Кога во услови на фиксни девизни курсеви се зголемува побарувачката на девизи, за да не дојде до појава на недостиг на девизи, Централната банка мора да интервенира на пазарот со понуда на дадената валута од своите девизни резерви. Оттаму, за да може во секое време да одговори на потребите на економските субјекти, во услови на фиксни девизни курсеви Централната банка треба да чува релативно високо ниво на девизни резерви. Во режимот на фиксни девизни курсеви, при појава на некои екстерни шокови, како што е на пример, зголемување на цената на нафтата, земјата треба да прибегнува кон користење на девизните резерви или кон користење на екстерни кредити, бидејќи е исклучено автоматското приспособување на девизниот курс, како што е тоа случај кај флукуирачките девизни курсеви. Од тука произлегува дека целта на девизните резерви е да и служат како маневарска маса на Централната банка за

⁶⁰Нацевска, Е. (2002). Девизните резерви и денарот – симболи за јакнењето на македонската самостојност. Економски истражувања 4/2002. НБРМ – Скопје, 45

да ги спречат скоковите и паѓањето на курсот, поради моментална, краткорочна неусогласеност на понудата и побарувачката на девизи. Во Република Македонија при спроведувањето на монетарната политика на фиксен девизен курс на денарот е остварен значаен пораст нивото на девизните резерви на земјата, дури и над потребите. Одржувањето на нивото на девизните резерви над потребите е со цел да се одговори на обврските кои произлегуваат од декларирањето на фиксен девизен курс на денарот.

Табела 1. Ниво на девизни резерви во Република Македонија 2003-2012⁶¹
Table 1. Level of foreign reserves in Republic of Macedonia 2003-2012

Година/Year	Ниво на девизни резерви (во милиони евра)/ Level of foreign reserves (in million euros)
2003	715,00
2004	716,90
2005	1.122,90
2006	1.416,70
2007	1.524,40
2008	1.494,90
2009	1.597,50
2010	1.714,50
2011	2.068,90
2012	2.193,30

3.3.3. Инструменти на монетарната политика во функција на одржување на фиксниот курс

Во основа постојат два типа инструменти што ги употребуваат централните банки за остварување на задачите на монетарно кредитната политика, а тоа се: квантитативни и квалитативни.

Со квантитативните инструменти се влијае врз кредитниот потенцијал на банките и преку тоа индиректно врз паричната маса. Главни инструменти на овој тип се: политика на отворен пазар, дисконтна политика и политика на задолжителна резерва.

⁶¹Извор НБРМ. Основни економски показатели за Република Македонија.

Со квалитативните инструменти централната банка влијае врз употребата на кредитните средства согласно со утврдените приоритети на економската политика.

Ако се анализираат инструментите на монетарно-кредитната политика, односно на Централната банка низ една временска ретроспектива ќе се види дека тие не се „статичка категорија“, туку се развиваат и модифицираат зависно од промените на условите во економскиот и паричниот систем и зависно од промените на економската односно монетарно-кредитната политика. Дури еден ист инструмент во разни периоди има различно место и улога во монетарната политика на една земја.

Политика на отворен пазар е инструмент кој се користи доколку постои организиран и развиен пазар на вредносни хартии. На тој пазар треба секогаш добро да котираат државните обврзници со кои обично врши трансакции Централната банка, односно во секое време да постои доволно силна понуда и побарувачка, за да може Централната банка брзо и ефикасно да реагира. Понудата на државни обврзници е секогаш силна, заради фактот што државата, по правило, помалите буџетски приходи од расходи ги надополнува, не преку директно задолжување кај Централната банка, туку по пат на емисија на обврзници. Кога Централната банка купува хартии од вредност таа на тој начин врши емисија на пари, а кога продава хартии од вредност врши повлекување на паричната маса од оптек. Кога количеството пари во оптек е поголемо од потребното, Централната банка продава хартии од вредност, кои комерцијалните банки ги купуваат со слободни средства и така вишокот на пари се повлекува во Централната банка. И обратно кога количеството на пари е помало од потребното, Централната банка купува хартии од вредност со што врши додатна емисија на пари.

Дисконтната политика спаѓа меѓу најтрадиционалните инструменти на монетарната политика. Со неа Централната банка ги одредува условите под кои ги кредитира комерцијалните односно депозитните банки. Овој инструмент е посебно актуелен во земјите каде што постои поголема зависност на банките од кредитите на Централната банка. Централната банка влијае врз количеството на

пари преку зголемување, односно намалување на каматата на кредитите што таа ги дава на банките, тоа е т.н. есконтна стапка. Со зголемувањето на есконтната стапка се намалува интересот на банките да земаат кредити од Централната банка при што и тие имаат помалку средства да даваат кредити на крајните корисници. Со тоа се намалува паричната маса во оптек. Обратно е кога намерата на Централната банка е да ја зголеми паричната маса. Тогаш, ја намалува есконтната стапка, при што банките имаат зголемен интерес да земаат кредити од Народната банка и да им даваат кредити на крајните корисници.

Задолжителната резерва е еден од најефикасните инструменти на Централните банки за регулирање на паричната маса во оптек. За разлика од дисконтниот механизам и операциите на отворен пазар со кои првенствено се влијае врз монетарната база односно примарната емисија, а преку неа врз паричната маса, со задолжителната резерва првенствено се влијае врз монетарниот мултипликатор и преку неговите промени се влијае врз паричната маса. Централната банка преку политиката на задолжителни резерви пропишува стапка, односно процент од депозитите на комерцијалните банки, кои овие се должни да го држат како резерва во Централната банка.⁶²

Преку квалитативните (селективни) инструменти се настојува да се насочат кредитите во одредени области, односно гранки од стопанството со условите под кои се даваат одредени кредити може да се остваруваат целите на селективната кредитна политика. По правило, во областа и гранките на кои државата им дава приоритет кредитите се давани со пониски камати, подолг рок на отплата и сл.

Република Македонија ги користи следниве инструменти на монетарната политика:

- Операции на отворен пазар;
- Задолжителна резерва;
- Расположливи депозити;
- Расположлив кредит преку ноќ;
- Интрадневен кредит⁶³

⁶²Трпески, Љ. (2003). Пари и банкарство. Economy Press - Скопје, 182

⁶³<http://www.nbrm.mk/?ItemID=1CAB35826FC7C34CAF5125D125E46147>

Во 2012 година, Народната банка направи измени кај оперативната рамка на монетарната политика, во насока на зголемување на флексибилноста на монетарните инструменти и натамошна поддршка на развојот на финансиските пазари. На тој начин, поставеноста на монетарните инструменти во Народната банка се доближи до оперативната рамка на Европската централна банка. Со измените во оперативната рамка, Народната банка воведе два нови инструменти: расположливи депозити преку ноќ и расположливи депозити со рочност од седум дена. Основната функција на овој инструмент е управување со вишокот на ликвидност кај поединечните банки и/или во банкарскиот систем на краток рок, при што банките можат да пласираат средства во расположливи депозити кај НБРМ на сопствена иницијатива. Расположливите депозити се со рочност преку ноќ и на седум дена. Каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ претставува долна граница на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари и изнесува 0,25%. Банките можат да пласираат средства во расположливи депозити преку ноќ кај НБРМ секој работен ден. Каматната стапка на расположливите депозити на седум дена изнесува 0,50%, а банките можат да пласираат средства кај НБРМ еднаш неделно, во среда.⁶⁴

Од инструментите на НБРМ, најфлексибилни се операциите на отворениот пазар, коишто зависно од ликвидносната состојба во вкупниот банкарски систем, можат да се спроведуваат преку емисија на хартии од вредност на НБРМ - аукции на благајнички записи, или преку купување или продажба на хартии од вредност на привремена или дефинитивна основа. Стандарден инструмент претставува задолжителната резерва преку која НБРМ директно влијае врз понудата на пари и кредити. За надминување на краткорочниот ликвидносен недостиг кај банките на крајот на денот, НБРМ одобрува расположлив кредит преку ноќ.

3.3.3.1. Влијание на операциите на отворен пазар врз девизниот курс на денарот

Операциите на отворениот пазар претставуваат група индиректни пазарни инструменти на монетарната политика, преку кои НБРМ врши продажба и

⁶⁴<http://www.nbrm.mk/?ItemID=1B5B9BF4FAF25D488D0D4591143A8C38>

купување на хартии од вредност. Со овие инструменти се влијае врз нивото на краткорочните каматни стапки, односно нивото на расположливите ликвидни средства на банките. Зголемувањето на каматната стапка кај овие операции упатува на порестриктивна монетарна политика и обратно, намалувањето на каматната стапка овозможува релаксирање на монетарните движења.

Бидејќи во Република Македонија се уште нема доволно државни хартии од вредност кои би биле предмет на купопродажба меѓу Народната банка и комерцијалните банки, Народната банка тоа го надополнува со емисија на свои хартии од вредност. Тоа се благајничките записи на Народната банка на Република Македонија. Кога Народната им продава благајнички записи на банките го намалува количеството на пари во оптек, а кога ги откупува претходно продадените благајнички записи врши емисија на пари.⁶⁵

Структурната позиција на банкарскиот систем во однос на Централната банка придонесе повлекувањето ликвидни средства од банкарскиот систем коешто НБРМ го остварува преку емисија на хартии од вредност (благајнички записи) да доминира подолго време. Од друга страна, репо-операциите и дефинитивните купопродажби на хартии од вредност на секундарниот пазар се помалку застапени.

Во услови на позначајни отстапувања кај проекциите на ликвидноста коишто доведуваат до непланиран вишок или недостиг на ликвидност во вкупниот банкарски систем, НБРМ може да применува (вонредни) операции за фино регулирање преку коишто се избегнуваат значајни флуктуации на нивото на ликвидноста на банкарскиот систем и каматните стапки на пазарите на пари.

Операциите на отворениот пазар ги опфаќаат следниве инструменти:

- Аукции на благајнички записи
- Аукции на репо-трансакции
- Дефинитивни трансакции⁶⁶

Основната функција на инструментот аукции на благајнички записе управување со ликвидноста на банкарскиот систем преку продажба на

⁶⁵Трпески, Љ. (2009). Банкарство и банкарско работење. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 266

⁶⁶ <http://www.nbrm.mk/?ItemID=D64A1B588A8A1441B4536F6C7D048EFB>

краткорочни хартии од вредност од страна на НБРМ на примарниот пазар. Каматната стапка на благајничките записи е основна каматна стапка, којашто ја определува насоката на монетарната политика.

Рокот на достасување на благајничките записи е 28 дена, што е во согласност со месечниот циклус на промени на автономните фактори (депозити на држава, готови пари во оптек). Во зависност од потребите за управување со ликвидноста на банкарскиот систем, НБРМ може да примени други рокови на достасување на благајничките записи. Право на учество на аукциите имаат сите банки. Со благајничките записи може да се тргува на секундарниот пазар и служат како обезбедување за кредитите од централната банка.⁶⁷ НБРМ применува два основни типа тендери кај аукцијата на благајнички записи:

1. Тендер со каматни стапки: во проспектот што се упатува до банките, НБРМ го објавува износот на благајнички записи што го нуди за продажба, а банките аукцираат со износи и каматни стапки;
2. Тендер со износи: во проспектот што се упатува до банките, НБРМ објавува фиксна каматна стапка по која ќе се реализира продажбата на благајничките записи, а банките аукцираат само со износи.

Основната функција на инструментот аукции на репо трансакции е регулирање на ликвидноста на банкарскиот систем во услови на неочекувани, краткорочни промени во ликвидноста, коишто би можеле да доведат до значајни флукуации на краткорочните каматни стапки. Аукциите овозможуваат повлекување ликвидност преку моментна продажба на хартии од вредност, со обврска за нивен реоткуп на некој иден датум по однапред утврдена цена и обратно, емитирање ликвидни средства преку моментно купување хартии од вредност, со обврска за нивна повторна продажба на некој иден датум по однапред утврдена цена

Аукциите се одржуваат на повик на НБРМ, а износот и рокот на достасување на репо-трансакциите се утврдува во согласност со проектираните движења на автономните фактори, коишто влијаат врз ликвидноста. Право на учество на аукциите имаат сите банки.

⁶⁷ <http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=0972B21B55BFD447A3E69444272FE87F>

1. Репо-аукциите може да се спроведуваат преку два основни типа тендери:
Тендер со каматни стапки: во проспектот што се упатува до банките, НБРМ го објавува износот, а банките аукцираат со износи и каматни стапки;
2. Тендер со износи: во проспектот што се упатува до банките, НБРМ објавува фиксна каматна стапка по која ќе се реализираат репо-трансакциите, а банките аукцираат само со износи.

Аукциските репо-трансакции се склучуваат согласно со Генералниот репо-договор, а како обезбедување се користат хартии од вредност согласно со Листата на хартии од вредност за спроведување на монетарни операции.

Централната банка релативно лесно може да управува со ликвидноста преку спроведување на репо трансакции. Притоа, флексибилноста е основна карактеристика на репото која и овозможува на Централната банка ефикасно управување со ликвидноста. Имено инјектираната ликвидност во банкарскиот систем преку спроведеното репо може лесно да биде апсорбирана на денот на достасување преку делумно или целосно обновување на трансакцијата. Покрај ова Централната банка може да го повлече вишокот на ликвидност преку спроведување на обратен репо, за што треба да располага со адекватно портфолио на хартии од вредност. Спроведувањето на репо трансакциите од страна на Централната банка може да има сигнална функција. Најјасен сигнал за насоките на монетарната политика испраќа преку објавување на фиксна каматна стапка која ја применува при спроведување на репо трансакции. Вообичаено, ова е највлијателната каматна стапка на пазарите на пари, кога банкарскиот систем се наоѓа во структурен недостиг на ликвидност, при што банките се принудени да позајмуваат средства од Централната банка по каматна стапка на репото како клучен инструмент на монетарната политика. Ова е една од главните предности на репото која се согледува во насочување на пазарните каматни стапки кон посакуваното ниво преку спроведување на релативно мали монетарни интервенции од кои зависи ликвидноста во банкарскиот систем. Сепак, користењето на репото за сигнализирање на насоките на монетарната политика зависи од значењето кое Централната банка му го придава на овој инструмент во споредба со останатите форми на сигнализирање. Покрај споменативе употреби,

Централната банка може да го користи репото за поддршка на платниот промет преку инјектирање ликвидност со помош на интрадневно репо, за дотурање ликвидност во крајна инстанца на крај на денот, како и за управување со девизните резерви.⁶⁸

Основната функција на инструментот дефинитивни трансакции е структурно регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем, што би довело до долгорочна промена во нивото на ликвидност. Дефинитивните трансакции можат да се спроведуваат во двете насоки, за обезбедување или за повлекување ликвидност од банкарскиот систем, преку дефинитивен откуп, односно продажба на хартии од вредност на секундарниот пазар. Дефинитивните трансакции се спроведуваат со банките на билатерална основа. Дефинитивните трансакции се спроведуваат со хартии од вредност објавени во Листата на хартии од вредност за спроведување на монетарни операции.

Каматните стапки на пазарот на пари се одржуваат на високо просечно ниво, кои краткорочно значајно флукутираат. Големите флукутации на стапките на пазарот на пари, се последица на фактот дека при монетарна стратегија заснована на одржување фиксен девизен курс, сузбивањето на флукуациите на девизниот курс има цена, а тоа е пренесување на стабилност кај каматните стапки на пазарот на пари. Пазарот на благајнички записи на Централната банка, а во извесна смисла и аукцијата на депозити беа користени за стерилизирање на евентуалните вишоци денарска ликвидност, генерирани при интервенцијата на Централната банка за откуп на девизи на девизниот пазар. Всушност, високото општо ниво на каматните стапки е последица на потребата за да се одржи релативно атрактивно ниво на домашните каматни стапки со цел обезбедување соодветен прилив на странски капитал.⁶⁹

Макроекономската политика на стабилизација усредоточена само врз монетарната стратегија заснована врз таргетирање на девизниот курс, води кон целосно напуштање на дискреционата монетарна политика, која тогаш не може да

⁶⁸Величковски, И. (2004). Репо трансакции - нивно воведување во Република Македонија. Економски истражувања 1/2004. НБРМ – Скопје, 19

⁶⁹Шајноски, А. (2009). Конвертибилен денар – меѓу сонот и јавето. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 154

има други економски таргети, освен одржување на една стабилна цена на пазарот - цената на девизниот курс, иако тоа создава нестабилност на други цени на финансискиот пазар. Според него, тоа најмногу се манифестира врз варијабилноста на каматните стапки, нивното зголемување - што има рецесивно економско влијание. Се постигнуваат пониски стапки на инфлација, но на сметка на послаб економски раст при овој режим на курсот.

3.3.3.2. Влијание на задолжителната резерва врз девизниот курс на денарот

Задолжителната резерва е стандарден инструмент на монетарната политика на НБРМ, којшто ги обврзува банките и штедилниците да издвојуваат средства на сметките кај Централната банка. Задолжителната резерва е традиционално употребуван инструмент за стерилизација на вишокот на ликвидни средства на банките.

Основната намена на овој инструмент е квантитативното регулирање на парите во оптек. Притоа за разлика од другите инструменти каде првенствено се влијае на монетарната база, односно врз примарната емисија, а преку неа врз паричната маса, со задолжителната резерва првенствено се влијае врз монетарниот мултипликатор и преку неговите промени се влијае врз паричната маса. Доколку, Централната банка ја промени стапката на задолжителната резерва нагоре, монетарниот мултипликатор се намалува, а со тоа се намалува и паричната маса. И обратно, со намалувањето на стапката на задолжителна резерва се влијае врз зголемување на монетарниот мултипликатор, односно во крајна инстанца врз зголемувањето на паричната маса.⁷⁰

Задолжителната резерва како инструмент на монетарната политика е особено важна во економиите во кои не постои, или не функционира успешно инструментот операции на отворен пазар, било тоа да е случај заради неразвиеност на пазарот на државни хартии од вредност било заради одредени институционални пречки. Притоа, освен во квантитативни цели, овој инструмент може да се користи и за селективни намени, односно за насочување на кредитната активност во банкарскиот систем во одредена насока. Тоа се прави

⁷⁰Трпески, Љ. (2003). Пари и банкарство. Economy Press – Скопје, 182

најчесто преку пропорционално ослободување од обврската за издвојување на оние банки кои пласирале средства во одредени фаворизирани активности.⁷¹

Користењето на инструментот задолжителна резерва во денари во Република Македонија ја детерминира побарувачката за ликвидни средства во банкарскиот систем во значајна мера. Притоа, нејзините функции еволуираат од инструмент за стерилизирање на вишокот на ликвидни средства, прудентен инструмент за обезбедување на стабилност на банкарскиот систем до досегашната функција на инструмент за управување со ликвидноста од страна на НБРМ и банките. Притоа, системот на просечно одржување на обврската за задолжителна резерва на трансакционата сметка кај НБРМ овозможува слободно располагање со средствата на сметките од страна на банките и нивно флексибилно управување со сопствената ликвидност. Задолжителна резерва во денари се надоместува од страна на НБРМ главно по просечна стапка на краткорочните депозити вклучени во основата за задолжителна резерва, што не го надоместува во целост опортунитетниот трошок кој го имаат банките по основ на издвоена задолжителна резерва. Задолжителната резерва во девизи се применува од втората половина на 2003 година и нејзиното воведување беше мотивирано со заложбите за изедначување на третманот на денарските и девизните депозити на банките. Задолжителната резерва во девизи се разликува во однос на задолжителната резерва во денари во поглед на начинот на исполнување, при што се користи систем на фиксно одржување на обврската за задолжителна резерва. Од почетокот на 2005 година, НБРМ не плаќа надомест за издвоените средства на задолжителна резерва во девизи како дополнителна мерка во рамките на заложбите за дестимулирање на работењето со девизи од страна на банките и нивно насочување кон поактивно управување со денарската и девизната ликвидност.

Задолжителната резерва редовно се пресметува со користење на нови податоци за состојбата на депозитите кои се вклучени во основата за задолжителна резерва. Помеѓу две пресметки на задолжителна резерва, обврската

⁷¹Ставрски, З. (1997). Избор на оптимална монетарна стратегија и инструменти за монетарно регулирање на Народна банка на Република Македонија. НБРМ – Скопје, 146

за задолжителна резерва не се менува освен доколку Централната банка не ја смени стапката за задолжителна резерва. Проекцијата на нивото на задолжителна резерва во период од неколку месеци зависи од претпоставките за идниот раст на депозитите и кредитите на банките, кои пак од своја страна можат да бидат крајно непрецизни. Вишокот на резерви обично треба да е низок, бидејќи овој вид на средства не се каматносни. Тие обично се предвидуваат со помош на статистички модели или едноставно се предвидува да останат константни.⁷²

Стапката на задолжителната резерва во денари изнесува 2%, додека стапката на задолжителната резерва во евра изнесува 0,1%.

Основната функција на овој инструмент е стабилизирање на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари, управување со понудата на пари и нивото на кредитна мултипликација и намалување на структурниот вишок на ликвидност. Основната функција на овој инструмент се извршува така да влијае на одржување на фиксниот курс на денарот, и тоа посредно преку каматните стапки.

3.3.3.3. Влијание на расположливиот кредит преку ноќ и интрадневниот кредит врз девизниот курс на денарот

Основната функција на расположливиот кредит преку ноќ е надминување на ликвидносните проблеми кај поединечни банки со што се придонесува кон стабилизирање на ликвидноста на пазарите на пари и флукуациите на краткорочните каматни стапки. Кредитот се одобрува со рок на достасување преку ноќ. Каматната стапка на расположливиот кредит преку ноќ претставува горна граница на краткорочните каматни стапки на пазарот на пари. Кредитот се одобрува по барање на банките, во форма на репо-трансакција. Расположливиот кредит преку ноќ се одобрува согласно со Генералниот репо-договор, а како обезбедување се користат хартии од вредност согласно со Листата на хартии од вредност за спроведување на монетарни операции.⁷³

⁷² Трајковиќ, М. (2006). Цели и инструменти на монетарната политика – современи искуства. НБРМ. Скопје, 21

⁷³ <http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=4BF3BEC89754B94EA695BF84F21D5343>

Основната функција на интрадневниот кредит е надминување на ликвидносните нерамнотежи кај банките коишто настануваат како резултат на поголеми одливи во однос на приливите во текот на денот. На тој начин, овој инструмент овозможува непречено реализирање на платните трансакции во текот на денот и го подобрува ликвидносното управување на банките. НБРМ не наплаќа камата на интрадневниот кредит. Кредитот се одобрува по барање на банките во форма на репо-трансакција и постои можност за претворање на интрадневниот кредит во расположлив кредит преку ноќ на крај на денот. Интрадневниот кредит се одобрува согласно со Генералниот репо-договор, а како обезбедување се користат хартии од вредност согласно со Листата на хартии од вредност за спроведување на монетарни операции.⁷⁴

Овие два вида кредити монетарната политика ги користи за одржување на фиксниот курс на денарот. Имајќи го предвид фактот дека одржливоста на фиксниот курс е условена од цврстата контрола врз домашната кредитна експанзија, во поголемиот дел од примената на оваа стратегија, Народната банка го ограничува порастот на кредитите на комерцијалните банки, преку зголемување на есконтната стапка. Оваа административна мерка е оптоварена со бројни проблеми, но е многу ефективна за контролирање на кредитната експанзија.⁷⁵

Есконтната стапка како базична каматна стапка во економијата треба да го одразува маргиналниот трошок на банките за мобилизирање на средства од примарната емисија, како и степенот на цврстина што монетарните власти сакаат да го применат при водењето на монетарната политика. Управувањето со есконтната стапка претставува ефикасен инструмент за монетарна контрола бидејќи преку нејзино регулирање Народната банка директно влијае врз побарувачката на примарни пари, со што посредно ја димензионира и вкупната понуда на пари во националната економија. Во земјите со диверзифицирана финансиска структура, промените на есконтната стапка претставуваат јасен

⁷⁴ <http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=D8C349C442FE4745A0E60C4C736FCA83>

⁷⁵ Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 241

сигнал за промени во курсот на монетарната политика и служат како индикатор за движењето на другите каматни стапки во банкарскиот систем.⁷⁶

Со стратегијата на таргетирање на девизниот курс, есконтната стапка со текот на времето го губи своето значење. Во контекст на оваа стратегија, парите и каматните стапки во потполност се подредени на одржувањето на стабилноста на девизниот курс тие стануваат ендогени варијабли. Соодветно на тоа, есконтната стапка се повеќе го губи значењето во рамките на каматната политика на Народната банка, и каматната стапка на аукции на депозити го зазема централното место во спектарот на каматните стапки, како полесен начин на контролирање на паричната маса, а преку неа одржувањето на фиксното ниво на девизниот курс.

3.4.Ефекти од делувањето на политиката на таргетирање на девизниот курс на денарот

За успешно функционирање на пазарниот систем во Република Македонија, по осамостојувањето, неопходно беше да се совлада високата инфлација. Тоа беше приоритетна цел на макроекономската политика, бидејќи во 1992 година инфлацијата достигнахиперинфлациски размери - 1925% годишно. Особено беше значајно да се воспостави цврста финансиска дисциплина во стопанството со примена на рестриктивни монетарни и фискални мерки, со ограничување на личната потрошувачка преку политиката на плати и со политиката на девизниот курс на денарот. По успешното совладување на инфлацијата, макроекономската политика на земјата политиката на економска стабилизација, сфатена како одржување на стабилно ниво на цените и стабилен девизен курс на денарот, ја спроведуваше преку монетарната, фискалната и девизната политика. Во напорите за асоцирање во Европската Унија и воеврозоната, од 1995 година, дојде до промена во монетарната политика во таа смисла што се спроведуваше стратегија на таргетирање на девизниот курс на денарот. Иако според девизниот закон политиката на курсот на денарот беше определена како политика на

⁷⁶Ставрски, З. (1997). Избор на оптимална монетарна стратегија и инструменти за монетарно регулирање на Народна банка на Република Македонија. НБРМ – Скопје, 236

флексибилен(флукуирачки) со оваа промена девизниот курс на денарот сетретираше како фиксен и служеше како номинално сидро навнатрешната стабилност која требаше да ја обезбеди монетарната политика. Веќе во јуни 1998 година беше деклариран конвертибилен статус на денарот. И денеска монетарната политика се потпира врз политиката на фиксен курс на денарот. Во меѓувреме, успешно се остварија целите на ценовна стабилност како важни цели на макроекономската политика: општото ниво на цените и курсот на денарот, меѓутоа, изостана остварувањето на другите цели: задоволителна динамика на раст на БДП, пораст на вработеноста, пораст на стандардот, урамнотежување на односите со странство, итн.

Аргументите за оправдување на истрајноста на одржувањето на фиксен курс на денарот се зголемуваат со одолжување на времето на неговата примена. По неколкугодишно негово доследно спроведување на политиката на фиксен курс, се формира структура на производство и потрошувачка детерминирани од нивото на курсот кое генерира дефицити во надворешно – трговскиот и платниот биланс, се формираат интересни групи кои имаат полза од стабилноста на фиксниот курс, а флукуирањето би им ја влошило материјално – финансиската позиција. Колку повеќе се одложува корекцијата на курсот толку повеќе се кумулираат негативните последици, поради кои се одложува и промената на политиката на курсот на денарот. Штетите, сигурно би биле незначителни доколку курсот благовремено ги одразуваше промените во нивоата на цените во земјата и во странство, а притоа се водеше цврста монетарна и фискална политика, со што би се намалил притисокот врз депрецијацијата врз курсот на денарот.⁷⁷

Македонија води рестриктивна монетарна политика, благодарение на која инфлацијата е сведена на едноцифрена бројка, а курсот се одржува на стабилно ниво. Нема никакви согледувања дали стабилизационите ефекти врз цените во земјата не ќе се постигнеа со примена на рестриктивната монетарна политика, со оглед на фактот дека таквата политика ја ограничува побарувачката на девизи, а тоа влијае врз стабилноста на девизниот курс. Сепак, водењето на политиката на

⁷⁷Шајноски, А. (2009). Конвертибилен денар – меѓу сонот и јавето. НУБ „Св.Климент Охридски“ - Скопје, 142

фиксен девизен курс на денарот, на извесен начин и до извесен степен, се реализираше со тоа што курсот не се менуваше ниту кога на пазарот постоеше поголема понуда на девизи, ниту кога почнаа да се зголемуваат дефицитите во надворешно – трговскиот и платниот биланс. Нема ни согледувања за оправданоста на истрајноста воводењето на политика на фиксен курс на денарот особено од аспект на неговото влијание во процесите на реструктурирање на стопанството во насока на изградба на извозно-ориентирана структура. Меѓутоа се укажува, од една страна, на негативните последици од водењето на таквата политика: затворањето на бројникапацитети како нерентабилни, зголемувањето на дефицитот во надворешно-трговскиот и платниот биланс поради побрз пораст на увозот од извозот, зголемување на надворешниот долг, а од друга, ранливоста и неизвесноста на политиката на стабилизација која се потпира врз дознаките од странство и врз високи очекувања на директни странски инвестиции во урамнотежувањето на економските односи со странство.⁷⁸

Од особено значење при оценувањето на ефикасноста на монетарната политика е остварувањето на нејзината крајна цел, т.е. постигнатата ценовна стабилност. Инфлацијата во Република Македонија уште кон крајот на првиот квартал од 1994 година беше значително намалена и беше одржувана на ниско и стабилно ниво во текот на целиот период. Споредено со другите земји со сличен девизен режим, Република Македонија забележува највисока стабилност на инфлацијата, која со веројатност од 88,9% се движи во рамките на интервалот од +/-2,5%. Остварувањето на стабилни стапки на инфлација во еден подолг временски период е исклучително значаен предуслов за стабилизирање на инфлационите очекувања на економските субјекти.⁷⁹

Што се однесува до оценувањето на успешноста на стабилизационата политика на таргетирање на девизниот курс на денарот од аспект на реалните варијабли, тука резултатите се измешани при што генерално може да се даде позитивна оценка. Од една страна, уште во првата година на примената на

⁷⁸Шајноски, К. (2011). Девизен систем и девизно работење. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 158

⁷⁹Крстевска, А. Бојчева-Терзијан, С. Давидовска-Стојанова, Б. и Бесими, Ф. (2003).

Трансмисионион ефект на девизниот курс во монетарната стратегија на НБРМ. Економски истражувања 2/2003. НБРМ – Скопје, 7

таргетирање на девизниот курс е забележан пресврт во движењето на производството, т.е. по неколку години рецесивни движења, остварен е пораст на реалниот БДП. Меѓутоа од друга страна, ниту оваа стратегија не успеа да даде позитивни резултати во поглед на невработеноста и надворешната нерамнотежа – два големи проблема кои продолжуваат да ја мачат македонската економија.

Табела 2. Основни макроекономски показатели, 1993-2002⁸⁰
Table 2. Basic macroeconomic indicators, 1993-2002

Година/ Year	Производство ¹ / Production	Невработеност/ Unemployment	Тековна сметка ² / Current account
1993	-7,5	27,7	0,8
1994	-1,8	30,0	-4,7
1995	-1,1	35,6	-4,9
1996	1,2	36,9	-6,3
1997	1,4	36,0	-7,2
1998	3,4	34,5	-8,7
1999	4,3	32,4	-3,0
2000	4,5	32,2	-3,1
2001	-4,5	30,5	-8,6
2002	0,7	31,9	-8,7
2003	2,8	36,7	-4,1
2004	4,6	37,2	-8,1
2005	4,4	37,3	-2,5
2006	5,0	36	-0,4
2007	6,1	34,9	-7,1
2008	5,0	33,8	-12,8
2009	-0,9	32,2	-6,8
2010	2,9	32	-2,0
2011	2,8	31,4	-3,0
2012	-0,3	31	-3,9

Забелешки:

- 1.Годишни стапки на растеж на годишниот БДП
- 2.Процент во БДП

⁸⁰Извор Министерство за финансии: Билтен 1-3/2003год; Билтен 01/2013.
НБРМ: Основни економски показатели за Република Македонија

3.4.1. Позитивни – стабилизација на цените и курсот

Од макроекономски аспект инфлацијата доминантно е во фокусот на централните банки во рамките на водењето на монетарната политика, односно претставува индикатор преку кој се оценува ценовната стабилност. Денес постои генерален консензус за потребата од одржување ниска и стабилна инфлација, како предуслов за одржлив економски раст и креирање нови работни места. Постигнатиот консензус произлегува од веќе потврдените трошоци од високата инфлација која генерира неизвесен амбиент и со тоа предизвикува дисторзии во потрошувачките и инвестициските одлуки, креира високи трансакциски трошоци, редистрибуција на доходот од кредиторите кон должниците, како и ерозија на примателите на фиксен приход. Иако не постои прецизна дефиниција за ценовната стабилност, сепак вообичаено таа се интерпретира како ниска, позитивна и стабилна инфлација. Од почетокот на деведесетите години, голем број централни банки не само што ја декларираат ценовната стабилност како крајна цел, туку дефинираат и конкретен квантитативен таргет за инфлацијата. Токму негативните импликации од високата инфлација и потребата за нејзино постојано следење, наметнуваат потреба од нејзино адекватно мерење во функција на носење правилни монетарни одлуки.⁸¹

Стратегијата на таргетирање на девизниот курс се покажа како мошне ефективна во намалувањето на инфлацијата и нејзиното одржување на ниско, едноцифрено ниво. Така на крајот на првата година од примената на оваа стратегија, стапката на инфлација беше сведена на 0,6%. Исто така во годините што следуваа, инфлацијата беше одржувана на ниско ниво и во тој поглед Македонија спаѓа во водечките земји во транзиција. Оттука, од аспект на стабилноста на цените, таргетирањето на девизниот курс без сомнение заслужува позитивна оценка. Во продолжение, оваа стратегија успеа да обезбеди и одржување на стабилен курс на денарот во однос на германската марка на ниво околу 27 денари за една марка во средината на 1997 година, т.е. околу 31 денар

⁸¹Давидовска-Стојанова, Б. Митреска, А. И Шиповиќ С. (2007). Мерење на инфлацијата и инфлацијата од аспект на монетарната политика. НБРМ - Скопје, 5

за една марка потоа. Стабилноста на денарот продолжи и по прифаќањето на еврото како сидро.

Спроведувањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот во суштина се сведе на остварување на непосредните цели на монетарно – кредитната политика на земјата – одржување на стабилност на цените и девизниот курс. Во таа стратегија се покажа делотворна. По извршената девалвација во 1997 година девизниот курс на денарот е потполно стабилен, а порастот на општото ниво на цените е повисок од нивото кое треба да се одржува во рамките на еврозоната, но е понизок од повеќето земји кои се веќе членки на Европската унија.

3.4.1.1. Движење на девизниот курс во периодот 1993-2012

Паралелно со монетарното осамостојување беше прокламиран фиксен курс на денарот во однос на германската марка во контекст на сеопфатна стабилизациона програма. Притоа, курсот беше фиксиран на нивото 360 денари за една марка. Се разбира, имајќи ги предвид скромните девизни резерви вака прокламираниот режим беше само административна мерка. Меѓутоа, во тие услови, носителите на економската политика, воопшто не беа способни да го одржуваат официјалниот девизен курс и, свесни за реалноста, тие не се ни обидуваа да го прават тоа.

Оттука, во овој период, девизниот курс беше оставен да флукуира слободно под влијание на понудата и побарувачката на девизи. Имајќи ги предвид високата стапка на инфлација и надворешната нерамнотежа, побарувачката на девизи постојано ја надминуваше понудата така што денарот остро депрецираше во однос на германската марка и другите валути. Така, во периодот од монетарното осамостојување до крајот на 1992, денарот депрецираше во однос на германската марка за 124% на црниот пазар, т.е. 111% на официјалниот пазар. Депрецијацијата на денарот продолжи со зголемен интензитет и во текот на 1993, кога вредноста на германската марка се зголеми за 148% на црниот пазар, т.е. дури 236% на официјалниот пазар.

Во овој период, Централната банка воопшто не водеше некоја активна политика на девизен курс, туку таа се водеше пасивно, акомодирајќи се кон стапката на инфлација и движењето на девизниот курс на црниот пазар. Притоа, за време на режимот на фиксен девизен курс, одвреме-навреме, денарот беше девалвиран со цел официјалниот девизен курс да се приближи кон курсот на денарот на црниот пазар. Така, во октомври 1992 беше извршена првата девалвација на денарот на нивото од 600 денари за една марка. Подоцна, во декември истата година, денарот повторно девалвираше за 30% при што новиот официјален курс на марката беше поставен на 914 денари. Последната девалвација беше извршена во мај 1993 во износ од 62% во однос на марката. Потоа, во согласност со режимот на флексибилен девизен курс, денарот депрецираше секојдневно, изедначувајќи се со курсот на црниот пазар.

Сепак, не може да се каже дека во овој период, Централната банка немаше никаква контрола врз движењето на девизниот курс. Навистина девизните резерви на Централната банка беа повеќе од скромни и тоа ја оневозможуваше да интервенира во регулирањето на девизниот курс и во овој период не постоеше девизен пазар, т.е. отсуствуваа основните институционални предуслови за водење активна политика на девизен курс, но со самиот факт што денарот е девалвиран, за официјалниот курс да се приближи кон курсот на денарот на црниот пазар, значи дека сепак Централната банка има влијание врз движењето на девизниот курс.

Од октомври 1995, НБРМ ја прифати стратегијата на таргетирање на девизниот курс на нивото од 27 денари за една германска марка. Прифаќањето на оваа стратегија значеше драстична промена во политиката на девизниот курс, кој се претвори во интермедијарен таргет на монетарната политика. Оттука, оваа стратегија вклучува силно изразен активизам во политиката на девизен курс, каде што Централната банка настојува да го одржи девизниот курс на таргетираното ниво, интензивно интервенирајќи на девизниот пазар при секоја позначајна тенденција на отстапување на девизниот курс од таргетот.

Курсот на германската марка се движи во тесни граници околу нивото на 27 денари за една марка. Оваа тенденција започна уште од почетокот на 1994, т.е.

многу порано од формалното усвојување на таргетирањето на девизниот курс и трае исклучително долго до средината на 1997. Оттогаш, продолжи движењето на 31 денар за една марка. Истата тенденција на флукутирање на девизниот курс во тесни рамки се задржа и по прифаќањето на еврото како сидро.⁸²

Оваа импресивна стабилност на денарот јасно ја отсликува природата на таргетирањето на девизниот курс кое, прво имплицитно, а потоа експлицитно се применуваше во овој период. Притоа, Народната банка интензивно интервенираше на девизниот пазар секогаш кога се јавуваше притисок за апрецијација или депрецијација, и на тој начин го одржуваше девизниот курс на таргетираното ниво. Во тој контекст, треба да се забележи дека успешноста на Народната банка во контролата на движењето на девизниот курс во голема мерка се темели и врз поддршката од фискалната политика. Така, почнувајќи од 1995, постојано се издвојуваше одреден износ на буџетски средства кои се префрлуваа на посебна сметка кај Народната банка, наменети за интервенции на девизниот пазар. На тој начин НБРМ беше многу поспокојна во поглед на монетарните ефекти од девизните интервенции.

Народната банка се покажа како многу ефективна во контролата на девизниот курс, успешно отстранувајќи ги сите притисоци за негова апрецијација или депрецијација. Се разбира успехот во одржувањето на девизниот курс на таргетирано ниво подразбираше големи осцилации во движењето на примарните пари и паричната маса, т.е. беше проследена со намалена ефективност во контролата на монетарните агрегати. Меѓутоа, нестабилноста во движењето на монетарните агрегати е нужна цена која мора да се плати за одржување на стабилноста на девизниот курс, имајќи предвид дека монетарната политика може успешно да контролира само една варијабла.

Одржувањето на фиксниот девизен курс не е цел само на монетарната политика, туку тоа е и една од целите на целокупната макроекономската политика на земјата. Тоа се гледа во проекциите на макроекономската политика на Министерството за финансии на почетокот на секоја година.

⁸²Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 282

Табела 3. Движење на девизниот курс, 1993-2012⁸³
 Table 3. Movement of exchange rate, 1993-2012

Година/ Year	Просечен девизен курс МКД/ДЕМ/ Average exchange rate Macedonian denar/German mark	Просечен девизен курс МКД/ЕУР/ Average exchange rate Macedonian denar/EUR
1993	14,16	/
1994	26,62	/
1995	26,54	/
1996	26,58	/
1997	28,70	/
1998	30,95	/
1999	30,99	60,62
2000	31,05	60,73
2001	31,14	60,91
2002	/	60,98
2003	/	61,26
2004	/	61,34
2005	/	61,30
2006	/	61,19
2007	/	61,18
2008	/	61,27
2009	/	61,27
2010	/	61,51
2011	/	61,53
2012	/	61,53

3.4.1.2. Движење на цените во периодот 1993-2012

Како што е веќе наведено, ценовната стабилност претставува основна цел на монетарната политика и самиот термин го означува она ниво на цени кое не покажува поголеми флукуации во споредба со одредена оптимална вредност. Стапката на инфлација при ниво на цени кое не покажува поголеми флукуации се смета за оптимална стапка на инфлација.

Без сомнение, во мала и отворена економија, политиката на девизен курс има посебно значење во контролата на инфлацијата. Во однос на инфлацијата влијанието на девизниот курс се изразува преку два канала: прво промените на девизниот курс директно се одразуваат врз стапката на инфлација преку цените

⁸³Извор:НБРМ: Основни економски показатели за Република Македонија

на разменливите производи, второ девизниот курс предизвикува и индиректни ефекти врз домашната инфлација преку увозните производни фактори, како и преку фактот дека многу номинални варијабли во домашната економија, имплицитно или експлицитно се индексираат за девизниот курс. Оттука секој обид на носителите на економската политика за стабилизирање на инфлацијата, на еден или друг начин ја вклучува политиката на девизниот курс.

Вообичаено, стабилизационите програми засновани врз девизниот курс се преземаат при многу висока стапка на инфлација, кога останатите макроекономски политики не можат да обезбедат успешно прекинување на инфлаторната стихија. Во тој поглед, Македонија претставува интересен исклучок, бидејќи таргетирањето на девизниот курс беше формално прифатено кон крајот на 1995 година, кога стапката на инфлација веќе беше сведена на едноцифрено ниво. Сепак доколку се земе во предвид дека стабилизационата политика заснована врз девизниот курс имплицитно започна да се спроведува од почетокот на 1994 година, кога на крајот од претходната година беше забележана трицифрена стапка на инфлација. Ако тоа се земе како вистински почеток на таргетирањето на девизниот курс, тогаш слободно може да се каже дека политиката на девизниот курс се покажа како ефективна во намалувањето на стапката на инфлација. Имено, за само две години, со помош на оваа стратегија, стапката на инфлација беше сведена на едноцифрено ниво, а потоа беше намалена на нивото на ниска едноцифрена инфлација.⁸⁴

Табела 4. Движење на инфлацијата, 1993-2012⁸⁵
Table 4. Movement of inflation, 1993-2012

Година/ Year	Стапка на инфлација во %/ Inflation rate in %
1993	229,6

⁸⁴Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 284

⁸⁵Извор: НБРМ: Основни економски показатели за Република Македонија

1994	55,4
1995	9,2
1996	0,2
1997	4,5
1998	-1,0
1999	2,3
2000	6,1
2001	3,7
2002	1,1
2003	2,6
2004	-1,9
2005	1,2
2006	2,9
2007	6,1
2008	4,1
2009	-1,6
2010	3,0
2011	2,8
2012	4,7

Од табела 4 се гледа дека по 1994 година, стапката на инфлација е сведена на едноцифрено ниво и тој тренд се одржува и во текот на наредните години. Отстапувањата во стапката на инфлација се многу мали. Променливоста во стапкаа на инфлација, односно отстапувањето, ќе го измериме со стандардна девијација. Со оглед на фактот дека во 1993 и 1994 година стапката на инфлација е висока, ќе ги земеме само годините откако се применува монетарната стратегија на таргетирањето на девизниот курс на денарот, односно 1995 – 2012 година.

Стандардната девијација се бележи со σ и се пресметува по следната формула:

$$\sigma_y = \sqrt{\frac{\sum (y - \bar{y})^2}{n}},$$

каде со y се бележи појавата која се испитува, во случајов стапката на инфлација, а \bar{y} ја претставува аритметичката средина. Со примена на дадената формула е добиено дека страндардната девијација на стапката на инфлација во периодот 1995-2012 изнесува $\sigma=2,87$. Ова покажува дека отстапувањата од

средната вредност е многу мала, што упатува дека нивото на инфлација во секоја одделна година се движи блиску до средната вредност во тој период.

Причината поради која стратегијата на таргетирање а девизниот курс влијае врз инфлацијата е високиот степен на детерминираност на промените на стапката на инфлација од промените на девизниот курс на денарот. Девизниот курс ги детерминира другите цени во економијата (цените на стоките и услугите, цената на работната сила, цената на финансиските средства итн.). Со оглед на тоа монетарно – кредитната политика треба да биде насочена кон остварување на стабилноста на девизниот курс, бидејќи индиректно ќе се обезбедува и ценовна стабилност. Тоа значи дека монетарната понуда е детерминирана од потребата да се одржува стабилноста на девизниот курс на денарот, односно порастот на монетарната понуда е ограничен со потребата да се одржи стабилноста на курсот. А ако односот на понудата и побарувачката на девизи ја доведуваат во прашање стабилноста на курсот тогаш не се менува курсот, туку се вршат приспособувања на порастот на монетарните агрегати за да се одржи стабилноста на курсот.

3.4.2.Неповолни – генерирање на ниски стапки на раст

И покрај наведените позитивни ефекти од делувањето на таргетирањето на девизниот курс на денарот – одржување на стабилноста на цените и девизниот курс, сепак изостана остварувањето на целите на макроекономската политика: остварување на задоволителна стапка на раст, стапка на вработеност и урамнотежување на односите со странство.

Економскиот раст се дефинира на два начина: 1) како раст на реалниот БДП за определен временски период (најчесто една година); и 2) како раст на реалниот БДП *per capita* за определен временски период (најчесто една година). Економиите од година во година бележат различни стапки на раст на реалниот БДП. На долг рок, тие се сведуваат на просечна стапка на раст. Например просечната стапка на раст на македонската економија за периодот 1996-2008 година изнесува околу 2%, што не значи дека реалниот БДП на македонската економија во наведениот период секоја година растел со стапка од 2%, туку дека

за целиот тој период, просечната стапка на раст на реалниот БДП изнесувала 2%.⁸⁶

Факторите на економски раст можат да се поделат на три групи. Првата група фактори се фактори од страна на понудата каде што спаѓаат: количината на факторите на производство, квалитетот на факторите на производство и технолошкото знаење. Втората група фактори е факторот од страна на побарувачката кој овозможува реализирање на зголемениот произведен капацитет, постигнат со помош на факторите од страна на понудата. И во третата група влегува факторот ефикасност, а се однесува на ефикасноста со која се употребуваат расположливите фактори на производство. Овде се мисли на два вида ефикасност и тоа: производна ефикасност и алокативна ефикасност.

Во практиката на приспособувања на порастот на монетарните агрегати за да се одржи стабилноста на денарот најчесто доаѓаше до примена на мерки за повлекување на пари од прометот преку зголемување на стапката на задолжителни резерви и дисконтната стапка, емисија на благајнички записи со релативно висока каматна стапка за да се кумулираат високи девизни резерви. Ова во голема мера неповолно влијаеше врз интересот за преземање на инвестициони зафати.

Доследното спроведување на политиката на таргетирање на девизниот курс на денарот, поради повисоките стапки на инфлација во земјата во однос на најзначајните надворешно – трговски партнери, резултираше и во губење на ценовната конкурентност спрема странство. А тоа предизвика нарушување на екстерната рамнотежа.

Стабилизационата политика, а и таргетирањето на девизниот курс како дел од истата често се наведуваат како еден од факторите кои го предизвикуваат опаѓањето на стопанската активност на земјите во транзиција. Така во рамките на стабилизацијата, доаѓа до рестрикција на многу ставки на јавната потрошувачка и тоа придонесува за намалување на агрегатната побарувачка. Паралелно со стабилизацијата, доаѓа до драстичен пад на реалната парична маса и кредитите

⁸⁶Ефтимоски, Д. (2009). Економски раст: основни теоретски концепти и модели. Универзитет „Св. Климент Охридски“ – Битола, 130

со што фирмите се соочуваат со недостиг на обртен капитал за да го продолжат производството. Во земјите во транзиција, рестриктивната монетарна политика може да предизвика големи трошоци и заради фактот, што како последица на бавното реструктурирање, фирмите не се осетливи на акциите на монетарната политика која, на тој начин ги погодува само добрите фирми со што страда економијата.⁸⁷

И во Македонија, острата монетарна политика спроведувана преку таргетирање на девизниот курс на денарот постојано се наведува како еден од главните виновници за опаѓањето на производството во првата половина на 1990 – тите. Во периодот на дезинфлацијата (1992-1995), производството бележеше негативни стапки на растеж, невработеноста растеше и постојано имаше дефицити на тековната сметка.

Изостанувањето на очекуваниот прилив на странски средства со кои би се зајакнала производствената и извозната компонента на развојот, се одрази врз забавувањето на растот. Уште повеќе што во услови на фиксен девизен курс на денарот и притисоците во насока на негова апрецијација, е дестимулирано извозно ориенталното стопанство во земјата, а стимулирано увозното зависното. И наместо реструктурирање на стопанството во насока на негова извозна ориентираност, се создава структура која генерира и ја зголемува надворешната нерамнотежа на земјата.

Економскиот раст се мери на два начина: преку реалниот БДП и преку реалниот БДП *per capita* како процентна стапка g :

$$g = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} 100 \quad \text{или} \quad g = \frac{Y_t \text{ per capita} - Y_{t-1} \text{ per capita}}{Y_{t-1} \text{ per capita}} 100$$

каде Y_t е реалниот БДП од тековната година, а Y_{t-1} е реалниот БДП од претходната година, $Y_t \text{ per capita}$ е реалниот БДП по глава на жител од тековната година, а $Y_{t-1} \text{ per capita}$ е Реалниот БДП по глава на жител од претходната година.⁸⁸

⁸⁷Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 288

⁸⁸Ефтимоски, Д. (2009). Економски раст: основни теоретски концепти и модели. Универзитет „Св. Климент Охридски“ – Битола, 130

Во продолжение ќе направиме една анализа во која ќе ја утврдиме зависноста на економскиот раст од стапката на инфлацијата. За таа цел најпрво ќе ги земеме стапките на економскиот раст како стапки на раст на реалниот БДП за периодот 1999-2012 година. Потоа ќе пресметаме коефициент на корелација и коефициент на детерминација помеѓу помеѓу стапката на инфлација и економскиот раст.

Табела 5. Стапки на раст на реален БДП⁸⁹

Table 5. Real GDP growt rates

Година/ Year	Стапка нараст на реален БДП/ Real GDP growt rates
1999	4,3
2000	4,5
2001	-3,1
2002	1,5
2003	2,2
2004	4,7
2005	4,7
2006	5,1
2007	6,5
2008	5,5
2009	-0,4
2010	3,4
2011	2,3
2012	-0,5

Коефициентот на корелација се означува со R и се пресметува по следната формула:

$$R = \sqrt{1 - \frac{S_y^2}{\sigma_y^2}},$$

каде S ја означува стандардната грешка, а со σ ја означува стандардната девијација. Во оваа пресметка ќе ги земеме годините по воведувањето на еврото, односно 1999-2012 година. Коефициентот на корелација помеѓу стапката на инфлација и стапката на економски раст за овој период изнесува $R=0,16$, или помеѓу стапката на инфлација и стапката на економски раст постои позитивна

⁸⁹Извор: Државен завод за статистика

меѓусебна корелираност, што значи дека доколку се зголеми стапката на инфлација ќе се зголеми и стапката на економски раст. Тоа упатува на тоа дека доколку земјата сака да оствари повисоки стапки на раст не треба доследно да води политика на одржување на ниско ниво на стапката на инфлација, туку да ја остави стапката на инфлација да достигне некои вредности на умерена инфлација притоа водејќи сметка, да не се надмине трендот на едноцифрена стапка, бидејќи доколку се дозволи повисока стапка тоа со себе ќе повлече негативни последици. Одредувањето на критичното ниво, односно оптималната стапка на инфлација која би генерирала економски раст е тешко да се одреди и зависи од специфичностите на општиот економски развој по земји. Сепак преовладува мислење дека за земјите во развој таа оптимална стапка на инфлација е 7-11% годишно.

Коефициентот на детерминација се означува со D , и се пресметува:

$$D = R^2 * 100,$$

каде R е коефициентот на корелација. Коефициентот на детерминација во оваа анализа изнесува $D=2,70\%$, што значи дека само 2.70% од вкупниот варибилитет во стапката на економски раст зависи од инфлацијата, додека останатите $97,3\%$ се должат на други фактори.

Економскиот раст е значаен фактор кој влијае на економскиот развој во земјата. Термините економски раст и економски развој не се синоними. Како што претходно видовме економскиот раст се дефинира како раст на реалниот БДП (per capita) за определен временски период и за неговото мерење се користи процентна стапка. Економскиот развој, пак, претставува збир на општествено – економски промени условени од економски и неекономски фактори, кои во себе го содржат и растот на реалниот БДП. Тој ги вклучува промените во целокупната структура на општеството: во науката, образованието, културата, уметноста,

здравството итн, како и промените на реалниот БДП, на долг рок. Економскиот развој не може да се искаже во проценти.⁹⁰

3.4.3. Причини за неповолните последици

Во основа се наведуваат следниве аргументи за рецесивно дејство на монетарната политика: прво, преку квантитативните ограничувања на порастот на кредитите се ограничува пристапот на претпријатијата до обртен капитал за финансирање на тековното производство; второ, монетарната рестрикција се обвинува за состојбата на општа неликвидност во економијата; трето, рестриktivната монетарна политика водеше кон високи реални каматни стапки, кои претставуваа голем товар за претпријатијата; и најпосле, преценување на денарот и оттука намалување на конкурентската способност на извозниците.

3.4.3.1. Тенденција на преценување на курсот

Во контекст на негативните последици на стабилизационата политика врз реалните стопански движења, едно од најчестите обвинувања се однесува на политиката на девизен курс. Имено, од круговите на извозниот сектор и дел од економската професија, постојано доаѓаат критики дека носителите на економската политика водат политика на преценет денар. Според овие тврдења, преценетиот денар понатаму предизвикува два ефекта: прво, преценетиот денар го дестимулира извозот и го стимулира увозот и тоа неизбежно води кон нерамнотежа во економските односи со странство; и второ, дестимулирајќи го извозот, реалната апрецијација влијае негативно врз стопанскиот растеж.⁹¹

Една од најпознатите синдроми на стабилизационите програми засновани врз девизниот курс се однесува на реалната апрецијација на домашната валута. Во принцип овие стабилизациони програми не мора да водат кон реална апрецијација доколку поседуваат совршен кредибилитет. Во тој случај фиксирањето на девизниот курс веднаш ја соборува домашната инфлација, која

⁹⁰Ефтимоски, Д. (2009). Економски раст: основни теоретски концепти и модели. Универзитет „Св. Климент Охридски“ – Битола, 131

⁹¹Петрески, Г. (2005). Монетарна политика: теорија и искуство на Македонија. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје, 292

се сведува на нивото на светската инфлација така што воопшто не доаѓа до реална апрецијација на домашната валута. Сепак во реалниот свет, стабилизационите програми засновани врз девизниот курс не поседуваат висок кредибилитет, посебно ако се има предвид дека овие програми обично се преземаат во земјите со долга традиција на висока инфлација. Оттука, искуството покажува дека, наспроти фиксирањето на девизниот курс, домашната инфлација опаѓа постепено така што во одреден временски период постои висок диференцијал меѓу домашната и светската инфлација. Имајќи ја предвид аритметиката на реалниот девизен курс, сосема е јасно дека задржувањето на домашната инфлација над нивото на светската инфлација води кон реална апрецијација.

Преценетоста на реалниот девизен курс е силно поврзана со неодржливиот дефицит во билансот на плаќање, валутни кризи и низок економски развој. Главната цел на девизната политика е одржување стабилен и компетитивен реален курс конзистентен со економските фундаменти на земјата. Макроекономските перформанси под алтернативен режим на девизен курс сеограничени. Но сепак, споредено со флукуирачките режими, режимите на фиксни девизни курсеви се поврзани со пониска инфлација и понизок раст на аутпутот.⁹²

Во првите две години по монетарното осамостојување беше присутен трендот на постојана депрецијација на номиналниот девизен курс, која беше поинтензивна во споредба со порастот на цените. Соодветно, тоа резултирало со реална депрецијација на денарот околу 200% во текот на две години. Меѓутоа преминот кон имплицитно таргетирање на девизниот курс резултирало со остра апрецијација како последица на големиот диференцијал меѓу домашната и светската инфлација. Реалната апрецијација во голема мерка ги неутрализираше ефектите од депрецијацијата во претходниот период. Оттука, нема никакво сомнение дека политиката на девизен курс може да се посочи како главниот виновник за реалната апрецијација во овој период. Истовремено, искуството на

⁹²Цалева, Т. (2014). Влијанието на девизниот курс врз надворешно – трговската размена во мала и отворена економија – Република Македонија. Докторска дисертација. Универзитет „Св.Климент Охридски“ – Битола, 14

Македонија ја потврдува општата регуларност дека фиксирањето на девизниот курс во услови на се уште висока инфлација води кон голема реална апрецијација.

Во контекст на потребата за одржување на стабилен девизен курсна денарот (заради обезбедување на задоволително ниво на прилив на странски капитал) и за надминување на неповолните тенденции вондворешно економското работење, се наметнува потреба одистовремено водење на политика на стабилен, но реален девизен курсна денарот. Стабилноста може да се постигне и со режим на фиксен и сорежим на флукуирачки курс, со тоа што при режим на фиксен курс многупоголема е комозијата на монетарната власт, бидејќи проблемите одевентуалната преценетост (или потценетост) на курсот се одлагаат за извесен период, додека при режим на флукуирачки курсеви, сосекојдневните промени на курсот на девизниот пазар, ефектите сечувствуваат непосредно, а монетарната власт е секојдневно на удар. Од ова јасно произлегува дека не е неважно, но не е суштествено кој режим на девизен курс ќе се одбере. За развојот на националната економија од суштествено значење е да се обезбеди механизам низ кој девизниот курс ќе се одржува како реален (рамнотежен), доколку економската политика не е во состојба да обезбедува стабилност на цените во земјата. Економската политика не треба да допушти подолг период на потценет или преценет курс, бидејќи потоа прашањето на реалноста на курсот станува амбивалентна цел. Од една страна е потребна, но од друга страна, е неприфатлива, зашто со доследното остварување на таквата политика, по периодот на негова преценетост, доаѓа до влошување на условите на стопанисување на гранките и групациите што се многу зависни од увоз или на субјектите кои се должници во странски средства на плаќање.

Со политика на реален курс стабилноста се одржува со зафативо домашното стопанство, а ако курсот мора постојано да се поместува да биде реален само се покажува дека стабилизационите зафати воземјата се недоволно успешни. Со оглед на тоа може да се каже дека на Република Македонија и се потребни реперкусиите кои гипредизвикува реалниот и стабилен девизен курс на денарот врзоднесувањето на стопанските субјекти, во таа смисла, со подобра производствена ориентација, со поголема продуктивност на трудот

иекономичност во работењето, да изборат поголем доход. Меѓутоа, ако тоа не може да се обезбеди, подобро е да се одложат неопходните внатрешни зафати на планот на интензификацијата на стопанисувањето, со поместување на курсот, отколку да се зидаат големи диспаритети, за чие израмнување, по извесен период, се неопходни поголеми променливо интервалутарната вредност на домашната валута.

3.4.3.2. Одржување на високи каматни стапки

Одржувањето на цврста стабилност на девизниот курс има за последица подолго да се одржува високо просечно ниво на каматните стапки на пазарот на пари, кои краткорочно значајно флукуираат. Големите флукуации на стапките на пазарот на пари се последица на фактот дека при монетарна стратегија заснована на одржување фиксен девизен курс, сузбивањето на флукуациите на девизниот курс има цена, а тоа е пренесување на нестабилноста кај каматните стапки на пазарот на пари. Пазарот на благајнички записи на централната банка, а во извесна смисла и аукцијата на депозити, беа користени за стерилизирање на евентуалните вишоци денарска ликвидност, генерирани при интервенцијата на централната банка за откуп на девизи на девизниот пазар. Всушност високото општо ниво на каматните стапки е последица на потребата да се одржи релативно атрактивно ниво на домашните каматни стапки со цел обезбедување соодветен прилив на странски капитал. Аспектот на монетарната политика всушност го заоструваше фундаменталниот дебаланс помеѓу понудата и побарувачката на пари во македонската економија. Од една страна, понудата на пари односно промената на монетарните агрегати беше врзана за извозното реструктурирање на македонската економија, и во тие рамки, соодветното реструктурирање на пазарот на трудот. Но овие процеси по својата природа се подолгорочни. Од друга страна, темпото на фактичките реформи во реалниот сектор беше недоволно, па побарувачката за пари во голем дел произлегуваше од настојувањето за

одржување на постојните структурни карактеристики на економијата. Резултат на овој фундаментален дебаланс е постојниот притисок врз каматните стапки.⁹³

Одржувањето на високи каматни стапки во земјата погодуваше за одржување на повисоко ниво на денарско штедење, со што се избегнуваше притисок на девизниот пазар за купување на девизни средства, а со тоа и врз курсот на денарот. Меѓутоа тоа имаше за последица да се избегнуваат долгорочните инвестициски зафати врз динамиката на растот, а реалниот сектор да го запостави реструктурирањето и модернизирањето.

Во иницијалниот период на стабилизацијата, одржувањето високи каматни стапки имаше клучно значење во борбата против инфлацијата. Меѓутоа по успешното стабилизирање на цените, кога во фокусот на економската политика се наметнуваат други проблеми, неизбежно доаѓа до потребата од преиспитување на политиката на каматни стапки. Притоа овде воопшто не станува збор за преиспитување на каматната политика од аспект на оперативната процедура во водењето на монетарната политика. Имајќи го во предвид неразвиениот финансиски пазар, јасно е дека уште долго време Народната банка не ќе биде во можност да ги употребува каматните стапки како главен оперативен таргет на монетарната политика што е вообичаена практика во развиените економии. Кон тоа треба да се додадат и ригидната побарувачка на кредити и неосетливоста на претпријатијата на промените на каматните стапки, поради што каматните стапки го немаат вообичаеното место во трансмисиониот механизам.

Неколку години по успешното стабилизирање на цените, реалните каматни стапки се задржаа на многу високо ниво, а тоа секако се одразува негативно врз реалната економија. Во принцип реалните банкарски каматни стапки можат да бидат одраз на високите реални каматни стапки на Централната банка. Прашањето кое се поставува е: Што може да направи Централната банка во поглед на каматните стапки? Како што е веќе погоре наведено стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот допринесува за состојбата на високи каматни стапки. Во рамките на оваа стратегија, Централната банка мора да се

⁹³Филиповски, В. (2002). Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економската транзиција. Економски факултет – Скопје, 258

откаже од независната монетарна политика и да прифати ендегено одредување на каматните стапки. На тој начин, високите каматни стапки на централната банка се јавуваат како природна последица на политиката на одржување на девизниот курс на таргетираното ниво.

Оттука не мешајќи се во деловната политика на комерцијалните банки, Централната банка би можела да даде придонес во намалувањето на каматните стапки преку постепено и внимателно намалување на своите каматни стапки. Тоа пак претпоставува промени во стратегијата која ја применува Централната банка т.е. напуштање на таргетирањето на девизниот курс или вградување поголема доза на флексибилност што би отворило простор за поголемо манипулирање со каматните стапки.

3.4.3.3. Пораст на надворешно – трговскиот дефицит и на дефицитот на тековната сметка од платниот биланс

Нивото на девизниот курс зависи не само од внатрешната и надворешната куповна моќ, туку и од други фактори, и елементот кој најдобро го синтетизира влијанието на сите фактори е платниот биланс, поконкретно неговата позиција, бидејќи главниот влијателен фактор на девизниот курс може да се најде синтетизиран во платниот биланс – еволуција на увозот и извозот, капиталните текови под формата на директни инвестиции или портфолио инвестиции и сл. Составен е од трговскиот биланс и капиталниот биланс. Така увозот како во националната побарувачка на странски добра и извоз, што значи странска побарувачка на добра кои се подложни на правилата на пазарот, се сензибилни и флукутираат во зависност од светските цени и внатрешната продуктивност и други фактори. Валутната побарувачка за покривање на увозот, а исто валутната понуда влијае врз нивото на девизниот курс. Тековната сметка е екстремно добариндикатор за економскиот развој, продуктивноста и компетитивноста на светскиот пазар, а исто така и за индицирање на одредена нерамнотежа во економијата.⁹⁴

⁹⁴Цалева, Т. (2014). Влијанието на девизниот курс врз надворешно – трговската размена во мала и отворена економија – Република Македонија. Докторска дисертација. Универзитет „Св.Климент Охридски“ – Битола, 150

Платниот биланс на Република Македонија бележи континуиран дефицит уште од осамостојувањето на земјата. Дефицитот е континуирано присутен не само во капиталната, туку и во тековната сметка, каде што неговиот главен извор е негативното салдо на трговскиот биланс. Дефицитот во билансот на плаќања не е резултат само на негативното салдо од надворешно – трговската размена на стоки, туку е резултат и на негативното салдо што произлегува од капиталната сметка. Дефицитот на капиталната сметка беше наследен од поранешна Југославија, која кон средината на 80 – те години западнала во должничка криза.⁹⁵

Во периодот 1994-1996 година, политиката на девизен курс резултираше во голема иницијална реална апрецијација на денарот. Истовремено, во овој период беа најгласни поплаките на извозниците и критиките на економистите дека преценетиот денар е еден од главните виновници за нерамнотежата во тековната сметка и за слабата стопанска активност. Апрецијацијата на вредноста на денарот, стана основна причина за супституција на домашното производство со увозно со сите придружни процеси (дезинвестирање, дезиндустријализација, дезаграризација, намалување на вработеноста, раст на непроизводната потрошувачка итн.) На тој начин Македонија стана дел од глобалната пазарна економија со нереална цена курсот, а таквата цена ја превзема информативната, алокативната и редистрибутивната функција. Во таа насока, нормални се последиците: огромно одлевање домашни ресурси во странство и генерирање на високо задолжување на земјата преку порастот на надворешно – трговскиот дефицит.⁹⁶

Во теоријата негативните ефекти на реалната апрецијација врз економските односи со странство се несомнени. Имено, реалниот девизен курс е составен елемент на секој теоретски модел на отворена економија при што реалната апрецијација неизбежно води кон пораст на увозот и намалување на извозот, односно дефицит во размената со странство. Исто така, искуството на повеќе земји покажува дека реалната апрецијација и дефицитите на тековната сметка одат рака под рака.

⁹⁵Кикеркова, И. (2008). Надворешна трговија. Универзитет „Св.Кирил и Методиј“ – Скопје, 430

⁹⁶Николовска, Н. (2004). Македонија во глобализацијата – модел за системска економска криза. Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија. Скопје, 242

Одржувањето на фиксен курс на денарот (по секоја цена, како што често се практикува да се каже од страна на монетарната и економската власт), дури и кога се јасни негативните последици од таквата политика во тековните стопански движења (поради преценетоста), ги загрозува основите на неизбежната стратегија за развој на извозно ориентирано стопанство, како темел на долгорочно одржлив развој. Тоа се чини преку, веќе споменатите притисоци за пораст на каматните стапки воземјата и преку преценетоста на курсот. Тоа се одразува врз климата за инвестирање во земјата воопшто, посебно во потенцијалните извозни сектори. Проблемот особено се заострува поради долго очекуваниот, недоволен прилив на странски директни инвестиции.

Дефицитот во тековната сметка најчесто создава валутна криза или криза во билансот на плаќање, притоа влијаејќи на структурната анализа на билансот на плаќање како и на испитувањето на можноста за случување на таква криза. Посебно внимание се посветува на финансирањето на нерамнотежата, со дополнување преку проекција на идните состојби. Врз основа на тоа ќе се овозможи да се дојде до констатација за сценариото на идните состојби во надворешниот сектор на економијата.⁹⁷ Постојаните и високи дефицити во трговскиот биланс и тековната сметка остануваат сериозен проблем, кој ја оптоварува македонската економија. Имено, неповолниот тренд на побрз растеж на увозот на стоки и услуги во споредба со извозот продолжуваат со несмален интензитет. Притоа посебен проблем претставуваат исклучително високите дефицити во трговскиот биланс, кои се најголемата причина за нерамнотежата во тековната сметка. Во тој контекст, јасно е дека стабилизирањето на цените не доведе до никакво подобрување во надворешната рамнотежа.

За економистите нема сомневање дека изостанувањето на посакуваниот економски раст се должи, пред сè, на недоволните инвестиции од домашни и надворешни извори. Стапката на брутоинвестициите последниве неколку години (1999-2002) варира од 18 до 21%, а на инвестициите во фиксни фондови од 15-17% од БДП. Во 2001 година земјите во транзиција-новите членки на ЕУ, имаа

⁹⁷Рибар, И. (2015). Биланс на плаќање – теоретски и практични искуства со посебен осврт на билансот на плаќање на Р. Македонија. Универзитет „Св. Климент Охридски“ – Битола, 59

збирна среднастапка на бруто инвестиции од 25,9%; 15-те стари членки на ЕУ-21,5%. Република Македонија во истата година реализира стапка на брутоинвестиции од 18,3%, Албанија од 19,7%, Хрватска 24,7%, Бугарија 19,7%, Романија 23,1%. Познато е дека нашите аналитичари пред повеќе години укажуваа дека со стапки на бруто инвестиции пониски од 24-25%, не е можно да се подигне растот на БДП над 4% годишно. Таквото ниво на бруто домашни инвестиции нема реални изгледи да биде постигнато од домашно штедење, бидејќи последниве години тоа се формира на ниво од 14-16% од БДП. Тоа значи дека нашава земја не е во состојба при таков степен на штедење да обезбеди доволно извори за забрзување на економскиот раст без натамошно задолжување во странство, што значи без да сепополнува недостигот на домашното штедење со странско штедење. Меѓутоа, за тоа да биде одржливо на среден и подолг рок, основен услов треба да биде зголемените инвестиции да резултираат првенствено со пораст на нашата извозна понуда и конкурентност.⁹⁸

Во овој контекст, постои уште еден проблем со влијание на вкупниот развој, а тоа е што стапката на финансирањето на дефицитот е повисока од стапките на порастот на бруто домашниот производ и на извозот, што на подолг рок имплицира ризик од запаѓање во платно-билансна и должничка криза со многукратни инегативни ефекти врз состојбите во целата економија. Излезот е во мерки за платно-билансно приспособување преку експанзија на извозот, а не со рестрикции на увозот, зашто со повратно дејство тоа се рефлектира на намалување на производството и на извозот. Наспроти потребната експанзија на извозот податоците покажуваат експлозија на увозот и значајно зголемување на надворешно-трговскиот дефицит и на надворешниот долг на земјата. Со оглед на недоволната стапка на раст, не може да се избегне впечатокот дека добар дел од задолжувањето во странство е искористен за зголемување на потрошувачката над можностите што ги дава домашната економија.

Табела 5. Надворешно трговската размена во РМ, 1993-2012⁹⁹
Table 5. Foreign trade in Republic of Macedonia, 1993-2012

⁹⁸Шајноски, К. (2011). Девизен систем и девизно работење. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 173

⁹⁹Извор НБРМ: Основни економски показатели за РМ

Година/ Year	Извоз на стоки (во милиони долари)/ Export of goods (in million dollars)	Увоз на стоки (во милиони долари)/ Import of goods (in million dollars)	Трговски биланс (во милиони долари)/ Trade balance (in million dollars)	Тековна сметка (% од БДП)/ Current account (% of GDP)
1993	1.055,30	1.199,40	-144,10	0,8
1994	1.086,30	1.484,10	-397,70	-4,7
1995	1.204,00	1.718,90	-514,90	-4,9
1996	1.147,40	1.626,90	-479,50	-6,3
1997	1.236,80	1.778,50	-541,70	-7,2
1998	1.310,70	1.914,70	-604,00	-8,7
1999	1.191,30	1.776,20	-584,90	-3,0
2000	1.322,60	2.093,90	-771,30	-3,1
2001	1.157,50	1.693,90	-536,10	-8,6
2002	1.115,50	1.995,20	-879,60	-8,7
2003	1.367,00	2.306,40	-939,40	-4,1
2004	1.675,90	2.931,60	-1.255,70	-8,1
2005	2.042,30	3.232,80	-1.190,50	-2,5
2006	2.415,20	3.752,30	-1.337,10	-0,4
2007	3.398,30	5.280,60	-1.882,30	-7,1
2008	3.990,60	6.882,70	-2.892,00	-12,8
2009	2.708,50	5.072,80	-2.364,30	-6,8
2010	3.351,40	5.474,50	-2.123,10	-2,0
2011	4.478,30	7.027,20	-2.548,80	-3,0
2012	4.015,40	6.522,40	-2.507,00	-3,9

3.4.4. Влијанието на одржувањето на фиксен курс на денарот врз странските директни инвестиции

Република Македонија, како и останатите транзициски земји, од своето осамостојување постојано прави напори за привлекување на што поголем дел од странскиот капитал преку странските директни инвестиции. Постојано се преземаат низа мерки од економски и правен аспект за создавање на поволна меѓународна инвестициска клима и за остварување на поволна меѓународна инвестициона позиција. Со цел зголемување на интересот на странските инвеститори за вложување на нивниот капитал во Република Македонија се преземени повеќе макроекономски реформи и активности што се однесуваат на заштита на сопственичките права и извршувањето на договорите, како и

подобрување на ефикасноста во функционирањето на законодавната, судската и извршната власт и поефикасна администрација.

Сепак, странските инвестиции во периодот помеѓу 1990 и 1996 година изнесува само 64 милиони американски долари, од кои 30 милиони американски долари се остварени во процесот на приватизација. Значаен обем на странски директни инвестиции од приближно 150 милиони американски долари е забележан во 1998 година, што понатаму е следено со нивно опаѓање на само 88 милиони американски долари во 1999 година.¹⁰⁰ Својот максимум странските директни инвестиции го оствариле во 2001 година кога изнесуваа 446,3 милиони американски долари и оствариле највисок процент на учество во БДП од 13%. Во 2002 година повторно се забележува пад на странските директни инвестиции и тие изнесуваат 105,6 милиони долари и учествуваат во БДП само со 2,8%. Во наредните години има осцилирачко движење на странските директни инвестиции кои сезадржуваат на доста ниско ниво од 117,5 милиони американски долари во 2003 година, 322,0 милиони американски долари во 2004 година и само 94,2 милиони американски долари во 2005 година, со исто така ниско ниво на учество во БДП. Со интензивната политика на Република Македонија за привлекување на странските инвестиции поткрепена со добро насочена и дефинирана информативна пропаганда, овој тренд е надминат во 2006 година кога е остварен значителен пораст на 424,2 милиони американски долари и 6,5% учество во БДП. Својот максимум странските директни инвестиции во Република Македонија го достигнуваат во 2007 година кога изнесуваат 700,2 милиони американски долари.

Влијанието на светската економска криза во 2008 и 2009 година придонесе трендот на раст на странските директни инвестиции да прекине, како и во глобалните текови така и во Република Македонија. Иако во првата година од кризата имаше мал пад на странските директни инвестиции на 600 милиони американски долари, веќе во 2009 година има значителен пад на 185,5 милиони американски долари со минимално учество од 2,1% во БДП. Оваа тенденција на пад на странските директни инвестиции е прекината со минимален раст од 4,09 %

¹⁰⁰Неновска, Н. (2015). Макроекономски аспекти на странските директни инвестиции со посебен осврт на странските директни инвестиции во Република Македонија. Универзитет „Св.Климент Охридски“ – Битола, 81

во однос на 2009 година и износ од 206 милиони американски долари во 2010 година и пораст од 11,61% во однос на 2010 година или износ од 473,90 милиони американски долари во 2011 година, износ кој е сè уште далеку под нивото достигнато во 2007 година.

Табела 6. Состојба на странски директни инвестиции во РМ¹⁰¹
Table 6. The situation of foreign direct investments in Republic of Macedonia

Година/ Year	Директни инвестиции (во милиони долари)/ Direct investments (in million dollars)	Директни инвестиции (% од БДП)/ Direct investments (% of GDP)
1993	/	/
1994	24,00	0,7
1995	9,50	0,2
1996	11,20	0,3
1997	58,10	1,6
1998	150,50	4,2
1999	88,10	2,4
2000	215,70	6,0
2001	446,30	13,0
2002	105,50	2,8
2003	117,50	2,3
2004	321,90	5,7
2005	94,20	1,5
2006	424,00	6,3
2007	700,20	8,3
2008	600,50	6,0
2009	185,50	2,0
2010	206,90	2,2
2011	473,90	4,6
2012	147,70	1,5

Во продолжение ќе го испитаме отстапувањето во стапките на СДИ во периодот од 1999-2012, како и зависноста на СДИ од нивото на девизниот курс. Отстапувањето во стапките на СДИ ќе го испитаме со пресметување на стандардна девијација на стапките на СДИ, додека зависноста на СДИ од нивото

¹⁰¹Извор: НБРМ Основни показатели на РМ и Неновска Николина: Макроекономски аспекти на странските директни инвестиции стр, 82

на девизен курс ќе го пресметаме со помош на коефициентите на корелација и детерминација.

Стандардната девијација на стапките на СДИ за наведениот период изнесува $\sigma=3,25$, што упатува на многу мали отстапки од средната вредност во стапката на СДИ. Тоа значи дека нема големи промени во стапките на СДИ во текот на годините.

Коефициентот на корелација помеѓу нивото на девизниот курс и стапката на СДИ изнесува $R=-0,31$, што покажува на негативна меѓусебна зависност помеѓу нивото на девизниот курс и стапката на СДИ. Тоа упатува дека доколку расте нивото на девизен курс, стапката на СДИ ќе се намалува и обратно, доколку нивото на девизниот курс се намалува стапката на СДИ ќе расте. Коефициентот на детерминација помеѓу овие две појави изнесува $D=9,31$, што значи дека само $9,21\%$ од вкупните варијации во нивото на СДИ се должат на девизниот курс, додека останатите $90,79\%$ се должат на други фактори.

Оформувањето на законската рамка за странски инвестиции по осамостојувањето започнува со донесувањето на Законот за странски вложувања во 1993 година, со кој се напушта поранешниот принцип на третирање на странските инвеститори „случај по случај“. Меѓутоа, иако овој Закон беше оценет како поволен за странските вложувања, статистичките податоци покажуваат дека приливот на странски капитал во периодот на важност на овој Закон 1993-1996 година е незначителен со 35,5 милиони американски долари.

Заради тоа во 1996 година е укинат овој Закон, а донесен е Законот за трговски друштва во кој беа содржани одредби коишто се однесуваа на странските вложувања. Според овој Закон, странските инвеститори имаат пристап до сите области и дејности што се вршат во земјата под исти услови, како и домашните друштва. Иако странците добиваат и други права (трансфер на профитот, репатрирање на капиталот, управување и слободен пристап до финансиските извештаи) и тие права им се загарантирани и заштитени од намалување со други прописи или закони, сепак, статистичките податоци за периодот на важност на овој Закон 1996-2002 година покажуваат дека не е зголемена атрактивноста на земјата. Од овие причини во јули 2002 година беше

донесен нов Закон за трговски друштва во кој се прецизираат условите според кои странско правно или физичко лице може да основа друштво или да стекнува акции под исти услови, како и државјаните на Република Македонија и да добива ист третман како и домашните друштва.

Сепак, евидентен е фактот дека странскиот капитал во Република Македонија влегува во многу помал обем од очекуваниот, што укажува дека не е доволно само институционално заокружен правен систем со кој би се отстраниле само административните и системските пречки за странски инвестиции. Токму затоа во Националната стратегија за економски развој на Република Македонија во делот „Стратегија на капиталот и инвестициите за идниот развој на Република Македонија“ поставени се основните стратегиски цели за привлекување странски инвестиции: преовладување на формата - директни странски инвестиции, технолошко и организациско модернизирање на претпријатијата преку странските инвестиции, освојување на нови пазари, намалување на невработеноста, активирање на неискористените фактори за економски развој, поголемо учество во приватизацијата на претпријатијата. Во Стратегијата како основни стратегиски принципи се предвидуваат можност за странско вложување во сите дејности дозволени за домашните претпријатија и национален и рамноправен третман со домашните инвеститори.

Реализирањето на ваквата политика требаше да придонесе за зголемување на странските инвестиции, а за таа цел во 1998 година е донесена Програма за привлекување на странски инвестиции во Република Македонија во која акцентот е ставен на погодностите и стимулациите, односно на ослободувањата и олеснувањата за странските инвестиции, на нивната можност за слободен трансфер на профитот, на институционалната рамка и др.

За привлекување на странски инвестиции, слично на претходните стратегии и политики во 1999 година донесена е и Програма на Република Македонија за поттикнување на инвестициите со посебен осврт кон привлекувањето на СДИ во која како основни цели за прилив на странски инвестиции се поставени: поефикасно алоцирање на ресурсите и искористување на капацитетите, зголемување на продуктивноста, пофлексибилно приспособување на пазарните

текови и поголема мотивираност. Меѓутоа, може да се констатира дека овие мерки не ги дадоа очекуваните ефекти, односно не се постигнаа некои позначајни резултати во приливот на странски инвестиции. Политика на Република Македонија за зголемување на странските инвестиции зазема значајно место и во Програма за поттикнување на инвестициите во Република Македонија за периодот 2007-2010 година, а со која треба да се заокружи законската регулатива и да се подобри деловното окружување во согласност со меѓународните стандарди.

Странските директни инвестиции се најповолен недолжнички вид на финансирање. Меѓутоа, за нашата земја тие се недоволни за нашите потреби. Странските директни инвестиции не се јавија како фактор кој позначајно придонесува за иницирање на побрз економски раст и намалување на невработеноста, бидејќи во Македонија тоа не беа инвестиции во нови капацитети, туку во најголем дел се работеше за финансиски инвестиции за преземање на доминантна сопственост на некои позначајни стопански капацитети.¹⁰²

Во очекување на странски директни инвестиции земјата бележешенезадоволителни стапки на раст, висока невработеност, пораст на сиромаштијата, пораст на надворешно-трговскиот дефицит и влошување на тековниот биланс. Овие проблеми веќе неколку годиниго привлекуваат вниманието на научната јавност и притоа многусериозно се укажува на концептот на стабилизација на економските текови како причина за нив. Притоа, посебно место му се придава напостојниот режим на фиксен девизен курс и адаптивната политика на монетарното регулирање и одржување на ниска инфлација.¹⁰³

Во принцип, не е погрешна ни ориентацијата за приближување на стопанството во земјата до условите за работење што важат во Европската Унија, чија членка настојува да стане и Република Македонија. Во овој контекст, врзувањето за германската марка, аподоцна и за еврото значи акт на формално приближување со условите за работење во еврозоната. Меѓутоа, таквото приближување не значимногу доколку фактичкото вклучување во Унијата се

¹⁰²Богоев, К. (2004). Приоритетите на македонската економија. Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија. Скопје, 13

¹⁰³Шајноски, К. (2011). Девизен систем и девизно работење. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, 169

оддолжи премногу, бидејќи фиксноста на курсот на денарот спрема еврото, на нивото на кое се одржува стабилен девизен курс и покрај разликите во нивото на инфлацијата (во земјата и во еврозоната) неповолно влијае врз реструктурирање на македонското стопанство. Тоа е особено опасно доколку курсот не е реален, т.е. тој е подпритисоци на апресирање. Наместо да го зголемува своето учество во поделбата на трудот во еврозоната, македонското стопанство (како последица на дестимулирањето на извозно ориентираните фирми) сè повеќе се прилагодува како увозно зависно, како простор за продажба, приврзок на стопанствата на поразвиените европски земји. Сето тоа влијае на стапката на растот.

Одржувањето на цврста стабилност на девизниот курс влијае на тоа цената на банкарските кредити да е многу висока, како последица на тоа да се избегнуваат долгорочните инвестициони зафати со сите свои влијанија врз динамиката на растот, а реалниот сектор да го запостави реструктурирањето и модернизирањето и да се осврти кон борба за опстанок, користејќи краткорочни кредити за обртни средства со високи камати.

4. КРИТИЧКА ОЦЕНКА ЗА ДЕЛУВАЊЕТО НА ПОЛИТИКАТА НА ТАРГЕТИРАЊЕ НА ДЕВИЗНИОТ КУРС НА ДЕНАРОТ

Политиката на фиксен девизен курс како номинално сидро за остварување на макроекономска стабилност заедно со другите мерки од Антиинфлационата програма се покажаа како успешни и ја остварија својата цел во стопирањето на инфлацијата. Ако ваквите економски проблеми останаа во минатото на нашата земја, денес се актуелизираат други кои исто така би можеле да донесат одредени негативни последици за домашната економија. Така, се поактуелно е прашањето за растечкиот трговски дефицит од надворешно-трговската размена, како и растечкиот дефицит на тековната сметка од платниот биланс. Заради тоа, се почесто се поставува прашањето за оправданоста на политиката на фиксен девизен курс на денарот, за неговата преценетост како и за тоа дали промената на овој вид монетарна политика би довела до намалување на дефицитот во надворешно – трговската размена и до зголемување на стапката на економски раст.

Карактеристично за стабилизационите програми засновани врз девизниот курс е тоа што за кратко време, откако стапката на инфлација е сведена на ниско ниво, фиксниот девизен курс се напушта и се заменува со некоја пофлексибилна форма. Во таа насока, стабилизационата политика на Македонија претставува исклучок имајќи го предвид фактот дека фиксниот девизен курс е задржан во невообичаено долг период. Потребата за напуштање на фиксниот курс и негово заменување кон пофлексибилен режим, обично се оправдува со неколку аргументи. Основниот мотив за премин кон пофлексибилен девизен курс е потребата од неутрализирање на реалната апрецијација, која се јавува како неизбежен страничен ефект на стабилизационите програми засновани врз девизниот курс. Дополнителен аргумент за премин кон поголема флексибилност на девизниот курс се јавува потребата од неутрализирање на ефектите на бројните реални внатрешни и надворешни шокови. Имено, фиксниот девизен курс претставува силно номинално сидро и затоа е погоден кога земјата се соочува со големи монетарни шокови. Меѓутоа, ако во земјата се случуваат промени во економската структура, кои резултираат во реална апрецијација или ако земјата е често

изложена на негативни екстерни шокови, тогаш флексибилниот курс е подобро решение, бидејќи овозможува неутрализација на негативните ефекти врз реалната економија. Поголемата флексибилност на девизниот курс се наметнува како неизбежна потреба во контекст на либерализацијата на капиталните трансакции т.е. како последица на интеграцијата во светските финансиски текови. Имено, при слободно движење на капиталот, одржувањето на врзани девизни курсеви станува многу тешко, не толку од технички аспект, туку заради потребата од одржување високи каматни стапки, кои им нанесуваат големи трошоци на банкарскиот сектор и на економијата во целост и заради тоа одбраната на фиксниот девизен курс станува политички неодржлива. Напуштањето на фиксниот курс би можело да води кон послаби перформанси во поглед на контрола на инфлацијата, но од друга страна придобивките од поголемата флексибилност на девизниот курс би се манифестирале на полето на надворешната рамнотежа и стопанскиот растеж. Имено, зголемената флексибилност на девизниот курс би требало да ја неутрализира реалната апрецијација на валутата и да ја олеснува конкурентската способност на извозниот сектор.

Со примената на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот, економската политика успеваше да одржува ниска стапка на инфлација, и во тој поглед, Македонија се вбројува во групата на најуспешни земји во транзиција. Сепак дел од академските економисти монетарната политика ја оценуваат како премногу рестриктивна, што пак подразбира залагање на повисока стапка на инфлација. Дилемите во овој поглед се однесуваат на прашањето за оптималната стапка на инфлација, односно дали е оправдано економската политика да се стреми кон ниска едноцифрена инфлација или можеби целта треба да биде некоја умерена стапка на инфлација. Од една страна, стремежот за асоцирање кон Европската унија подразбира одржување на инфлацијата на ниско ниво. Од друга страна, доколку земјата се стреми да оствари стопански растеж, тоа не може да го постигне со ниски стапки на инфлација, туку е потребно инфлацијата да порасне до умерени стапки заради стимулирање на растето.

Оправдувањето на одржување на фиксен курс на денарот е се понагласено со продолжување на времето на неговата употреба. По долгогодишното доследно

спроведување на политиката на фиксен курс, се формираа групи кои имаат полза од стабилноста на фиксниот курс, а флукутирањето (во очекувана насока на депресијација) би им јавлошило материјално-финансиската позиција. Негативните последици се кумулираат се повеќе со одложувањето на неизбежната корекција на курсот. Доколку курсот благовремено ги одразува промените во нивоата на цените воземјава и во странство, а притоа се води цврста (рестриктивна) монетарна и фискална политика, со што би се намалил притисокот врз депресијација на курсот на денарот, тогаш штетите би биле незабележителни. Неправилно е да се брани постојната нереална потрошувачка воземјава, со оглед на последиците од неостварениот развој (заради дестимулирањето на извозно ориентираното стопанство) и за последиците од влошувањето на рамнотежата во економските односи со странство. Пробивот во остварувањето на стопанство со нагласена извозно ориентираност се очекува како основа за остварување на одржлив развој, а не може да се оствари доколку продолжи стратегијата за стабилизација со фиксен курс како номинално сидро на внатрешната стабилност (кој апресира, генерира високи каматни стапки и низок раст). Соодлагањето на корекциите на курсот се кочи извозната ориентација на фирмите, а се зацврстува стопанска структура на увозно зависна економија, толку зависна што може да се одржува само со зголемувањена девизните дознаки од вработените во странство и со постојан пораст на странски директни инвестиции или долгови.

Проблемите, меѓутоа не можат да се решат ниту само со политика на фиксен, ниту само со политика на флукутирачки девизен курс. Важно е да се избере режим кој најмногу ќе одговара на остварувањето на целите на макроекономската политика на земјата. Изборот зависи исклучиво од потребите на самата макроекономска политика на стабилизација како основа за остварување на одржлив развој. Неповолните ефекти во насока на нагласена увозна зависност, незадоволително стапки на раст и нестабилност на економските односи со странство, јасно покажуваат дека нивото на кое е утврден девизниот курс не ги одразува домашната структура на цените и структурата на цените во еврозоната на начин кој би обезбедил поголема извозна ориентираност, и врз основа на тоа

да се оствари забрзан раст, зголемување на вработеноста, урамнотеженост на односите со странство, пораст на стандардот итн. Тешко е да се определи кое е нивото на курсот на кое тој би бил урамнотежен. Осцилациите на курсот се последица пред се на внатрешните движења во земјата, но и на надворешни влијанија. Доколку тие се во рамнотежа, осцилациите на курсот ќе се сведат на минимум. Таквиот пристап не би бил ниту во спротивност со декларираната конвертибилност на денарот. Примената на некој тип на режим на флукуирачки курс зависи од потребите на макроекономската политика. Во суштина не е небитно, но не е суштествено кој режим на курс ќе се применува доколку истиот е утврден на ниво на рамнотежа на националната економија. Проблемот е кога курсот станува нереален, односно кога не дава јасна слика за стопанството во земјата. Одржувањето на фиксен курс дава погрешни пазарни информации за извозно – увозните и развојните активности на стопанските субјекти, додека политиката на флукуирачки курс таквите информации ги коригира навремено и нема неповолни последици врз таквите активности, освен неизвесности карактеристични за пазарното стопанисување.

Декларирањето на конвертибилен статус на денарот е, исто така, комплексно прашање. Погрешен е пристапот на прогласување конвертибилен статус на денарот доколку не постојат доволни сознанија за реалноста на девизниот курс. Доколку режимот на курсот е фиксен набрзо ќе настанат проблеми кои произлегуваат од евентуалната преценетост или потценетост на курсот. Во тој случај и покрај декларираната конвертибилност, макроекономската политика ќе изврши корекција, за да не се јавуваат диспаритети во цените. Во случајот со денарот прифатени се обврските од Статутот на ММФ за декларирање на надворешна конвертибилност, а всушност, се спроведува понизок степен на мултилатерализација на денарот во меѓународниот платен промет, или во суштина конвертибилноста е сведена само на внатрешна конвертибилност со намера за привлекување на странски капитал. Доколку курсот е флукуирачки кај странците би се јавила неизвесност во врска со нивото на курсот по кој ќе ги конвертираат своите заработувачки. Значи носителите на економската политика имаат сериозни намери на странците да им овозможат конверзија на

заработените денари во конвертибилни валути по фиксен курс, но не се подготвени тоа да го гарантираат во услови на флукуирачки курс на денарот. Доколку се води соодветна стабилизациона политика во земјата, курсот нема неприфатливо да осцилира на долг рок.

Одржувањето на цврста стабилност на девизниот курс на денарот придонесе до тоа подолготрајно да се одржува високо просечно ниво на каматните стапки на пазарот на пари кои краткорочно значајно флукуираат. Тоа е како резултат на тоа што при монетарната стратегија на одржување на фиксен девизен курс на денарот при сузбивањето на флукуациите на девизниот курс се пренесува нестабилноста кај каматните стапки на пазарот на пари. Одржувањето на високи каматни стапки придонесе за одржување повисоко ниво на денарско штедење, со што се избегнуваше притисокот на девизниот пазар за купување девизни средства, а со тоа и притисокот врз курсот на денарот. Тоа придонесе до избегнување на долгорочните инвестициски зафати, што пак од своја страна негативно влијае врз динамиката на растот.

ЗАКЛУЧОК

Да се избере оптимална монетарна стратегија во една земја воопшто не е лесна задача за монетарната политика, доколку се земат во предвид целите кои истата треба да ги оствари, а тие се подобрување на перформансите на економијата и подигање на животниот стандард. Изборот на соодветна монетарна стратегија зависи од институционалните и структурните карактеристики на земјата, како и од нејзината вклученост во меѓународната поделба на трудот.

Во првиот дел во рамките на овој труд е обработена улогата на монетарната политика во остварувањето на макроекономската политика на Република Македонија. Паричниот систем и монетарно – кредитната политика на Република Македонија се градеа по осамостојувањето на земјата од претходната федеративна заедница, односно се конституираа паралелно со воспоставувањето на комплетен пазарен систем на стопанисување со важење на помал територијален простор и со помал број на население. Во новите пазарни рамки стратегијата на развојот беше детерминирана како извозно ориентирана, бидејќи само на тој начин мала и недоволно развиена земја може да смета на задоволителен одржлив развој. По воспоставувањето на денарскиот паричен систем и конституирањето на клучните институции, особено на Народната банка на Република Македонија, почна решавањето на проблемите кои настанаа со распаѓањето на заедничката држава, а резултираа во висока инфлација. За таквата инфлација придонесе директното кредитирање и финансирањето на буџетските дефицити од страна на Централната банка. Поради овие причини совладувањето на инфлацијата не беше задача само за Централната банка, туку и на другите сегменти на макроекономската политика. Особено беше значајно да се воспостави цврста финансиска дисциплина во стопанството со примена на рестриктивни монетарни и фискални мерки, со ограничување на личната потрошувачка преку политиката на плати и со политиката на девизниот курс на денарот. Многу капацитети во Македонија, кои беа димензионирани за единствениот југословенски пазар, престануваа со работа, се зголемуваше бројот на невработените и поради тоа растеше бројот на сиромашните, се зголемуваше буџетскиот и надворешно – трговскиот дефицит. За надминување на крупните

макроекономски нерамнотежи се спроведоа крупни реформи во економскиот систем на земјата, со цел создавање услови за функционирање на пазарно извозно ориентирано стопанство и остварување монетарна и макроекономска стабилност.

Макроекономската стабилизација, сфатена како остварување на стабилност на цените и на девизниот курс на националната валута, беше првата мерка на економската политика, преземена паралелно со монетарното осамостојување на Македонија. Како резултат на високата инфлација која Македонија ја наследи по монетарното осамостојување, првата мерка која се наметна како приоритет на економската политика беше политиката на дезинфлација. Актуелноста на макроекономската стабилизација произлегуваше и од серијата екстерни шокови кои перманентно ја дестабилизираа македонската економија во текот на првите години по осамостојувањето. Друг аспект на макроекономската стабилизација е дека таа претставува основа за економски раст, а тоа произлегува од потребата за поизедначени услови за стопанисување на стопанските субјекти на домашниот и на странските пазари. Во основа тоа се постигнува со пазарно формирање на цените и курсот, што значи при многу мала интервенција на државата во областа на цените и при значителна либерализација на економските односи со странство. Во водењето на стабилизационата политика во Македонија можат да се разграничат две основни етапи. Првата етапа започна со самиот чин на монетарното осамостојување кога беше лансирана првата стабилизациона програма, заснована врз стратегија на таргетирање на монетарниот раст. Со оваа стратегија се предвидуваше да се изврши дезинфлација преку постепено намалување на монетарниот раст. Во контекст на овој пристап, монетарната политика ја одредува динамиката на паричната маса со тоа што таа станува егзогена варијабла. Втората етапа од стабилизационата програма е таргетирање на девизниот курс на денарот. Со прифаќањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс монетарната и економската власт се определија девизниот курс на денарот да биде номинално сидро не само на монетарната туку и на другите политики.

Поради важноста на девизниот курс за макроекономската стабилизација, посебен сегмент во рамките на овој дел е посветен на Мандел – Флеминговиот модел или IS – LM моделот како ефикасен начин да се разбере функционирањето на една отворена економија на краток рок. Овој модел се состои од три криви и тоа: IS кривата го опфаќа пазарот на стоки и услуги, LM кривата го опишува пазарот на пари и BP кривата на билансот на плаќање. Пресекот на овие три криви покажува при кое ниво на каматна стапка и реален БДП се постигнува макроекономска рамнотежа, под услов се друго да е непроменето, што значи дека остануваат во таква положба се додека соодветните егзогени варијабли се непроменети. Моделот е разгледан и во услови на фиксен и во услови на флексибилен деизен курс. Значајно е тоа што, анализата на IS – LM моделот упатува на заклучок дека монетарната политика нема ефект при режимот на фиксен девизен курс.

Вториот дел ги обработува различните видови монетарни стратегии преку нивниот концепт, нивните предности и недостатоци. При изборот на монетарна стратегија секоја земја настојува да избере стратегија со чие спроведување ќе се овозможи остварување не само на непосредните цели: стабилност на цените и девизниот курс, туку истовремено и на клучните цели на макроекономската политика на земјата: стопански раст, високо ниво на вработеност, прифатлива стапка на инфлација, урамнотежен платен биланс. Во рамките на овој дел се обработени следните видови монетарни стратегии: антициклична монетарна политика, политика на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати, таргетирање на девизниот курс преку искуствата на високо развиените земји и земјите во развој и политиката на таргетирање на инфлацијата.

Концепт на антицикличната монетарна политика тргнува од тезата дека главниот извор на шокови кои ја погодуваат националната економија лежи во цикличните осцилации на стопанските активности кои се корелирани со цикличните осцилации на инфлацијата. Во фазите на економскиот подем поради зголемување на стапките на раст доаѓа до циклично зголемување на стапката на инфлација. Обратно во фазите на рецесија или криза доаѓа до стагнирање или целосно опаѓање на нивото на стопанската активност, при што стапките на

инфлација покажуваат циклично намалување. Постои корелациона врска помеѓу осцилациите на стапките на реалниот економски раст и осцилациите на стапките на инфлација во различните циклуси. Заеднички именител на процикличното движење на реалниот друштвен производ и стапките на инфлација е процикличното осцилирање на агрегатната побарувачка. Во фазата на подем растат инвестициите и другите облици на потрошувачка. Нивната експанзија е поврзана со забрзување на побарувачката со кредити, особено со банкарски кредити, што делува во насока на експанзија на паричната маса. Наспроти тоа, во фазата на рецесија, кога се намалуваат производството и вработеноста, се намалуваат инвестициите и доаѓа до намалување на побарувачката на банкарски и други кредити. Во контекст на споменатото сценарио, задача на државата би била по пат на монетарната и фискалната политика да делува во правец на намалување на амплитудите на цикличните осцилации.

Суштината на политиката на годишно програмирање на растот на монетарните агрегати е публикување на одредени стапки на раст на монетарните агрегати однапред за период од една година, што треба да ја докаже упорноста на Централната банка во спроведувањето на антиинфлационата монетарна политика. Во услови на таргетирана монетарна политика пазарните трансактори би граделе инфлациони очекувања не само врз основа на тековните стапки на инфлација и монетарен раст, туку и на предреминираните идни стапки на монетарен раст и инфлација. Така, таргетите на монетарен раст претставуваат некој вид на официјална комуникација помеѓу Централната банка и масата пазарни трансактори со цел по пат на објавените стапки на монетарен раст да се делува во правец на намалување на инфлационите очекувања во капиталистичкото пазарно стопанство во кое инаку постои висок степен на неизвесност. Така се настојува да се делува во правец на потиснување на психолошките компоненти на инфлацијата односно да се забрза процесот на пронаоѓање рамнотежно ниво на цените во услови на нивно пазарно формирање.

Политиката на таргетирање на девизниот курс претставува врзување на вредноста на домашната валута во однос на една или повеќе странски валути. Со прифаќањето на девизниот курс како главен интермедијарен таргет на

монетарната политика, Централната банка се обврзува да одржува фиксна вредност на домашната валута во однос на една или неколку странски валути. На тој начин, сите домашни номинални големини се врзуваат за соодветните варијабли во земјата која служи како сидро, со што во домашната економија се усвојува политиката на земјата - сидро. Во таа смисла, врзаниот девизен курс се воведува како обид да се „уведе“ ниска инфлација од странство, во случај кога домашната монетарна политика не може самостојно да обезбеди ниска инфлација. Стратегијата на таргетирање на девизниот курс е прифатена од релативно голем број земји во транзиција, како и развиени земји кои имаат карактеристики на мали и отворени економии. Имено, овие економии се упатени на соработка и размена со странство, при што на светските пазари се јавуваат во улога на апсорбери на екстерните шокови, без можност за позначајно влијание врз нивото на светските цени. Во индустријализираните земји, најголемата цена за таргетирање на девизниот курс е загубата на независна монетарна политика за справување со домашните фактори. Постојат две девизни стратегии со кои е помалку веројатно девизниот режим да се распадне во земјите со пазар во развој, а тоа се валутниот одбор и доларизацијата.

Таргетирањето на инфлацијата претставува стратегија во водењето на монетарната политика во која Централната банка јавно објавува експлицитни, нумерички таргети за стапката на инфлација во наредниот период, при што таа има обврска да се грижи за остварување на поставените таргети. Понатаму, клучна карактеристика на оваа стратегија е отсуството на какви било експлицитни интермедијарни таргети, како што се монетарните агрегати или девизниот курс, туку Централната банка го користи сите релевантни извори на информации во контролата на инфлацијата. Клучна предност на стратегијата за таргетирањето на инфлацијата е тоа што е разбирлива за јавноста и поради тоа е високотранспарентна. Бидејќи експлицитниот нумерички таргет за инфлацијата ја зголемува одговорноста на Централната банка, таргетирањето на инфлацијата ја намалува веројатноста Централната банка да западне во стапица на временска неконзистентност, обидувајќи се да ги зголеми производството и вработеноста на краток рок преку водење премногу експанзивна монетарна политика.

Третиот дел се однесува на спроведувањето на монетарната политика на таргетирање на девизниот курс во Република Македонија, вклучувајќи ги причините за изборот на истата, начините преку кои НБРМ го одржува нивото на девизниот курс и ефектите кои произлегуваат од доследното спроведување на овој вид монетарна политика. Кон крајот на 1995 година во Македонија се прифаќа и почнува да се применува монетарна политика на таргетирање на девизниот курс на денарот, со која курсот на денарот се врзува најпрво со германската марка, а потоа со еврото. Во рамките на примената на овој вид на монетарна политика, денарот станува интермедијарен таргет преку кој политиката би ја остварила својата крајна цел – остварување на ценовна стабилност. На подолг рок земјите со фиксни девизни курсеви мораат да настојуваат стапката на инфлација да ја одржуваат на ниво еднакво на она кое преовладува во земјите кои им се главни трговски партнери. Се смета дека фиксните девизни курсеви ги елиминираат шпекулативните дејства од едноставна причина што е беспредметно да се купуваат странски валути денес, со цел да се продаваат во иднина, ако нивната цена е непроменета.

Основната цел на Народната банка на Република Македонија, утврдена со закон е одржувањето на ценовна стабилност. Поставувањето на оваа цел е во согласност со емпириски потврдените сознанија дека ценовната стабилност создава најповолен макроекономски амбиент за долгорочно одржлив економски развој. Имајќи предвид дека помеѓу инструментите и крајната цел на монетарната политика постои сложена и индиректна поврзаност со временско задоцнување, НБРМ го следи движењето на одредени економски варијабли - оперативни и посредни цели. Преку управувањето со нивото на каматните стапки, а со тоа и нивото на ликвидните средства во банкарскиот систем, како оперативна цел, НБРМ настојува да влијае врз нивото на девизниот курс, како посредна цел на монетарната политика, која пак влијае на остварување на крајната цел на НБРМ, одржување на ценовна стабилност.

Одржувањето на девизниот курс на денарот на таргетирано ниво се одвива преку три канала: интервенција на девизниот пазар, управување со девизните резерви и преку инструментите на монетарната политика. Народната банка на

Република Македонија на девизниот пазар учествува заради остварување на целите утврдени со монетарната и девизната политика. Со монетарната стратегија на таргетирање на девизниот курс на денарот таа ја детерминира девизната политика. Во овој контекст таа интервенира во одбрана на фиксниот курс на денарот на девизниот пазар. Во ситуација кога не е задоволена побарувачката на определени девизи таа нуди од девизните резерви, а кога има вишок на понуда таа откупува девизи и ги насочува во девизните резерви.

За да може во секое време да одговори на потребите на економските субјекти, во услови на фиксни девизни курсеви Централната банка треба да чува релативно високо ниво на девизни резерви. Во режимот на фиксни девизни курсеви, при појава на некои екстерни шокови, земјата прибегнува кон користење на девизните резерви или кон користење на екстерни кредити. Од тука произлегува дека целта на девизните резерви е да и служат како маневарска маса на Централната банка за да ги спречат скоковите и паѓањето на курсот, поради моментална, краткорочна неусогласеност на понудата и побарувачката на девизи. Во Република Македонија при спроведувањето на монетарната политика на фиксен девизен курс на денарот е остварен значаен пораст нивото на девизните резерви на земјата, дури и над потребите. Одржувањето на нивото на девизните резерви над потребите е со цел да се одговори на обврските кои произлегуваат од декларирањето на фиксен девизен курс на денарот.

Од инструментите на НБРМ, најфлексибилни се операциите на отворениот пазар, коишто зависно од ликвидносната состојба во вкупниот банкарски систем, можат да се спроведуваат преку емисија на хартии од вредност на НБРМ - аукции на благајнички записи, или преку купување или продажба на хартии од вредност на привремена или дефинитивна основа. Стандарден инструмент претставува задолжителната резерва преку која НБРМ директно влијае врз понудата на пари и кредити. За надминување на краткорочниот ликвидносен недостиг кај банките на крајот на денот, НБРМ одобрува расположлив кредит преку ноќ. Начинот на кој НБРМ влијае врз курсот на денарот преку инструментите на монетарната политика е така што преку каматните стапки влијае на паричната маса без разлика дали се тоа стапките кај операциите на отворен пазар, стапката на задолжителна

резерва или стапките по кои се одобруваат кредитите кон деловните банки. Веќе претходно е споменато дека преку каматните стапки како оперативен таргет се влијае врз девизниот курс како интермедијарен таргет.

Ефектите од водењето на политика на таргетирање на девизниот курс на денарот може да се разгледаат како позитивни и негативни. Во позитивни се вбројуваат стабилизација на цените и курсот, додека како негативна карактеристика е генерирањето на ниски стапки на раст. Спроведувањето на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот во суштина се сведе на остварување на непосредните цели на монетарно – кредитната политика на земјата – одржување на стабилност на цените и девизниот курс. Во таа стратегија се покажа делотворна. По извршената девалвација во 1997 година девизниот курс на денарот е потполно стабилен, а порастот на општото ниво на цените е повисок од нивото кое треба да се одржува во рамките на еврозоната, но е понизок од повеќето земји кои се веќе членки на Европската унија. И покрај наведените позитивни ефекти од делувањето на таргетирањето на девизниот курс на денарот – одржување на стабилноста на цените и девизниот курс, сепак изостана остварувањето на целите на макроекономската политика: остварување на задоволителна стапка на раст, стапка на вработеност и урамнотежување на односите со странство. Како причини за неповолните последици се вбројуваат: преценувањето на курсот, одржување на високи каматни стапки како и порастот на надворешно – трговскиот дефицит и дефицитот на тековната сметка од платниот биланс. Спроведувањето на политика на таргетирање на девизниот курс води кон апрецијација на домашната валута, што пак од своја страна предизвика преценување на денарот. Преценетиот денар понатаму предизвикува два ефекта: прво, преценетиот денар го дестимулира извозот и го стимулира увозот и тоа неизбежно води кон нерамнотежа во економските односи со странство; и второ, дестимулирајќи го извозот, реалната апрецијација влијае негативно врз стопанскиот раст. Преценетоста на реалниот девизен курс е силно поврзана со неодржливиот дефицит во билансот на плаќање, валутни кризи и низок економски раст.

Во контекст на потребата за одржување на стабилен девизен курс на денарот за надминување на неповолните тенденции вондворешно економското работење, се наметнува потреба одистовремено водење на политика на стабилен, но реален девизен курс на денарот. Стабилноста може да се постигне и со режим на фиксен и сорежим на флукуирачки курс, со тоа што при режим на фиксен курс многупоголема е комочијата на монетарната власт, бидејќи проблемите одевентуалната преценетост (или потценетост) на курсот се одлагаат за извесен период, додека при режим на флукуирачки курсеви, сосекојдневните промени на курсот на девизниот пазар, ефектите сечувствуваат непосредно, а монетарната власт е секојдневно на удар. За развојот на националната економија од суштествено значење е да се обезбеди механизам низ кој девизниот курс ќе се одржува како реален (рамнотежен), доколку економската политика не е во состојба да обезбедува стабилност на цените во земјата.

Одржувањето на цврста стабилност на девизниот курс има за последица подолго да се одржува високо просечно ниво на каматните стапки на пазарот на пари, кои краткорочно значајно флукуираат. Големите флукуации на стапките на пазарот на пари се последица на фактот дека при монетарна стратегија заснована на одржување фиксен девизен курс, сузбивањето на флукуациите на девизниот курс има цена, а тоа е пренесување на нестабилноста кај каматните стапки на пазарот на пари. Одржувањето на високи каматни стапки во земјата погодуваше за одржување на повисоко ниво на денарско штедење, со што се избегнуваше притисок на девизниот пазар за купување на девизни средства, а со тоа и врз курсот на денарот. Меѓутоа тоа имаше за последица да се избегнуваат долгорочните инвестициски зафати врз динамиката на растот, а реалниот сектор да го запостави реструктурирањето и модернизирањето.

Во теоријата негативните ефекти на реалната апрецијација врз економските односи со странство се несомнени. Имено, реалниот девизен курс е составен елемент на секој теоретски модел на отворена економија при што реалната апрецијација неизбежно води кон пораст на увозот и намалување на извозот, односно дефицит во размената со странство. Одржувањето на фиксен курс на денарот, дури и кога се јасни негативните последици од таквата политика во

тековните стопански движења (поради преценетоста), ги загрозува основите на неизбежната стратегија за развој на извозно ориентирано стопанство, како темел на долгорочно одржлив развој.

Во очекување на странски директни инвестиции земјата бележешенезадоволителни стапки на раст, висока невработеност, пораст на сиромаштијата, пораст на надворешно-трговскиот дефицит и влошување на тековниот биланс. Странските директни инвестиции се најповолен недолжнички вид на финансирање. Меѓутоа, за нашата земја тие се недоволни за нашите потреби. Странските директни инвестиции не се јавија како фактор кој позначајно придонесува за иницирање на побрз економски раст и намалување на невработеноста, бидејќи во Македонија тоа не беа инвестиции во нови капацитети, туку во најголем дел се работеше за финансиски инвестиции за преземање на доминантна сопственост на некои позначајни стопански капацитети.

Сублимирано од сето погоре наведено за успехот на стратегијата на девизниот курс на денарот може да се истакне дека на краток рок истата се покажа како ефикасна во соборувањето и контролата на инфлацијата, меѓутоа резултира со трошок во облик на губење на ценовната конкурентност спрема странство. Одржувањето на нивото на девизниот курс е причина за појава на дефлаторни движења во економијата. Поради тие причини стратегијата на таргетирање на девизниот курс не може да се смета како долгорочно прифатлива за Република Македонија во услови кога перформансите на македонската економија не конвергираат со перформансите на земјите во еврозоната. Во исто време не постои доволна мобилност на трудот и капиталот како неопходен услов за справување со евентуалните шокови за да се одржува рамнотежа во платниот биланс. Според тоа монетарната политика треба да се ослободи од притисокот за одржување на курсот на денарот, односно да се овозможи курсот на денарот да се користи како инструмент за одржување на ценовната конкурентност и приспособување на платниот биланс. Состојбата евентуално може да се подобри доколку се оствари голем прилив на странски директни инвестиции, меѓутоа и покрај многубројните програми за привлекување на истите, процентот на прилив кој и е потребен на Република Македонија сепак е изостанат. Во тој контекст

Македонија може да ја подобри состојбата доколку изврши корекција на девизниот курс на денарот на ниво кое ќе ги изедначи условите за стопанисување во земјата и странство преку пораст на извозот. Корекцијата може да биде во форма на девалвација, или да се пристапи кон флукутирање на курсот. Со ова нема да се загрози надворешната конвертибилност, иако странските доверители кои своите побарувања ги држат во денари ќе претрпат штета за износот на депрецијацијата, но довербата повторно би се вратила доколку во наредниот период курсот повторно се стабилизира.

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА (REFERENCES)

1. Балукоска, Д. (2012). Влијанието на странските директни инвестиции врз економскиот раст и невработеноста во земјите во транзиција, со осврт на Македонија. Магистерски труд. Универзитет „Американ колеџ“ – Скопје;
2. Богоев, Ј. Бојчева-Терзијан, С. (2008). Петровска, М. Динамика на реалниот девизен курс на Македонија – стари согледувања и нови сознанија. НБРМ – Скопје;
3. Богоев, К. (2004). Приоритетите на македонската економија. Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија – Скопје;
4. Burda M, Wyplosz C. (2009). Macroeconomics: a european text. Oxford University Press;
5. Величковски, И. (2006). Монетарна трансмисија преку каналот на каматни стапки и финансиски пазари во Македонија. НБРМ – Скопје;
6. Величковски, И. (2004). Репо трансакции - нивно воведување во Република Македонија. Економски истражувања 1/2004. НБРМ – Скопје;
7. Врбоска, А. (2001). Стратегија на таргетирање на инфлацијата. Економски истражувања 4/2001. НБРМ – Скопје;
8. Врбоска, А. (2002). Оперативни таргети на монетарната политика. Економски истражувања 2/2002. НБРМ – Скопје;
9. Гогоски, Р. (2002). Валутен одбор. Економски истражувања 2/2002. НБРМ – Скопје;
10. Груевски, И. (2009). Политиката на девизниот курс во услови на фиксен режим при неговото формирање. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип;
11. Давидовска-Стојанова, Б. Митреска, А. И Шиповиќ С. (2007). Мерење на инфлацијата и инфлацијата од аспект на монетарната политика. НБРМ – Скопје;
12. Deardorff's Glossary of International Economics / <http://www-personal.umich.edu/~alandear/glossary/>;
13. Ефтимоски, Д. (2009). Економски раст: основни теоретски концепти и модели. Универзитет „Св. Климент Охридски“ – Битола;

14. Ivanov, M. (2012). Izbor strategije i ogranichenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima. Ekonomski fakultet Sveučilišta – Zagreb;
15. Јовановски, Т. Девизна економија. (1995). НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје;
16. Кандиќјан, В. Филиповски, В. Фити, Т. Петковски, М. Бојчева-Терзијан, С. (2007). Теоретски аспекти и мерење на реалниот девизен курс. НБРМ – Скопје;
17. Кикеркова, И. (2008) Надворешна трговија. Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Скопје;
18. Крстевска, А. (2007). Монетарна стратегија на НБРМ: искуства и опции. НБРМ – Скопје;
19. Крстевска, А. Бојчева-Терзијан, С. Давидовска-Стојанова, Б. и Бесими, Ф. (2003). Трансмисионион ефект на девизниот курс во монетарната стратегија на НБРМ. Економски истражувања 2/2003. НБРМ – Скопје;
20. Крстевска, А. Петровска, М. (2011). Економското влијание на СДИ: Панел оценка по сектори – случајот на македонската економија. НБРМ – Скопје;
21. Министерство за финансии на Р. Македонија / <http://www.finance.gov.mk>;
22. Mises Institute / <http://www.mises.org/books>;
23. Mishkin, Frederic, S. (2007). Economy of money, banking and financial markets. “Pearson Education” – New York;
24. Народна Банка на Република Македонија / <http://www.nbrm.mk>;
25. Наумовска, А. (2001). Девизниот курс – номинално сидро на македонската економија. Економски истражувања 4/2001. НБРМ – Скопје;
26. Наумовска, А. Давидовска, Б. и Гоцков, Ѓ. (2001). Странските валути во оптек во земјите во транзиција и придонесот на Евро – конверзијата за мерење на нивниот износ – осврт на Р. Македонија. Економски истражувања 4/2001. НБРМ – Скопје;
27. Нацевска, Е. (2002). Девизните резерви и денарот – симболи за јакнењето на македонската самостојност. Економски истражувања 4/2002. НБРМ – Скопје;

28. Нацевска, Е. Крстевска, А. Петровска, М. Уневска, Д. (2006). Анализа на приватните трансфери во билансот на плаќања на Република Македонија. НБРМ – Скопје;
29. Неновска, Н. (2015). Макроекономски аспекти на странските директни инвестиции со посебен осврт на странските директни инвестиции во Република Македонија. Универзитет „Св.Климент Охридски“ – Битола;
30. Николовска, Н. (2004). Македонија во глобализацијата – модел за системска економска криза. Научен собир во МАНУ: Отворени предизвици на македонската економија –Скопје;
31. Петрески, Г. (2005). Монетарна политика:теорија и искуство на Македонија. НУБ„ Св.Климент Охридски“ –Скопје;
32. Петровска, М. Рамадани, Г. (2010). Инертноста на инфлацијата и динамиката на цените во Македонија – теорија и емпириска анализа. НБРМ –Скопје;
33. Policonomics / <http://www.policonomics.com>;
34. Поповски, Б. (2000). Методологија за пресметување на реалниот ефективен девизен курс на денарот. НБРМ –Скопје;
35. Рибар, И. (2015). Биланс на плаќање – теоретски и практични искуства со посебен осврт на билансот на плаќање на Р. Македонија. Универзитет „Св. Климент Охридски“ – Битола;
36. Ставрески, З. (1997). Избор на оптимална монетарна стратегија и инструменти за монетарно регулирање на Народна банка на Република Македонија. НБРМ – Скопје;
37. Станоевски, Б. (2012). Создавањето на девизните резерви на Република Македонија. НБРМ – Скопје;
38. Стојанова-Давидовска, Б. Митреска, А. Шиповиќ, С. (2007). Мерењето на инфлацијата и инфлацијата од перспектива на монетарната политика. НБРМ –Скопје;
39. Трајковиќ , М. (2006). Цели и инструменти на монетарната политика – современи искуства. НБРМ –Скопје;

40. Трпески, Љ. (2009). Банкарство и банкарско работење. НУБ „Св.Климент Охридски“ – Скопје;
41. Трпески, Љ. (2003). Пари и банкарство. Есоному Press–Скопје;
42. Филиповски, В. (2002). Пазарот на капитал и развојот на финансискиот сектор во процесот на економската транзиција. Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Скопје;
43. Фити, Т. (2006). Економија. Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Скопје;
44. Фотов, Р. (2012). Биланс на плаќања. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип;
45. Фотов, Р. (2008). Меѓународна економија. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип;
46. Фотов, Р. (2010). Меѓународни финансии. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип;
47. Христовска, Б. (2012). Монетарната политика и оптималните монетарни стратегии во транзиционите економии – магистерски труд. Економски институт – Скопје;
48. Chirovich, M. (1998). Monetarna ekonomija. „Ekonovski fakultet“ – Beograd;
49. Цалева, Т. (2014). Влијанието на девизниот курс врз надворешно – трговската размена во мала и отворена економија – Република Македонија. Докторска дисертација. Универзитет „Св.Климент Охридски“ – Битола;
50. Шајноски, А. (2009). Конвертибилен денар? Меѓу сонот и јавето. НУБ „Св. Климент Охридски“ – Скопје;
51. Шајноски, К. (2011). Девизен систем и девизно работење. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип;
52. Шајноски, К. (2011). Монетарна економија. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип;
53. Шајноски, К. Бошков, Т. (2014). Политика на девизен курс. Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип.

Сања Панова

**„Монетарната политика на таргетирање на девизниот курс на денарот во
развојот на Република Македонија“**

Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип