

Апстракт

Една од најактуелните теми во современата економска литература, која во последно време добива се поголемо значење, е либерализацијата на капиталната сметка. Капиталната либерализација предизвикува голем број, најчесто, противречни ефекти за националните економии. Во тој контекст, едно од најинтересните прашања, кое е предмет на истражувањето на оваа дисертација, претставува влијанието на либерализацијата на капиталната сметка врз финансиската стабилност.

Либерализацијата на капиталната сметка овозможува поефикасна меѓународна алокација на средствата и предизвикува низа други поволни ефекти во земјите кои ја спроведуваат. Зголемената мобилност на капиталот, на земјите со ниски стапки на домашно штедење, им овозможува да обезбедат странски извори за финансирање на сопствените продуктивни проекти и да го зголемат економскиот раст, а со тоа и стандардот на живеење и вработеноста. Капиталната либерализација на инвеститорите им овозможува да извршат диверзификација на своето портфолио, т.е. можност да го дисперзираат ризикот. Всушност, ваквиот процес овозможува остварување на највисока стапка на принос, при дадено ниво на ризик, односно алокација на ограничените ресурси во најпродуктивни инвестиции, зголемувајќи ги, на тој начин, економскиот раст и благосостојбата на поодделните економии. Исто така, либерализацијата на капиталните движења, на домашните резиденти им обезбедува зголемен пристап на странските пазари на капитал. Всушност, ваквиот процес на земјите им овозможува подобро да се вклучат во светските текови на штедење и инвестиции, како и да ја зголемат длабочината и ефикасноста на домашниот финансиски систем.

Сепак, покрај придобивките кои произлегуваат од финансиската либерализација, таа предизвикува и ризици, особено во услови на режим на фиксен девизен курс. Во таков случај, често доаѓа до создавање на макроекономски нерамнотежи, кои потоа генерираат шпекулативни напади врз домашната валута. Со цел да го одбранат фиксниот курс, властите често пати ги зголемат каматните стапки, што може да предизвика негативни последици врз целиот банкарски систем и стабилноста на економијата, во целина. Со либерализација на капиталните движења, тековите на капиталот е многу потешко да се контролираат, па затоа процесот на финансиско отворање вообичаено е проследен со проблеми и сериозни нарушувања на финансиската стабилност, па дури и со тешки финансиски кризи.

Како примери може да послужат зачестените финансиски кризи во последните две децении (Мексико, Аргентина, Русија, азиската криза од 1997 година итн), кои, во значителна мерка, го сменија ставот на академските економисти за

финансиската глобализација. Тие кризи, почнувајќи од мексиканската, се нарекуваат “кризи на капиталната сметка” и сите се карактеризираат со неодржливи дефицити на тековните сметки, финансирани на ризични начини.

Пред азиската криза, меѓу водечките економисти започна да се назира консензус, дека земјите во развој треба широко да ја прифатат либерализацијата на капиталните текови. Но, после азискиот дебакл од 1997-1998 година, критичарите на финансиската глобализација станаа побројни и погласни, укажувајќи на тоа дека нејзините придобивки се недокументирани и “недофатливи”, а ризиците големи и реални. Сегашните потреси на финансиските пазари во развиените земји, сведочат за тоа колкава е нестабилноста, дури и на чисто домашните финансии, во присуство на информациски асиметрии и несоодветна мотивираност. Од сето ова, јасно произлегува дека земјите во развој, кои имаат сериозни структурни недостатоци, треба да бидат особено претпазливи во нивниот пристап кон финансиското отворање.

Сепак, во трудот главно се нагласува поголемата придобивка од капиталната либерализација од нејзините потенцијални трошоци, но, под услов, земјите добро да се подготват за ваквиот процес. При тоа, се препорачува најпрвин да се намали фискалниот дефицит и да се доведе на едно одржливо ниво, потоа да се либерализира надворешната трговија, па да се изврши соодветно регулирање и јакнење на финансиските институции, а дури потоа наполно да се либерализира капиталната сметка. Покрај тоа, за да се одржи финансиската стабилност во земјата, прво треба да се либерализираат долгорочните, а потоа краткорочните капитални трансакции. Всушност, отворањето на финансиско-капиталната сметка, треба да биде последна фаза од стабилизационата програма на земјата.

Во таа смисла, за да се намали ризикот од финансиските кризи, денес, речиси постои консензус дека процесот на либерализација треба да се одвива постепено. Се разбира, не постои некој универзален редослед на чекори кон финансиското отворање, но патот кон таа цел приближно треба да изгледа вака. Почетен услов е врамнотежување на фискалните сметки. Либерализацијата на капиталните трансакции, без претходно да се воспостави фискална дисциплина, би довела до презадолженост и до неодржлив буџетски дефицит. По редуцирањето на дефицитот и негово сведување на одржливо ниво, се препорачува да се либерализираат цените и надворешната трговија. Важен аспект на целиот процес е да се либерализираат финансиските институции, но и соодветно да се регулираат и да се зајакнуваат. Домашниот финансиски развој може значително да го олесни животот со екстерната либерализација.

Значаен момент, за либерализацијата на капиталната сметка во нашата земја, е потпишувањето на Спогодбата за стабилизација и асоцијација (ССА) со Европската унија, според која се предвиде целосно ослободување од ограничувањата кај тековните трансакции и постепена либерализација кај капиталните трансакции. Р.Македонија припаѓа на онаа група земји, кои сакаат да ги искористат сите поволности од капиталната либерализација. Сепак, треба да се има предвид фактот дека со спроведувањето на ваквиот процес, целиот економски систем на земјата се отвора и станува високо осетлив на движењата на капиталот. Поради тоа, од големо значење е да се развие таква економска политика, со која би се искористиле сите бенефиции од либерализацијата, но, во исто време и би се заштитиле од нејзините негативни последици.

Како резултат на се поголемата либерализација на капиталната сметка и зачленувањето во Светската трговска организација, како и заради апликацијата за членство во ЕУ, РМ наскоро ќе се соочи со трилемата во економската политика. Како што е познато, таа се карактеризира со појавата на неможниот триаголник, т.е. со неможноста за коегзистенција меѓу либерализираната капитална сметка, фиксниот девизен курс и водењето независна монетарна политика. Тоа ќе ја доведе во прашање оправданоста од примената на режимот на фиксен девизен курс. Во тој контекст, се поставува прашањето за тоа со каква монетарна стратегија Р.Македонија да продолжи во иднина?

Искуството на новите членки на ЕУ сугерира дека веројатно најсоодветна би била стратегијата на таргетирање на инфлацијата, кадешто примарна цел на централната банка е ниската инфлација, која би требала да обезбеди ценовна стабилност, намалување на каматните стапки и забрзување на економскиот раст.

Сепак, определени карактеристики на македонската економија не одаат во прилог на прифаќањето на монетарното правило на таргетирање на инфлацијата. Имено, како мала и отворена економија, РМ е високо сензитивна на промените во светските цени на примарните производи и на промените во девизниот курс. Можеби главна пречка за напуштање на режимот на фиксен девизен курс, е тоа што евроизацијата се уште претставува широко распространет феномен во македонската економија. Врз основа на сето изнесено, можеме да заклучиме дека, иако на подолг рок, таргетирањето на инфлацијата може да се набљудува како соодветна опција за РМ, во овој момент и во овие економски услови, нашата земја не ги исполнува клучните предуслови за прифаќање на стратегијата на таргетирање на инфлацијата.

Клучни зборови: финансиска либерализација, финансиска стабилност, ненадејни запирања, финансиски кризи, земји во развој, транзициони економии.

ABSTRACT

One of the most prevailing issues in the contemporary literature, which is gaining greater significance lately, is the capital account liberalization. The capital liberalization initiates larger number of, very frequently, contradictory effects for the national economies. In accordance with that, one of the most interesting issues, which is the subject of this paper, is the impact of the capital account liberalization on the financial stability.

The capital account liberalization enables more efficient international allocation of the assets and causes a number of other positive effects in the countries where it is implemented. The increased mobility of the capital enables the countries with low saving rates to attract foreign financial sources for their productive projects and to enlarge the economic growth thereby increasing the life standard and the employment. The capital liberalization enables the investors to diversify their own portfolios, that is, to disperse the risk. In other words, this process enables achievement of the highest profit rates, at a certain risk level, that is, allocation of the limited resources within the most productive investments, thus increasing the economic growth and the welfare of particular economies. The liberalization of the capital flow provides the domestic residents with increased access to the foreign capital market as well. In fact, this process enables the countries to follow the world trends for savings and investments, thus enlarging the depth of the domestic financial system, thereby increasing its efficiency.

Nevertheless, apart from the benefit which results from the financial liberalization, there exist risks as well, particularly in a situation of fixed exchange rate. In a case like this, there is a possibility of macroeconomic imbalance and speculative attacks over the domestic currency. In order to defend the fixed rate, the authorities very frequently raise the interest rates, which can cause negative implications on the bank system as a whole and may fully influence the economic stability. By liberalizing the capital mobility, it is becoming more difficult to control the capital flow. Therefore, the process of financial opening is frequently followed by problems and serious violation of the financial stability and even difficult financial crises.

To exemplify the aforementioned, we could use the frequent financial crises in the past two decades (such as the ones in Mexico, Argentina, Russia, the Asian crisis from 1997 et cetera), which have significantly changed the attitude of the academic economists

about the financial globalization. Those crises, beginning from the Mexican one, are the so called “crises of capital account”, and they are all characterized by unsustainable deficits of current accounts, financed on various modes.

Before the Asian crisis, the leading economists seem to have reached consensus over the fact that the less developed countries should broadly accept the liberalization of the capital flows. Nevertheless, after the Asian debacle from 1997-98, the critics of the financial globalization outnumbered and became louder, indicating that the benefits of it are undocumented and “ intangible”, as well as greater and real . The current instability of the financial markets in the developed countries, testifies for the great instability even of the domestic finances, in the presence of information asymmetry and inappropriate motivation. Due to the aforementioned, it is obvious that the under developing countries with serious structural deficiencies, should be especially cautious with their approach towards the financial opening.

Nevertheless, the paper mainly emphasizes the greater benefit from the capital liberalization from its potential costs, provided the countries prepare themselves well for this process. In addition, it is recommended that first of all the financial deficit is to be lowered and brought to a sustainable level, then liberalize the foreign policy, regulate and strengthen the financial institutions, and only after liberalize fully the capital account. Apart from that, to maintain the financial stability in the country, primarily it is necessary to liberalize the long-term, and later the short-term capital transactions. As a matter of fact, the opening of the financially-capital account should be the last phase in the stabilization program of the country.

Therefore, nowadays, practically there is a consensus to process the liberalization gradually in order to lower the risk from the financial crises. There is no universal sequence of steps in the process of the financial opening; however the path towards achieving that goal should roughly go as follows. The primary condition is balancing the fiscal accounts. The liberalization of the capital transactions without establishing the fiscal discipline previously would result with heavy liabilities and unsustainable budget deficit. After the reduction of the deficit to a sustainable level, liberalization of prices and foreign policy is recommended. It is of great importance for the whole process to liberalize the financial institutions but also to regulate and strengthen them appropriately. The domestic financial development may significantly alleviate life with external liberalization.

Signing the Stabilization and Association Agreement (SSA) with the European Union represents a moment of great significance for the liberalization of the capital account in our country since it provides complete exemption of the limitations of the current transactions and gradual liberalization of the capital transactions. Republic of Macedonia belongs to the group of countries which want to use all the benefits from the capital liberalization. Nevertheless, it should be taken into consideration that with the implementation of this process, the whole economic system of the country opens out and

becomes sensitive with the mobility of the capital. Therefore, it is of great importance to develop such economic policy that would use all the benefits from the liberalization, but would also protect from the negative consequences.

As a result of the greater liberalization of the capital account and the registration in the World Trade Organization, and the application for membership in EU, the Republic of Macedonia will very soon face the trilemma in the economic policy, due to the impossible “triangle”, that is liberalized capital account, fixed exchange rate and independent monetary policy making. This will bring up the issue whether the application of fixed exchange rate is legitimate. In this view, the issue is, what monetary strategy should the Republic of Macedonia apply in the future.

The experience of the new EU members suggests that probably the most appropriate strategy would be the one to target the inflation, where the primary goal of the central bank would be the low inflation, which would provide price stability, lowering the interest rates and acceleration of the economic growth.

Nevertheless, certain characteristics of the Macedonian economy do not contribute to the acceptance of the monetary principle for the inflation targeting. Namely, as a small and open economy, the Republic of Macedonia is highly sensitive towards the changes of the world prices for the primary products and towards the exchange rate changes. Perhaps the main obstacle for preserving the fixed exchange rate regime, is the fact that the euroization is still widely spread phenomenon in the Macedonian economy. In accordance with the aforementioned, we can conclude that even though the inflation targeting may be observed as an appropriate option for the Republic of Macedonia in the long run, at this moment and under these economic conditions, our country does not fulfill the conditions for accepting the inflation targeting strategy.

Key words: financial liberalization, financial stability, sudden stop, financial crises, under developing countries, transition economies.

Содржина:

Апстракт.....	2
Abstract.....	6
Содржина.....	9
Вовед.....	13
Прв дел: Клучни теоретско-методолошки аспекти на капиталната сметка.....	22
1. Клучни теоретско-методолошки аспекти на капиталната сметка.....	23
1. Дефинирање на билансот на плаќање.....	23
1.1. Видови трансакции во билансот на плаќање.....	25
1.2. Структура на билансот на плаќање.....	26
1.2.1. Тековна сметка на платниот биланс.....	27
1.2.2. Капитална сметка на платниот биланс.....	28
1.3. Странски инвестиции (поим).....	28
1.3.1. Историски развој на странските директни инвестиции.....	29
1.3.2. Видови странски директни инвестиции.....	31
1.3.3. Теории за странските директни инвестиции. Дунингова теорија.....	32
1.3.4. Цели на странските директни инвестиции.....	33
1.3.5. Носители на странските директни инвестиции.....	35
1.3.6. Мерки и инструменти за поттикнување на странските директни инвестиции.....	37
1.3.7. Портфолио на странските директни инвестиции.....	41

1.3.8.Странски директни инвестиции и финансиска стабилност.....	43
1.4.Должнички текови на капитал.....	45
1.5.Еволуцијата на билансите на плаќања во транзиционите економии...	52
2.Дефинирање на глобалниот пазар на капитал.....	57
2.1.Развиток на глобалниот пазар на капитал.....	59
3.Либерализација на меѓународните финансиско-капитални трансакции (поим).....	63
3.1.Ефекти и последици кои ги имаат земјите од слободното движење на капиталот.....	64
3.2.Видови и облици на капитал.....	67
4.Либерализацијата на меѓународната трговија наспроти либерализација на капиталните движења.....	68
4.1.Причини за зголемување на либерализацијата во меѓународната трговија.....	70
5.Основни поими за процесот на глобализација.....	71
5.1.Аспекти на глобализацијата-економска глобализација.....	72
5.2.Причини за појава на глобализацијата.....	74
5.3.Предности од процесот на финансиската глобализација.....	75
5.4.Недостатоци на финансиската глобализација.....	76
5.5.Интернационализацијата, како дел од процесот на глобализацијата...	79
5.6.Улогата на државата во услови на глобализација.....	81
5.7.Влијанието на финансиската глобализација на развиените земји, како носители на глобалниот финансиски систем.....	81
5.8.Импликации на финансиската глобализација во економиите во транзиција.....	82
5.9.Импликации на финансиската глобализација во земјите во развој.....	83
5.10.Перспективи на процесот на финансиската глобализација.....	85
6.Врската меѓу капиталната либерализација и финансиската стабилност.....	86
Втор дел: Либерализација на капиталната сметка и стабилноста на финансискиот систем.....	88
2.Либерализација на капиталната сметка и стабилноста на финансискиот систем.....	89
1.Меѓународната мобилност на капиталот и валутните и финансиските кризи.....	89
1.1.Причини за настанување на финансиски кризи.....	94
1.2.Анатомија на типичната криза.....	99
1.3.Социјални и економски трошоци од финансиските кризи.....	101
1.4.Нерамнотежа на тековната сметка и валутните кризи.....	104
1.5.Финансиско отворање, ненадејни одливи и пресврт во тековната	

сметка.....	112
1.6.Меѓународната трансмисија на шоковите, како причина за ширење на финансиските кризи.....	115
2.Анализа на одделни финансиски кризи.....	116
2.1.Големата депресија.....	116
2.2.Современите финансиски кризи (од 90-те години на минатиот век, наваму)	118
2.2.1.Латинска Америка и Кариби.....	118
2.2.1.1.Мексиканската криза.....	118
2.2.1.2.Случајот на Аргентина.....	120
2.2.1.3.Финансиските кризи во Бразил.....	121
2.2.1.4.Состојбата во Латинска Америка и на Карибите по кризите во регионот.....	122
2.2.2.Кризата во Русија.....	126
2.2.3.Источноазиското чудо и азиската финансиска криза.....	127
2.2.3.1.Причини за азиската криза.....	128
2.2.3.2.Случајот на Кореја.....	131
2.2.3.3.Зошто дојде до експлозија на јапонскиот финансиски “меур?”.....	133
3.Актуелната глобална финансиска криза-неуспех на финансиската глобализација?	135
3.1.Глобалната финансиска криза (2007). Причини и последици.....	135
3.2.Влијанието на влошените глобални услови во земјите во развој и во економиите во подем.....	140
3.3.Состојбата на Југоисточна Европа за време на последната финансиска криза.....	147
3.4.Трансмисиониот механизам на финансискиот стрес од развиените земји кон земјите во развој.....	151
3.4.1.Мерење на финансискиот стрес.....	154
3.5.Влијанието и помошта на меѓународните финансиски институции за време на последната финансиска криза.....	157
3.6.Импликациите од последната финансиска криза и што можеме да научиме од неа?	159
Трет дел: Либерализација на капиталната сметка и макроекономската стабилност.....	167
3.Либерализација на капиталната сметка и макроекономската стабилност.....	168
1.Предуслови кои земјите треба да ги исполнат пред да извршат либерализација на капиталната сметка.....	168
1.1.Влијанието на капиталните контроли во одржувањето на макроекономската и на финансиската стабилност во земјата.....	170
1.2.Оптимална динамика за либерализација на капиталната сметка.....	174

1.3.Ограничувања кои финансиската либерализација и ги наметнува на макроекономската политика. Што претставува економската трилема? ...	175
1.4.Причини за побарувачката на меѓународни резерви.....	176
1.5.Девизен курс: извор или апсорбер на шокови?	177
2.Приливите на капитал во земјите во развој и во транзиционите економии.....	180
2.1.Трендот на финансиската интеграција и приливите на капитал во земјите во развој.....	180
2.2.Либерализација на капиталната сметка и нејзиното влијание на стапката на сиромаштијата во земјите во развој.....	188
2.3.Финансиската либерализација и проблемот на преголема задолженост.....	192
2.4.Валутна супституција кај земјите во развој.....	195
2.5.Почетен грев.....	198
3.Макроекономската политика пред влегувањето во ЕУ.....	199
3.1.Зошто се случуваат големите капитални приливи во земјите кои пристапуваат кон ЕУ?	199
3.2.Како земјите, кои пристапуваат кон ЕУ, да се справуваат со финансиската нестабилност?	206
4.Меѓународниот монетарен фонд и либерализацијата на капиталната сметка.	208
Четврти дел: Либерализацијата на капиталната сметка и македонската економија.....	211
4.Либерализацијата на капиталната сметка и македонската економија.....	212
1.Структура на билансот на плаќање во Р.Македонија.....	212
2.Степенот на финансиска глобализација во Р.Македонија.....	222
2.1.Интегрираноста на банкарскиот систем.....	222
2.2.Интегрираноста на пазарот на капитал.....	223
3.Стапката на трговска глобализација во Р.Македонија.....	226
4.Рамнотежните реални девизни курсеви и структурните промени во транзиционите економии.....	228
4.1.Премин од фиксен кон флукуирачки девизен курс и временски редослед на либерализација на капиталната сметка во транзиционите економии.....	235
5.Динамиката на либерализација на капиталната сметка во Р.Македонија.....	240
5.1.Режимот на девизниот курс во РМ и појавата на неможниот “триаголник“, во услови на либерализација на капиталната сметка	244
5.2.Излезни опции за РМ од режимот на фиксниот девизен курс.	

Стратегија на таргетирање на инфлацијата.....	248
6.Финансиските услуги и капиталните текови во процесот на пристапувањето на Р.Македонија во Европската Унија.....	253
7.Влијанието на последната глобална финансиска криза врз финансиската стабилност во Р.Македонија.....	259
Заклучок.....	272
Користена литература.....	281