



ISCTBL 2020

INTERNATIONAL SCIENTIFIC CONFERENCE

Универзитет „Гоце Делчев“ –
Штип

Goce Delchev University
Shtip

Факултет за туризам и бизнис
логистика

Faculty of Tourism and
Business Logistics

**Трета Меѓународна Научна Конференција
Third International Scientific Conference**

**ПРЕДИЗВИЦИТЕ ВО ТУРИЗМОТ И БИЗНИС
ЛОГИСТИКАТА ВО 21 ВЕК**

**CHALLENGES OF TOURISM AND BUSINESS
LOGISTICS IN THE 21ST CENTURY**

**ЗБОРНИК НА ТРУДОВИ
CONFERENCE PROCEEDINGS**



ISCTBL 2020
INTERNATIONAL SCIENTIFIC CONFERENCE



Универзитет „Гоце Делчев“ –
Штип

Goce Delcev University
Shtip

Факултет за туризам и бизнис
логистика

Faculty of Tourism and
Business Logistics

Трета Меѓународна Научна Конференција
Third International Scientific Conference

**ПРЕДИЗВИЦИТЕ ВО ТУРИЗМОТ И БИЗНИС
ЛОГИСТИКАТА ВО 21 ВЕК**
**CHALLENGES OF TOURISM AND BUSINESS
LOGISTICS IN THE 21ST CENTURY**

ЗБОРНИК НА ТРУДОВИ
CONFERENCE PROCEEDINGS

13 ноември 2020 г / November 13, 2020

Издавач:

Факултет за туризам и бизнис логистика
Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип
Крсте Мисирков, 10-А, 201, 2000, Штип, РС Македонија
Тел: +389 32 550 350
www.ftbl.ugd.edu.mk
www.ugd.edu.mk

За издавачот:

д-р Татјана Бошков, декан

Организатор на конференцијата:

Факултет за туризам и бизнис логистика

Publisher:

Faculty of Tourism and Business Logistics
Goce Delchev University of Shtip
“Krstе Misirkov” no.10-A P.O. Box 201 Shtip 2000, North Macedonia
Tel: +389 32 550 350
www.ftbl.ugd.edu.mk
www.ugd.edu.mk

For the Publisher:

Tatjana Boshkov, Ph.D. – Dean

Conference Organizer:

Faculty of Tourism and Business Logistics

CIP - Каталогизација во публикација
Национална и универзитетска библиотека "Св. Климент Охридски", Скопје

338.48(497.7)(062)

INTERNATIONAL scientific conference Challenges of tourism and business
logistics in the 21st century (3 ; 2020 ; Stip)

Challenges of tourism and business logistics in the 21st century
[Електронски извор] / The 3th international scientific conference,
September 13 th , 2020, Republic of North Macedonia. - Stip : Goce
Delcev University of Stip, Faculty of tourism and business logistics,
2020

Начин на пристапување (URL): <https://e-lib.ugd.edu.mk/zbornici.html>. -
Текст во PDF формат, содржи 435 стр., илустр. - Наслов преземен од
екранот. - Опис на изворот на ден 22.11.2020. - Фусноти кон текстот. -
Библиографија кон трудовите

ISBN 978-608-244-779-7

а) Туризам -- Економски прилики -- Македонија -- Собири

COBISS.MK-ID 52738053

Организациски комитет:

Проф. д-р. Татјана Бошков, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Доц. д-р. Наташа Митева, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Доц. д-р. Душко Јошески, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
м-р Цветанка Ристова Магловска, асистент-докторанд, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија

Меѓународен програмски комитет:

Проф. д-р. Татјана Бошков, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Доц. д-р. Наташа Митева, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
м-р Цветанка Ристова Магловска, асистент-докторанд, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Доц. д-р. Душко Јошески, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Проф. д-р. Александра Жежова, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Проф. д-р. Зоран Темелков, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Доц. д-р. Анета Стојановска-Стефанова, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
д-р Душица Попова, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
д-р Билјана Цоневска Гуњовска, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Проф. д-р. Марија Магдинчева-Шопова, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Проф. д-р. Тања Ангелкова Петкова, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
Доц. д-р. Оливер Филипоски, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип, Факултет за Туризам и Бизнес логистика, Штип, Република Северна Македонија
д-р Васко Шутаров, МИТ Универзитет, Факултет за безбедност, Република Северна Македонија
Проф. д-р. Глигор Бишев, Универзитет „Св. Климент Охридски“ - Битола, Економски факултет Прилеп, Република Северна Македонија
Проф. д-р. Мадалина Теодора Андреи, Универзитет Хиперион, Факултет за општествени, хуманистички науки и природни науки, Оддел за географија, Романија
Проф. д-р. Соња Квируга, Универзитет Алкала, Оддел за економија, Шпанија
Проф. д-р. Алиса Флеишер, Хебрејскиот универзитет Јерусалим, Роберт Х. Смит, Факултет за земјоделие, Храна и Животна средина, Оддел за економија на животна средина и управување, Израел
Проф. д-р. Ноам Шовал, Хебрејски универзитет Ерусалим, Факултет за општествени науки, Оддел за географија, Израел
Проф. д-р. Нурија Елиса Морере Молинеро, Универзитет Реј Хуан, Шпанија
Проф. д-р. Никола Хурвулиадес, Американ Колеџ Солун, Грција
Проф. д-р. Донила Пипа, Универзитет Марин Барлети, Економски факултет, Албанија

Проф. д-р. Мохамед Фуад, Ариш Универзитет, Факултет за уметност, Египет
Проф. д-р. Френсис Вериза, Универзитет Толиара, Факултет за општествени науки, Мадагаскар
Проф. д-р. Октавиан Сербан, Букурешки Универзитет за Економија, Факултет за храна од земјоделие и економија на животната средина, Романија
Проф. д-р. Сабина Георгечи, Асоцијација за промоција на туризмот, Дробета Турму-Северин, Романија
Проф. д-р. Серафима Роскова, Молдовска академија за науки, Академија за економски науки на Молдавија, Република Молдавија
Проф. д-р. Стела Дерменчиева, Универзитет на Велико Трново Свети „Кирил и Методиј“, Оддел за Географија, Бугарија
Проф. д-р. Марта Боровска Стефанска, Универзитет во Лоц, Факултет за Географски науки, Институт за градежна средина и Просторна, Полска
Проф. д-р. Јулиана Поп, Универзитет за економски студии, Факултет за бизнис и туризам, Романија
Проф. д-р. Елена Тома, Универзитет Хиперион, Факултет за општествени, хуманистички науки и природни науки, Оддел за географија, Романија
Проф. д-р. Ирина Лазар, Универзитет Хиперион, Факултет за општествени, хуманистички науки и природни науки, Оддел за географија, Романија
Проф. д-р. Озгур Јерли, Дужче Универзитет, Факултет за Шумарство, Оддел за пејсажи, Турција
Доц. д-р. Жарко Радјеновиќ, Универзитет во Ниш, Центар за иновации, Србија
Проф. д-р. Драго Цвијановиќ, Универзитет во Крагујевац, Факултет за Хотелски менаџмент и Туризам Врњачка Бања, Србија
Проф. д-р. Дарко Димитровски, Универзитет во Крагујевац, Факултет за Хотелски менаџмент и Туризам Врњачка Бања, Србија
Проф. д-р. Серџо Чипола, Универзитет во Палермо, Силиција, Италија
Доц. д-р. Марија Белиј, Универзитет во Белград, Факултет за географија, Србија
Доц. д-р. Андреј Мичовиќ, Универзитет во Крагујевац, Факултет за Хотелски менаџмент и Туризам Врњачка Бања, Србија

Organizational committee:

Prof. Tatjana Boshkov, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Assist. Prof. Natasa Miteva, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Assist. Prof. Dusko Joseski, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Cvetanka Ristova Maglovska, M.Sc., University Teaching Assistant, Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

International program committee:

Prof. Tatjana Boshkov, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Assist. Prof. Natasa Miteva, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Cvetanka Ristova Maglovska, M.Sc., University Teaching Assistant, Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Assist. Prof. Dusko Joseski, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Prof. Aleksandra Zezova, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Prof. Zoran Temelkov, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Assist. Prof. Aneta Stojanovska - Stefanova, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Dusica Popova, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Biljana Conevska Gunjovska, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Prof. Marija Magdinceva – Sopova, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Prof. Tanja Angelkova Petkova, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Assist. Prof. Oliver Filiposki, Ph.D., Goce Delcev University of Stip, Faculty of Tourism and Business logistics, Stip, North Macedonia

Vasko Sutarov, Ph.D., MIT Univeristy, Faculty of Security Sciences, North Macedonia

Prof. Gligor Bishev, Ph.D., St. Clement of Ohrid University of Bitola, Faculty of Economics, Prilep, North Macedonia

Prof. Madalina Teodora Andrei, Ph.D., Hyperion University, Faculty of Social, Humanities and Natural Sciences, Department of Geography, Romania

Prof. Sonia Quiroga, Ph.D., University of Alcalá, Department of Economics, Spain

Prof. Aliza Fleischer, Ph.D., The Hebrew University of Jerusalem, The Robert H. Smith Faculty of Agriculture, Food and Environment, Department of Environmental Economics and Management, Israel

Prof. Noam Shoval, Ph.D., The Hebrew University of Jerusalem, Faculty of Social Sciences, The Department of Geography, Israel

Prof. Nuria Elisa Morère Molinero, Ph.D., Universidad Rey Juan Carlos, Catedrática Historia Antigua, Spain

Prof. Nikolas Hourvoulides, Ph.D., American College of Thessaloniki, Greece

Prof. Donila Pipa, Ph.D., Marin Barleti University, Faculty of Economy, Albania

Prof. Mohamed Fouad, Ph.D., Arish University, Faculty of Arts, Egypt

Prof. Francis Veriza, Ph.D., University of Toliara, Faculty of Lettets and Human Sciences, Madagascar

Prof. Octavian Serban, Ph.D., Bucharest University of Economic Studies, Faculty of Agrifood and Environmental Economics, Romania

Prof. Sabina Gheorgheci, Ph.D., Mehedinti Tourism Promotion Association, Drobeta Turnu-Severin, Romania

Prof. Serafima Roşcovan, Ph.D., Moldova Academy of Science, Academy of Economic Studies of Moldova, Republic of Moldova

Prof. Stella Dermendzhieva, Ph.D., University of Veliko Turnovo St Cyril and St. Methodius, Department of Geography, Bulgaria

Prof. Marta Borowska-Stefanska, Ph.D., University of Lodz Faculty of Geographical Sciences, Institute of the Built Environment and Spatial Policy, Poland

Prof. Iuliana Pop, Ph.D., University of Economic Studies, Faculty of Business and Tourism, Romania

Prof. Elena Toma, Ph.D., Hyperion University, Faculty of Social, Humanities and Natural Sciences, Department of Geography, Romania

Prof. Irina Lazăr, Ph.D., Hyperion University, Faculty of Social, Humanities and Natural Sciences, Department of Geography, Romania

Prof. Ozgur Yerli, Ph.D., Duzce University, Faculty of Forestry, Department of Landscape, Architecture, Turkey

Assist. Prof. Zarko Radjenovic, Ph.D., University of Nis, Innovation Center, Serbia

Prof. Drago Cvijanović, Ph.D., University of Kragujevac, Faculty of Hotel Management and Tourism in Vrnjacka Banja, Serbia

Prof. Darko Dimitrovski, Ph.D., University of Kragujevac, Faculty of Hotel Management and Tourism in Vrnjacka Banja, Serbia

Prof. Sergio Cipolla, Ph.D., University of Palermo, Italia

Assist. Prof. Marija Belij, Ph.D., University of Belgrade, Faculty of Geography, Serbia

Assist. Prof. Andrej Mićović, Ph.D., University of Kragujevac, Faculty of Hotel Management and Tourism in Vrnjacka Banja, Serbia

УДК 338.23:336.74]:336.711}:338.124.4(73)“2007/2009”
338.23:336.74]:336.711}:338.124.4(4-672ЕУ)“2007/2009”
336.711.02(73)“2007/2009”
336.711.02(4-672ЕУ)“2007/2009”

МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО СЛУЧАЈОТ НА ГОЛЕМАТА РЕЦЕСИЈА 2007-2009 ПРЕКУ ПРИМЕРОТ НА ФЕДЕРАЛНИТЕ РЕЗЕРВИ НА САД И ЕВРОПСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

Александар Давчев¹; Љупчо Давчев²

Апстракт

If we go back in history, the number of World Economic Recessions is undoubtedly large. The causes of crises are different. Modern Central Banks have at their disposal several conventional instruments in response to economic crises: open market operations, required reserves, and discount operations. But were they enough to overcome the recession?

Клучни зборови: *monetary instruments, recession, unconventional measures, liquidity trap, interest rate, recession*

JEL класификација: E40

Вовед

Кога се случува криза, Централните банки на погодените земји ги преземаат потребните мерки. Но, реакцијата на субјектите и како тие ќе реагираат на дадените мерки зависи од кредибилитетот на централните банки, како и од нивното очекување за иднината (Теорија за рационални очекувања). Токму тие неколку фактори предизвикуваат ефикасност или неефикасност на трансмисиониот механизам на монетарната политика. Во случај на рецесии, Централните банки ја зголемуваат ликвидноста преку кредити на банките, кои треба да го зголемат своето кредитирање кон приватниот сектор. Во многу ситуации на длабоки кризи во економската историја, се случувало Централните банки да „истурат“ огромни количини на ликвидност, која не се ефектуира во економски раст-проблемот на замка на ликвидноста.

Токму тоа се случуваше во Еврозоната и САД за време на последната Голема рецесија 2007-2009. ЕЦБ и ФЕД ги преземаа своите стандардни мерки како одговор на кризата. Но, економиите не реагираа на вистински начин, односно не се потикна значајна агрегатна побарувачка која ќе ги избави економиите од рецесија. Економските субјекти не ги следеа насоките на монетарната политика. Причината за тоа не можеме да ја бараме во кредибилитетот на монетарната политика, кој е граден со години и произлегува од транспарентноста и одговорноста на гувернерите на двете Централни банки. Како

¹ Александар Давчев, м-р, Компанија “Дадо” - Штип, aleksandar.davcev@dado.mk

² Љупчо Давчев, д-р, професор, Универзитет „Гоце Делчев“-Економски факултет, ljupco.davcev@ugd.edu.mk

резултат на нарушениот трансмисионен механизам на монетарната политика, централните банки мораа да спроведат неконвенционални мерки кои значеа откуп на осигурени хартии од вредност. Целта беше да се раздвижи ликвидноста на финансиските пазари. Во понатамошниот дел од мојот труд подетално ќе се осврнам кон причините за спроведување на неконвенционални мерки и ефикасноста на таквите мерки. Сеуште е актуелно прашањето за ефикасноста на монетарната политика во услови на длабоки рецесии и какви мерки треба да се преземат. На крај, ќе се осврнам на превенцијата од големите кризи – „лекција за иднината“.

Неконвенционалните мерки преземени од Федералните Резерви на САД

Веднаш по првите сигнали за започнување на рецесијата, Централните банки на најголемите светски економии или монетарни подрачја, ја забележаа неефикасноста на стандардните монетарни инструменти во справување со рецесијата. Постоеше јасна нарушеност на трансмисионите механизми на монетарната политика. Економските субјекти на финансиските пазари и во реалната економија воопшто не дејствуваа според сигналите што ги даваа Централните банки. Поради тоа, Централните банки на САД и ЕМУ, мораа да преземат неконвенционални мерки.

Квантитативното олеснување претставува една од најчесто користените нестандартни мерки од страна на најголемите ЦБ ширум светот. Квантитативното олеснување претставува инструмент во кој ЦБ откупува државни хартии од вредност на секундарните пазари или хартии од вредност кој имаат соодветно обезбедување. Преку овој инструмент се откупуваат големи количина на хартии од вредност од финансиските институции. Станува збор за хартии од вредност коишто имаат подолг рок, имаат висока каматна стапки, т.е. се неликвидни. На тој начин, со помош на квантитативното олеснување, неликвидните финансиски инструменти кои се дел од активата на финансиските институции се претвораат во ликвидни финансиски средства кои може да бидат употребени за остварување на кредитни функции. Главната цел на квантитативното олеснување е Централната банка да се справи со кривата на принос, можеби затоа што долгорочните стапки стапки имаат посилен ефект врз трошењето отколку краткорочните стапки. Откупот на овие хартии од вредност предизвикува пораст на нивната цена, што понатаму повлекува пониски стапки на принос. Исто така, се поттикнува намалување на компензацијата за ризик којашто ја бараат инвеститорите за поризичните хартии од вредност.

Продолжуваме со постапката по која се спроведува квантитативното олеснување. Најпрво, ЦБ за да ги откупи хартиите од вредност од фондовите, таа мора да креира дополнителни основни пари и на тој начин да ги зголеми банкарските резерви. По извршениот откуп, се случува промена во биланс на состојба на ЦБ.

По зголемувањето на банкарските резерви во билансот на ЦБ, се зголемуваат истите резерви во активата на комерцијалните банки. Бидејќи парите што ги добиваат фондовите се наоѓаат на нивните сметки во комерцијалните банки, се зголемуваат и депозитите на комерцијалните банки.

Во билансот на состојба на фондовите не се зголемува активата, ниту пасивата. Со квантитативното олеснување настанува замена на средствата кои се дел од активата на фондот. Државните хартии од вредност се заменуваат со парични средства.

Првиот круг од квантитативно олеснување, QE1, се случил на 25.11.2008 година кога Федералните резерви, под водство на Бен Бернанке, објавиле дека ќе ги купат директните обврски на Fannie Mae, Freddie Mac и the Federal Home Loan Banks¹, и MBS² поддржани од на Fannie Mae, Freddie Mac и the Federal Home Loan Banks. Купувајќи 100 милијарди американски долари во директни обврски и 500 милијарди американски долари во MBS, Федералните резерви презеле значајна акција во пресрет на турбуленциите на финансиските пазари. На тој начин, ФЕД се надеваше дека ќе даде поддршка на пазарот на домување, кој во тоа време беше во значаен пад како резултат на ефектите од кризата со хипотекарните ХВ. Соодветно на тоа, QE1 беше продолжен, со целите на намалувањето на каматните стапки и олеснување на кредитирањето (Blinder, 2010).

Во три одделни прилики, на 16 декември 2008 година, на 30 декември 2008 година и 28 јануари 2009 година, ФЕД изјавиле дека се подготвени и можат да обезбедат дополнителен стимул за економијата ако условите се гарантирани.

На 18 март 2009 година, Комитетот ја проширил програмата LSAP³ и објавил дека помеѓу 5 јануари 2009 година и 31 март 2010 година ФЕД ќе ги зголеми своите набавки на вкупно 1,25 трилиони американски долари, зголемувајќи ги своите откупи на MBS за дополнителни 750 милијарди американски долари и нејзините откупи на долг до 200 милијарди долари (зголемување од 100 милијарди американски долари). ФЕД решил да купи дополнителни 300 милијарди американски долари хартии од вредност во текот на следните шест месеци, за да обезбеди дополнителна поддршка на приватните кредитни пазари. Претходните откупи станале познати како „QE1“.

Во Август 2008 година, Комитетот пројавил верување дека економијата покажала знаци на опоравување, така што одлучил постепено да го забавува темпото на откупите на државните ХВ. Крајот на Октомври 2009, бил означен како време во кое целокупниот износ на откупи на државни ХВ ќе биде завршен.

Откако бил забележан загрижувачки дезинфлациски тренд во индексот на потрошувачки цени во САД, бидејќи инфлацијата се спуштила на 1%, ФЕД објавил на 10.08.2010 година дека ќе ги задржи своите конта константни со реинвестирање на главните исплати од околу 250 до 300 милијарди американски долари од долг на агенциите и MBS, во долгорочни државни ХВ. Како резултат на тоа, големината на билансот на состојба на ФЕД се намалил затоа што веќе не правеле дополнителни откупи или повторно инвестирале во MBS и во долг на агенциите. Наскоро потоа, ФЕД започнал да им сигнализира на пазарите дека размислува за понатамошни откупи на хартии од вредност доколку условите тоа го налагаат.

На 3 ноември 2010 година, ФЕД објавил дека ќе купи дополнителни 600 милијарди американски долари државни обврзници. Заедно, реинвестирањето на главните исплати од долгорочните државни ХВ, како и дополнителното купување од 600 милијарди американски долари државни обврзници стана познато како QE2. Со темпо од околу 75 милијарди американски долари месечно, ФЕД сигнализирал дека програмата требало да

¹ Станува збор за државно-спонзорирани претпријатија кои издаваат хартии од вредност обезбедени со хипотека.

² Англиски назив за хартии од вредност обезбедени со хипотека.

³ Англиски назив што означува откупи на долгорочни хартии од вредност.

истече до крајот на вториот квартал на 2011 година. Свкупно, откупите QE2 се состоеја од хартии од вредност со рочност, пред се меѓу 2,5 и 10 години.

QE2 била спроведена со цел да и се помогне на крвката економија на САД. ФЕД верувал во теоријата дека вбризувањето пари ќе создаде инфлација. Во согласност со QE1, бидејќи краткорочните стапки веќе беа близу нула, ФЕД направил обид да ги намали долгорочните каматни стапки и да ја зголеми понудата на пари за да донесе инфлација. Во теорија, пониските долгорочни стапки ги поттикнуваат потрошувачите, како и бизнисите да инвестираат, со што се зголемува и целокупната потрошувачка. Критичарите на QE2 тврделе дека довербата на јавноста во можноста ФЕД да излезе ефикасно од своите програми може да се намали, што доведува до поголеми очекувања за инфлација. (Ricketts, 2011).

На 13-ти септември 2012 година, ФЕД изразиле загриженост дека без континуитет во политиките нема да има капацитет да ја постигне својата 2% целна инфлација и нема да има одржливо подобрување на пазарот на трудот. Поради оваа причина, ФЕД објавил дека ќе купува 40 милијарди американски долари агенциски MBS месечно, но истиот откуп нема да се финансира од продажба на краткорочни трезорски ХВ. Како што минувало времето и истекла програмата на ФЕД, на 12 декември 2012 година ветила дека ќе ја зголеми својата вклученост со откуп на дополнителни 45 милијарди американски долари долгорочни државни хартии од вредност месечно. Со тоа ќе достигнала месечни откупи до 85 милијарди долари. Оваа програма генерално се нарекува QE3.

Како и да е, ФЕД не објавиле датум на завршување на QE3 (за разлика од претходните операции), туку навеле дека ќе ги следат економските податоци и соодветно ќе се прилагодат.

Вкупните месечни набавки од 85 милијарди американски долари продолжиле да се случуваат сè до 18 декември 2013 година. Тогаш ФЕД објавила дека со почетокот на Јануари 2014 година, ќе ги намали своите месечни набавки на вкупно 75 милијарди американски долари. Најавила дека набавките ќе се состојат од 40 милијарди долари државни ХВ и 35 милијарди американски долари агенциски MBS. Со текот на времето, ФЕД продолжиле да ги следат релевантните економски податоци во врска со нивните пакети за стимули (Rubino, 2015).

Одговорот на ЕЦБ на проблемот со нарушеноста на трансмисиониот механизам

Во следниот дел, предмет на анализа ќе биде одговорот на ЕЦБ и нестандартните мерки кои таа ги спроведе. Мерките донесени од Управниот совет на ЕЦБ коишто во литературата се среќаваат како „мерки на ЕЦБ“ всушност се спроведуваат од страна на Евросистемот како целина. ЕЦБ веќе активно го менуваше спроведувањето на монетарната политика во 13-те месеци на финансиски превирања што претходат на ерупцијата на светската финансиска криза во септември 2008 година. Банките почнаа да се сомневаат во финансиското здравје на нивните договорни страни во меѓубанкарски пазар.¹ Ова ги зголеми каматните стапки на пазарот на пари и се закани со нарушување на трансмисијата на одлуките на ЕЦБ за каматните стапки. Од првиот ден кога започнаа тензиите во меѓубанкарскиот пазар на 9 август 2007 година, ЕЦБ дејствуваше со задоволување на потребите за финансирање на банките. Тие бараа да се изградат дневни

¹ овде се мисли на банките кои се јавуваат како договорни страни во трансакциите

тампони за ликвидност со цел да се намали неизвесноста за нивните ликвидносни позиции. ЕЦБ defacto обезбеди неограничена ликвидност преку ноќ за банките, издвојувајќи 95 милијарди евра на првиот ден. Подоцна, ЕЦБ спроведе дополнителни операции за рефинансирање со рок на достасување до 6 месеци, споредено со максимум 3 месеци во нормални времиња.

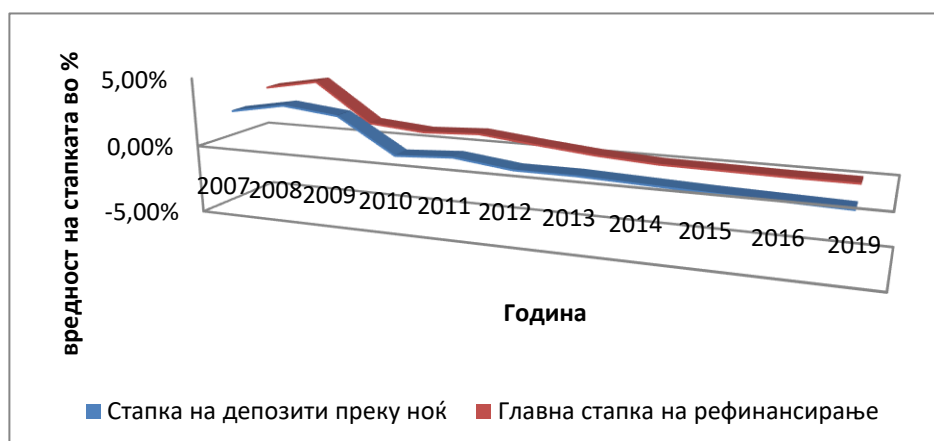
Да се намали несигурноста на банкарската ликвидност до крајот на годината, целата барана ликвидност под понудени каматни стапки беше распределена во целост на последните операции на главно рефинансирање во годината. Понудената каматна стапка на тековните операции била над граничните стапки постигната во претходната операција. Биле воспоставени привремени своп трансакции со други централни банки првенствено за да се справи ЕЦБ со зголемениот притисок на краткорочните пазари за финансирање на американски долари. Како резултат, тензиите во сегментот на краткорочните финансиски средства на пазарот на пари во еврозоната значително се намалија.

По банкротот на Lehman brothers на 15 септември 2008 година, неизвесноста за финансиското здравје на најголемите банки ширум светот доведе до виртуелен колапс на активноста во многу сегменти на финансискиот пазар. Банките изградија големи тампони за ликвидност, истовремено намалувајќи ризици во нивните биланси и заострување на условите за заем.

Со оглед на клучната важност на банките за финансирање на економијата во еврозоната и во спроведувањето на монетарната политика на ЕЦБ, оваа состојба беше алармантна во поглед на висок ризик од кредитна криза и голем ризик од неможноста на централната банка да управува со монетарни услови. ЕЦБ, како и другите големи централни банки, брзо ги намали своите клучни каматни стапки на историски ниски нивоа. Клучен елемент на одговорот на ЕЦБ за задржување на ефективноста при влијанието врз монетарните услови се состоеше во нејзините нестандардни мерки на политиката. Целта беше да се продолжи со зачувување на ценовната стабилност, да се придонесе за стабилизирање на финансиската состојба и ограничување на последиците во реалната економија (Mercier and Papadia, 2011).

Што се однесува до политиката на каматните стапки, ЕЦБ ја намали главната стапка на рефинансирање за 50 основни поени на 8 октомври 2008 година, во заеднички и историски потег со другите поголеми централни банки. Ги намали своите клучни каматни стапки и понатаму за вкупно 325 основни поени во период од 7 месеци, до мај 2009 година.

Графикон бр. 1: Движење на главните стапки по кои позајмува ЕЦБ



Извор:https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

Од графиконот забележување дека до 2008 година стапката на депозити преку ноќ и главната стапка на рефинансирање бележат пораст. Но, по избувнувањето на финансиската криза, двете стапки бележат надолен тренд. Трендот е резултатот на настојувањето на ЕЦБ преку трансмисиониот механизам да изврши намалување на стапките по кои банките позајмуваат на реалниот сектор. Од 2012 година па наваму, константниот пад на двете стапки резултираше во 0% стапка на главно рефинансирање и негативна стапка на депозити преку ноќ. Со постигнување на фиксирана нулта главна стапка на рефинансирање, заедно со неограничено достапна ликвидност до банките, ЕЦБ настојуваше повторно да изврши интеграција на финансиските пазари во Еврозоната. Интеграцијата на финансиските пазари беше нарушена после финансиската криза, кога многу задолжените земји како Грција и Португалија понудија екстремно високи стапки на принос на своите обврзници. Истите стапки на принос можеа да привлечат капитал од надвор, којшто ќе предизвика апрецијација на еврото заедно со неизмерливи негативни ефекти врз извозот на Еврозоната.

Во исто време, ЕЦБ донесе голем број нестандартни мерки за поддршка на условите за финансирање и кредитни текови кон економиите во еврозоната, над она што би можело да се постигне само преку намалување на клучните каматни стапки самостојно (т.н. „засилена кредитна поддршка“). Нестандардните мерки спроведени од октомври 2008 година наваму беа прилагодени на специфичната, банкноцентрична финансиска структура на еврозоната, со цел поддршка на ликвидноста и финансирањето на банките. Тие сочинуваат пет клучни елементи:

- *Целосна ликвидност со фиксна стапка.* Донесена е постапка за целосна ликвидност со фиксна стапка за сите операции на рефинансирање за време на финансиската криза. Така, спротивно на вообичаената практика, 10 финансиски институции со подобност во еврозоната имаат неограничен пристап до ликвидноста на централната банка со главната стапка на рефинансирање, како и секогаш со соодветно обезбедување.
- *Продолжување на рокот на достасување на ликвидноста.* Максималната рочност на операциите за рефинансирање на долготрајната основа (LTRO) беше привремено продолжена (последователно на 12 месеци во јуни 2009 година). Во комбинација со првиот елемент, ова придонесе за одржување на каматните стапки на пазарот на пари на ниско ниво и ја зголеми улогата на посредување на Евросистемот во насока на ублажување на загриженоста за рефинансирање на банкарскиот сектор во еврозоната, особено за терминските рочности. Намалените трошоци за ликвидност и неизвесност, како и подолгиот хоризонт за планирање на ликвидноста се очекуваше да ги охрабрат банките да продолжат да обезбедуваат кредити за економијата.
- *Зголемување на листата на прифатливи колатерали.* Списокот на подобни гаранции прифатливи во операциите за рефинансирање на Евросистемот беше зголемен, со што всушност им се овозможува на банките да рефинансираат поголем дел од својот биланс на состојба со Евросистемот. Способноста да се рефинансираат помалку ликвидни средства преку централната банка обезбедува

ефикасен лек за недостаток на ликвидност предизвикан од ненадејно запирање на меѓубанкарското кредитирање.

- *Договори за размена на валути.* Евросистемот привремено обезбеди ликвидност во странски валути, со различна рачност и против колатерал деноминиран во евра. За ова, ЕЦБ користеше аранжмани за реципрочна валута, особено со Федералните резерви на САД. Така се избегна огромниот недостаток на финансирање во американски долари.
- *Програма за откуп на осигурени обврзници (CBPP).* Евросистемот се заложи за набавка на покриени обврзници деноминирани во евра и издадени во еврозоната за вкупна вредност од 60 милијарди евра постепено во периодот помеѓу јуни 2009 и јуни 2010 година. Целта на програмата беше да го оживее покриениот пазар на обврзници, што е примарен извор на финансирање за банките во големи делови од еврозоната. Тој е најголем и најактивен сегмент на пазарот на финансиски средства со фиксен приход, заедно со пазарот на обврзници во јавниот сектор. Таквите покриени обврзници - познати како „Пфандрифи“ во Германија, „обврски foncières“ во Франција и „дедули“ во Шпанија - се долгорочни должнички хартии од вредност што банките ги издаваат за рефинансирање заеми на јавниот и приватниот сектор, честопати во врска со трансакциите со недвижности. Овие покриени обврзници - за разлика од хартии од вредност поддржани со хипотека - имаат специфична правна карактеристика на „двојна заштита“: регрес кон издавачот, како и дополнително обезбедување, овозможено со законски залог на финансираните средства. Рачноста на овие обврзници изнесува од 1 до 3 години. Големината на програмата претставуваше околу 2,5% од вкупната заостаната сума на покриени обврзници, што во дадениот контекст беше ефективна како катализатор за да ја започнете активноста на овој пазар. Програмата што претходно ја објаснивме се спроведуваше преку вклучување на ЕЦБ на пазарите за ХВ, како и со помош на директни монетарни трансакции. Карактеристика на програмата е тоа што целата ликвидност што ја креираше ЕЦБ, потоа беше стерилизирана од нивна страна. (Cour-Thimann and Winkler, 2012).

Започнувајќи од Јануари 2015 година, ЕЦБ спроведе нова, нестандартна мерка: квантитативно олеснување(QE). Истата мерка се состоеше од:

- ✓ Трета програма за откуп на обезбедени обврзници
- ✓ Откуп на хартии од вредност користени како обезбедување
- ✓ Откуп на хартии од вредност на јавен сектор

Притоа, ЕЦБ не се јавува како примарен купувач на државни обврзници на примарниот пазар, туку станува збор за откуп на секундарните пазари.

Централните банки се вклучуваат во QE со издавање ново создадени резерви кои се користат за купување на постојни финансиски средства од секундарниот пазар. ЕЦБ и националните централни банки (НЦБ) купуваа финансиски средства во износ од 80 милијарди евра од секундарниот пазар секој месец. Програмата беше предвидено да заврши во март 2017 година (може да се забележи дека од Јануари 2015 година до март 2016 година просечниот месечен откуп беше 60 милијарди евра). До моментот кога се планираше да заврши програмата, ќе се создадеа над 1,7 трилиони евра нови пари од централната банка.

Општата цел на QE е да се зголеми потрошувачката за да се постигне ценовна стабилност (дефинирана како ниска, но стабилна инфлација, т.е. одржливо зголемување од два проценти на потрошувачките цени на среден рок). Парите создадени под QE се наменети да бидат привремени и не вклучуваат ЕЦБ директно да финансира приватни или јавни расходи.

Заклучок

Движењата покажуваа негативни тенденции и покрај фактот што централните банки на високоразвиените земји брзо „истурија“ огромна ликвидност. Екстремно прогресивна монетарна политика спроведоа речиси сите ЦБ на високо развиените економии како Јапонија и Велика Британија. До крајот на 2008 година, ФЕД ја намали референтната каматна стапка близу нула.

Една важна карактеристика иманентна на сите големи рецесии е појавата на феноменот на ликвидносна стапица (liquidity trap) – состојба кога номиналните каматни стапки се доближуваат до нула или дури и навлегуваат во зона на негативни вредности, поради што монетарната политика станува неефикасна во заздувањето на рецесијата, а банкарскиот систем дисфункционален. Последново значи дека, иако централните банки силно ја зголемуваат понудата на пари (инјектираат голема ликвидност во економијата), иако комерцијалните банки (посебно поголемите) имаат релативно лесен пристап до евтини пари, изостанува инвестициската активност – ниту банките се подготвени да даваат кредити, ниту, пак, претпријатијата се подготвени да мобилизираат кредити. Потрошувачите се воздржуваат од потрошувачка.

Zero lower bound on interest rates (ZLB) – нови термин што се користи за феноменот на ликвидносна стапица што во описен превод станува збор за ниски каматни стапки, т.е. каматни стапки блиски до нулата (како долна граница). Во обидот да поттикнат инвестиции, ЦБ на најголемите земји постојано ги намалуваа своите каматни стапки за на крај да достигнат нулто ниво. На тој начин, ЦБ ја губат ефикасноста во избавувањето на економиите од рецесија.

Воведувањето на неконвенционални мерки беше единственото решение. ФЕД во 2009 година започна со откуп на хартии од вредност обезбедени со хипотека (MBS). Операции кои во литературата се познати како Квантитативно олеснување. Истиот откуп се спроведуваше се до 2014 година. Многу автори ја анализираат ефикасноста на неконвенционалните мерки во поттикнување на економски раст. Најголемиот дел од авторите сметаат дека мерките на ФЕД имаат незначително влијание врз економскиот раст и инфлацијата во годините на рецесијата, како и потоа.

Како одговор на рецесијата, ЕЦБ спроведе низа на неконвенционални мерки: значително продолжување на роковоите на доспевање на различните инструменти, проширување на листата со дозволени колатерали итн. Но, сепак дефлацијата и негативните стапки на раст продолжија како тренд во многу членки на ЕМУ. Се спроведоа две програми за откуп на обезбедени хартии од вредност. Понудата на пари којашто се креираше на овој начин потоа беше стерилизирана. Почнувајќи од Јануари 2015, ЕЦБ ја спроведе мерката Квантитативно олеснување. Таа опфаќаше трета програма за откуп на осигурени хартии од вредност, како и откуп на државни хартии од вредност на секундарниот пазар. Ефикасноста од мерките на ЕЦБ, многу автори ја анализираат главно преку влијанието

на мерките врз инфлацијата и рационалните очекувања. Со падот на каматните стапки на нулто ниво и најавата на ЕЦБ дека каматните стапки ќе останат ниски уште долг период, економските субјект очекуваа ниски каматни стапки на долг рок, но краткорочните и среднорочните очекувања беа поинакви. Во крајна линија, таквите очекувања имаа големо влијание агрегатна побарувачка да не расте и економиите да останат заглавени во дефлација.

Референци

1. Campbell, J.R., Evans, C.L., Fisher, J.D.M., Justiniano, A., Calomiris, C.W. and Woodford, M. (2012), "Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp.1–80.
2. Chung, H., Laforte, J.-P., Reifschneider, D. and Williams, J. (2012), "Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?", *Journal of Money, Credit and Banking*, pp.47–82.
3. Constâncio, V. (2017), „Role and effects of the ECB non-standard policy measures, European Central Bank“, available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170912.en.html>
4. Corseti, G. and Peseriti, P. (2005), "International dimensions of optimal monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 52(2), pp.281–305.
5. Cour-Thimann, P. and Winkler, B. (2012), "The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure", *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), pp.765–803.
6. Cúrdia, V. and Ferrero, A. (2013), *Research, Economic Research, short-term interest rates, Large-Scale Asset Purchases, economic growth, inflation*, Federal Bank of San Francisco.
7. Davis, S. (2015), *Globalization and Monetary Policy Institute 2015 Annual Report*, Federal Reserve Bank OF Dallas.
8. Eggertsson, G.B. and Woodford, M. (2003), "Optimal monetary policy in a liquidity trap", *The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 9968*.
9. Erber, G. (2011), "Italy's Fiscal Crisis", *Intereconomics*, 46.
10. Fawley, B. W., Neely, C. J., (2013), "Four Stories of Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW*, January/February 2013.