

Трет документ за политики во рамки на работата  
на експертската група за економски и социјални прашања

## **ПОТРЕБНА ЛИ Е ПРОМЕНА НА МОНЕТАРНАТА СТРАТЕГИЈА?**

Ѓорѓи Гоцков  
Горан Петревски



Трет документ за политики во  
рамки на работата на експертската група  
за економски и социјални политики

# ПОТРЕБНА ЛИ Е ПРОМЕНА НА МОНЕТАРНАТА СТРАТЕГИЈА?

Ѓорѓи Гоцков  
Горан Петревски





## КЛУЧНИ ТЕЗИ

### Теза 1

Тековната монетарна стратегија (таргетирање на девизниот курс) се покажа како успешна стратегија во одржувањето ниски стапки на инфлација. Истовремено, Народната банка успешно се справуваше со сите повремени притисоци на девизниот пазар, успевајќи да го одржува девизниот курс на таргетираното ниво.

### Теза 2

Иако обезбеди стабилност на цените, ефектите на фиксниот девизен курс врз останатите економски варијабли и политики се измешани: не е придружен со висок стопански раст; постои слаба конвергенција на каматните стапки; не гарантира усогласеност на монетарната и фискалната политика.

### Теза 3

Не постои една стратегија на монетарната политика која би имала универзална примена во сите земји и во секое време. Оптималната монетарна стратегија за една земја зависи од економската структура, институционалната поставеност, развојот на финансискиот систем, природата и зачестеноста на шоковите што ја погаѓаат економијата итн.



## НАЈВАЖНИ ПРЕПОРАКИ

1. Во догледна иднина, особено во услови на политичка нестабилност и неизвесност, таргетирањето на фиксниот девизен курс се наметнува како единствена прифатлива опција за водење на монетарната политика.
2. Набљудувано на подолг рок, под претпоставка на стабилен економски и политички амбиент, може да се размислува и за прашањето за евентуален премин кон алтернативна стратегија на монетарната политика.
3. Меѓу можните алтернативи, како примамлива се издвојува таргетирањето на инфлацијата, и понатаму водејќи сметка за стабилноста на девизниот курс. Во продолжение, доколку процесот на интеграција кон ЕУ се оддолжи за неодредено долг период, не може да се исклучи ниту едностраната евроизација.
4. Треба да се зајакнат капацитетот и независноста на централната банка. Во тој поглед, неопходно е да се отстрани влијанието на владата при изборот на членовите на Советот на НБРМ.



### Историски осврт на монетарните стратегии во Македонија

Во водењето на стабилизационата политика во Македонија можат да се разграничат две основни етапи. Првата етапа започна со самиот чин на монетарното осамостојување, во април 1992 година, кога беше лансирана првата стабилизациона програма, заснована врз стратегијата на монетарно таргетирање. Подоцна, стратегијата на монетарно таргетирање беше заменета со нова стратегија за водење на стабилизационата политика. Формално, преминот кон таргетирање на девизниот курс беше направен во октомври 1995 година иако, врз основа на движењето на девизниот курс на германската марка во многу тесни рамки, може да се рече дека Македонија започна со имплицитно таргетирање на девизниот курс уште во текот на 1994 година. Во продолжение ќе дадеме кус осврт на најважните елементи на двете стратегии (за поширока историска анализа види во Петревски 2005).

#### *Монетарно таргетирање (1992-1995)*

Со стабилизационата програма од 1992 година, монетарната политика беше насочена кон контрола на следниве монетарни агрегати: потесната дефиниција на паричната маса - M1, нето-домашната актива на банките и порастот на кредитите на деловните банки. Покрај контролата на монетарните агрегати, стабилизационата програма од 1992 година содржеше уште неколку клучни елементи, како: рестриктивна фискална политика, контрола на платите, контрола на цените и фиксен курс на денарот во однос на германската марка.

Примената на монетарното таргетирање во Македонија претставува доказ во прилог на тезата за неприменливост на оваа стратегија во земјите во транзиција (барем во иницијалната фаза на транзицијата). Причините за тоа може да се бараат на повеќе страни - објективни и субјективни, внатрешни и надворешни. Во прв ред, монетарното таргетирање се остваруваше во крајно неповолни околности: разгорување на воените конфликти на подрачјето на СФРЈ санкциите на ООН кон Србија, економската блокада од страна на Грција. Исто така, програмата

започна во мошне неповолни надворешни услови - висок дефицит во билансот на плаќањата, висок надворешен долг и мали девизни резерви. Најпосле, во тоа време отсутнуваа најосновните институционални предуслови за спроведување на програмата, т.е. немаше девизен пазар ниту пазар на пари, приватизацијата не беше ниту започната, банкарскиот сектор беше практично несолвентен, отсутнуваа реформите во фискалниот систем итн. Исто така, стабилизационата програма беше лансирана од страна на експертската влада која немаше цврста политичка поддршка во парламентот. Всушност, во тој период, во Македонија немаше ниту доволно политичка волја ниту основен општествен консензус за успешно спроведување на програмата.

Набљудувано од историска перспектива, треба да се одбележи дека, наспроти отежнувачките фактори, стратегијата на монетарно таргетирање доведе до постепенa дезинфлација: на крајот од 1995 година стапката на инфлација беше сведена на 9% - прва едноцифрена стапка на инфлација забележана во Македонија по подолго време. Истовремено, чекорот кон ценовна стабилност беше надополнет и со голема стабилност на девизниот курс кој, во оваа година, се движеше околу нивото од 26 денари за една германска марка. Според тоа, од аспект на стабилизацијата на номиналните варијабли, слободно може да се изрече оценката дека стратегијата на монетарно таргетирање покажа задоволувачки резултати. Меѓутоа, овој период, овој период беше проследен со силни негативни трендови во реалниот сектор (Табела 1).

### *Таргетирање на девизниот курс (1995 – денес)*

Во годината кога стапката на инфлација конечно беше сведена на едноцифрено ниво, стратегијата на монетарно таргетирање беше заменета со нова стратегија за водење на стабилизационата политика - таргетирање на девизниот курс, иако, врз основа на движењето на девизниот курс на германската марка во многу тесни рамки, може да се рече дека Македонија започна со имплицитно таргетирање на девизниот курс уште во текот на 1994 година. Основното оправдување на таргетирањето на девизниот курс лежи во настојувањето, преку врзување на домашната валута за некоја традиционално стабилна валута, да се увезе кредибилитетот на монетарната политика од земјата со цврста валута. Во продолжение, усвојувањето на оваа стратегија беше условено и од високиот степен на отвореност на домашната економија, како и високиот степен на доларизација на економијата.

## Ефекти од таргетирањето на девизниот курс на денарот

### *Ценовна стабилност наспроти економски раст*

Стратегијата на таргетирање на девизниот курс се покажа како мошне ефективна во натамошното намалување на инфлацијата и нејзиното одржување на ниско, едноцифрено ниво. Во еден подолг временски период, стапката на инфлација во Македонија се одржува на релативно ниско ниво – просечната годишна стапка на инфлација во периодот 1996-2015 година изнесува 2,3%. Оттука, од аспект на стабилноста на цените, таргетирањето на девизниот курс без сомнение заслужува позитивна оценка. За разлика од позитивните ефекти врз одржување на ценовна стабилност, ефектите од монетарната стратегија на таргетирање на девизниот курс на денарот врз останатите реални варијабли се измешани. Така, примената на оваа стратегија не успеа да даде позначајни резултати во поглед на стопанскиот раст и невработеноста. Просечната годишна стапка на раст на БДП на Македонија во периодот 1996-2015 година изнесува 2,8%, односно македонскиот БДП во овој период е зголемен за 57%. Ваквата стапка на раст на македонската економија е недоволна, што се огледа во релативно малото намалување на стапката на невработеност во овој период, од 32% во 1996 на 26% во 2015 година, претежно остварено во последните две-три години (Графикон 1).

Имајќи ја предвид потребата од одбрана на фиксниот девизен курс, најчесто преку високи реални каматни стапки, оваа монетарна стратегија често се обвинува за негативни ефекти врз стопанскиот раст. Од друга страна, приврзаниците на фиксниот курс истакнуваат дека тој создава поволен амбиент за раст на економијата, и тоа така што отстранува дел од неизвесноста со која се соочуваат економските агенти. Меѓутоа, се чини дека е претерано да се очекува од режимот на девизниот курс и/или од монетарната стратегија да ги реши проблемите на нискиот раст на некоја економија исто како што е нереално да се очекува дека девизниот курс или монетарната политика ќе го стимулираат растот. Во таа смисла, лесно може да се најдат примери на земји со фиксен девизен курс кои имаат висок или низок раст. Оттука, најбезбедно е да се тврди дека режимот на девизниот курс и монетарната стратегија имаат неутрално влијание врз растот, односно тие не може да претставуваат значајна движечка сила или значајна пречка на растот на економијата.



### *Ефектите врз паричната маса и каматните стапки*

Кај земјите со фиксен девизен курс, монетарната политика е субординирана на целта на девизниот курс и не може да таргетира било која друга номинална варијабла на долгорочно одржлива основа. Со прифаќањето на фиксен девизен курс, монетарната политика во Македонија ја губи нејзината акомодативност и автономност. Графиконите 2 и 3 го покажува постепениот процес на конвергенција на стапките на раст на паричната маса и на каматните стапки во Македонија и еврозоната, при што овој процес е особено забележлив во последните седум-осум години. Сепак, монетарната политика во Македонија не е толку силно поврзана со онаа на ЕЦБ, и покрај тоа што девизниот курс на денарот е врзан за курсот на еврото. Јасен показател за тоа се сè уште релативно високите каматни диференцијали помеѓу клучните каматни стапки на НБРМ и ЕЦБ, како и на репрезентативните активни и пасивни каматни стапки на банките во Македонија и во еврозоната. Објаснувањето за високиот диференцијал на каматните стапки може да се бара во две насоки: отсуството на потполна либерализација на капиталните текови во Македонија и недоволниот кредибилитет на фиксниот девизен курс.

### *Ефекти врз надворешната конкурентност*

Во контекст на негативните ефекти на стабилизационата политика врз реалните стопански движења, едно од најчестите обвинувања се однесува на политиката на девизен курс. Според тоа, кога се зборува за негативните ефекти на фиксниот девизен курс врз надворешно-трговските перформанси, всушност се мисли на проблемот на реалната апрецијација на домашната валута. Како што покажуваат графиконот 4, таргетирањето на девизниот курс во Македонија не е поврзано со реална апрецијација, туку напротив, во добар дел од прикажаниот период може да се забележи тренд на депрецијација (Бесими 2004, Петревски 2005, Vogeov et al. 2008). Во периодот 2003-2015 година, реалниот ефективен девизен курс просечно депрецирал за 0,4%. Исто така, на графиконот 5 покажува дека не постои систематска врска меѓу промените на реалниот девизен курс и на трговскиот биланс, т.е. реалниот девизен курс не може да се посочи како главен генератор на надворешната нерамнотежа. Тоа пак упатува кон заклучокот дека слабите извозни перформанси на Македонија и надворешната нерамнотежа се условени од некои подлабоки причини од структурна природа, односно тие не се првенствено предизвикани од политиката на фиксен девизен курс.

### *Ефекти врз фискалната политика*

Во случајот на Македонија слободно можеме да кажеме дека водењето на политика на фиксен девизен курс ја (1) дисциплинира фискалната политика, но и го (2) ограничува нејзиниот простор за позначајно контрациклично делување. Потврда за дисциплинирањето на фискалната политика се релативно ниските буџетски дефицити кои ги реализира Македонија во изминатите 20 години. Така, во периодот 1996-2015 година просечниот годишен буџетски дефицит изнесува 1,8% од БДП. Притоа, поголеми буџетски дефицити се остварени во 2001 и 2002 година поради влошената безбедносна состојба во земјата, како и во последните неколку години (околу 4% од БДП), делумно поради намалената економска активност, а делумно поради политиката на Владата. Ваквите движења резултираат во умерени износи на државен долг (графикон 6).

Ограничениот простор за позначајно контрациклично делување на фискалната политика најдобро може да се илустрира на случувањата во 2009 година, кога зголеменото трошење на државата (поради преземени фискални пакети) предизвика притисоци на девизниот пазар. НБРМ интервенираше преку зголемена рестриктивност на монетарната политика (ги намали девизните резерви и ги зголеми каматните стапки), со што се неутрализираа ефектите од фискалната политика и се ограничи нејзиното контрациклично дејствување. Како пример за „неспоивоста“ на зголемено државно трошење и монетарна стратегија на фиксен девизен курс може да послужи и 2001 година, кога зголеменото државно трошење (заедно со кризната состојба) детерминираше позначајно зголемување на каматните стапки на НБРМ (каматната стапка на благајничките записи достигна 20% на годишно ниво).

### **Либерализација на капиталната сметка**

Успешноста на централната банка во одржувањето на стабилен девизен курс во целиот период по воведувањето на фиксниот девизен курс веројатно во голема мерка се должи на тоа што Македонија сè уште не ја отворила капиталната сметка. Имено, при постоечките „плитки“ финансиски пазари, неочекуваните големи приливи и одливи на капитал во одредени периоди би можеле да извршат голем притисок врз девизниот курс. Девизните резерви на Македонија се значително поголеми од монетарната база така што при евентуален напад врз денарот,

централната банка може, преку девизните интервенции, целосно да го повлече целокупниот износ на примарни пари и така да го сочува таргетираниот курс на денарот (Табела 2). Се разбира, при ова замислено сценарио би дошло до толкава монетарна контракција и толкав пораст на каматните стапки што економските трошоци би биле огромни. Според тоа, не техничката невозможност, туку економските трошоци го отежнуваат одржувањето на девизниот курс на одредено таргетирано ниво.

Во секој случај, останува фактот дека при слободно движење на капиталот, фиксирањето на девизниот курс станува многу проблематична стратегија (Mishkin 2006). Имено, соочена со прилив на странски капитал, централната банка има на располагање само две можности: да дозволи номинална апрецијација на домашната валута или да се ангажира во стерилизација на монетарните ефекти од капиталните текови. Случајот на Македонија само го потврдува заклучокот дека високите каматни стапки се неизбежната цена која мора да се плати за одбрана на фиксниот девизен курс.



### Цели на монетарната политика

Во теоријата нема дилема дека стабилноста на цените и стабилизацијата на производството се две легитимни цели на економската политика. Меѓутоа, во практичното водење на монетарната политика претежно значење се посветува на стабилноста на цените додека грижата за стабилизација на производството е на втор план (освен, кога економијата е погодена од остра рецесија). Македонија е усогласена со Статутот на ЕЦБ во поглед на поставувањето на ценовната стабилност како претежна цел на централната банка. Имено, во членот 6 од Законот за Народната банка од 2010 година е наведено дека ценовната стабилност е основна цел, но во продолжение се наведува дека како подредени цели се и стабилноста на финансискиот систем и поддршката на економската политика. Меѓутоа, за разлика од ЕЦБ, НБРМ не ја квантифицира ценовната стабилност.

Од една страна, законското прецизирање на стапката на инфлација (на пример, од 0% до 2%) како цел на монетарната политика би било добро како средство за избегнување на политичкиот притисок врз неа (Mishkin 2000) и истовремено, тоа би ја зголемило одговорноста на централната банка. Од друга страна, таквата практика би значело де факто премин кон таргетирање на инфлацијата, што се коси со одржувањето на фиксниот курс. Истовремено, квантитативното одредување на целната стапка на инфлација би било проблематично имајќи ги предвид високата увозна зависност на македонската економија и високото учество на храната во индексот на цените. Имено, во такви услови, одвреме-навреме, како последица на надворешните шокови (порастот на цените на нафтата и на храната на светскиот пазар), домашната инфлација значително би ја надминала законската граница, без вина на централната банка (во 2008 година, кога стапката на инфлација надмина 8%). Оттука, набљудувано од практична гледна точка, општото дефинирање на ценовната стабилност обезбедува поголема флексибилност во водењето на монетарната политика.

## Координација на монетарната и фискалната политика

Врз основа на насоката на делување на двете клучни макроекономски политики може да се извлечат некои основни заклучоци во поглед на координацијата меѓу монетарната и фискалната политика. Притоа, за време на експанзијата на економската активност во текот на 2000 година, фискалната и монетарната политика дејствуваа во иста насока (контрациклично), со намера да го неутрализираат “прегревањето” на економијата. За време и по војната од 2001 година, монетарната и фискалната политика делуваа во спротивна насока, т.е. се однесуваа како стратегиски супститути при што монетарната политика настојуваше да ги неутрализира ефектите од фискалната експанзија. Во периодот 2003-2005 година, фискалната политика беше неутрална, но таа не беше следена од монетарната политика, која делуваше проциклично. Потоа, во периодот до Глобалната финансиска криза, фискалната политика реагираше со благо затегнување, додека монетарната политика делуваше во спротивна насока, што покажува дека тие повторно се однесуваа како стратегиски супститути. Најпосле, во периодот по Глобалната финансиска криза, во првите две години, двете политики повторно се однесуваа како супститути, а дури од 2010 година, тие делуваат како комплементари, водејќи политика во истата насока – поттикнување на економската активност (Петревски, 2013).

Координацијата со фискалната политика е значајна од повеќе аспекти: пред сè, недостигот од координација со фискалната политика го поткопува кредибилитетот на монетарната политика. Имено, големите и постојани фискални дефицити постојано раѓаат сомнеж дека, во иднина, тие ќе бидат покриени со монетарна експанзија; исто така, имајќи предвид дека монетарната и фискалната политика заедно ја контролираат агрегатната потрошувачка, јасно е дека лабавата фискална политика носи потреба за порестриктивна монетарна политика со високи каматни стапки и големи економски трошоци, како последица.

Се разбира, потребата од координација со фискалната политика воопшто не значи дека секоја година мора да се одржува рамнотежен буџет. Тоа значи дека, во одделни периоди, може да се толерираат умерени буџетски дефицити, кои треба да се јавуваат само како исклучок. Она што е важно за идниот курс на фискалната политика е тоа дека не смее да се дозволи одржување постојани и високи буџетски дефицити. Во тој случај, ценовната стабилност ќе биде сериозно загрозена и тоа ќе бара одржување рестриктивен курс на монетарната политика во текот на подолг период.

## Независност на монетарната политика

Независноста на НБРМ е утврдена со член 60 од Уставот којшто ја определува како „самостојна и одговорна“ за стабилноста на валутата и за монетарната политика. Понатаму, во Законот за Народната банка од 2010 година, во членовите 3 и 5, се вели дека НБРМ има административна, финансиска и управувачка самостојност, дека има независност во поглед на целите и задачите и дека е ослободена од влијание на државните органи. Притоа, мерењата на законската независност, според општоприфатените индекси, покажуваат дека независност на НБРМ е висока (Богоев 2007, Trpeski et al. 2013). Сепак, треба да се забележи дека со Законот за Народната банка од 2010 година е направен голем чекор назад во однос на персоналната независност на централната банка, бидејќи неизвршните членови на Советот се избираат на предлог на владата. Тоа остава голем потенцијален простор за непосредно политичко мешање на владата во работата на централната банка, доколку за членови на Советот се предлагаат некомпетентни лица кои одржуваат блиски односи или се под силно влијание на владата. Оттука, во блиска иднина, оваа аномалија би требало да се отстрани и, уште повеќе, да се зголеми капацитетот на неизвршните членови на Советот, кои треба да имаат активна улога во донесувањето на одлуките за монетарната политика.

## Постои ли оптимален режим на девизен курс?

Оптимален режим на девизен курс за една земја е оној кој најдобро и служи на потребите на економијата, односно оној кој ги стабилизира макроекономските перформанси. Сепак, постои општа согласност дека ниту еден режим на девизен курс не е оптимален за сите земји и ниту еден режим не е оптимален за една земја цело време. Истражувањата не укажуваат на неопходно постоење на врска помеѓу режимот на девизен курс и економските перформанси. Не е емпириски потврдено сфаќањето дека флексибилните девизни курсеви се секогаш поврзани со повисока инфлација (и повисок економски раст), како што не е потврдено дека фиксните девизни курсеви се секогаш поврзани со пониски стапки на економски раст. Постојат бројни примери на земји со фиксен и на земји со флексибилен режим на девизен курс каде економскиот раст е задоволително висок, а инфлацијата посакувано ниска.

Со тоа, прашањето за соодветен режим на девизен курс зависи од специфичните карактеристики на земјите. Или, поконкретно, примената на одреден режим на девизен курс (од фиксен до флексибилен) зависи од (1) природата и изворите на шокови на кои е изложена економијата, (2) преференциите на носителите на политики и од (3) структурните карактеристики на економијата.

### *Поголема флексибилност на девизниот курс на денарот- аргументи за и против*

Во многу земји, либерализацијата на капиталните текови водела до потреба од вградување поголема флексибилност во девизниот курс, што пак значело напуштање на ригидниот фиксен курс. Во тој поглед, Македонија спаѓа во групата на земјите кои фиксниот девизен курс го задржаа во текот на долг период (како Бугарија, Хрватска и балтичките земји). Во продолжение ги систематизираме аргументите за и против политиката на фиксен девизен курс на денарот. Како аргументи “за” можат да се наведат следните:

- ▶ Македонија е мала (има незначително учество во светската трговија и не може да влијае на светските цени на производите и услугите) и отворена економија (учеството на извозот и увозот на стоки и услуги во БДП е над 100% - види прилог) и затоа од големо значење е стабилноста на девизниот курс. Ваквата карактеристика на македонската економија заедно со незјината интегрираност во меѓународните трговски текови, условува монетарната и фискалната политика на долг рок да не може многу да отстапуваат од оние на нејзините најголеми трговски партнери. За отворена економија девизниот курс не е соодветен инструмент на макроекономската политика – не само што не е ефикасен за корегирање на екстерните нерамнотежи туку може да ја доведе во опасност и стабилноста на цените;
- ▶ Силна трговска интеграција со ЕУ – најголем дел од извозот и увозот на Македонија се одвива со земјите членки на ЕУ (види прилог), што му дава дополнително значење на стабилноста на курсот на денарот во однос на еврото;
- ▶ Значаен степен на евроизација – резидентите држат значаен дел од своите средства и обврски во странска валута (доминантно во евра). Така, учеството на девизните депозити во вкупните депозити во бан-

карскиот сектор во периодот 2003-2015 во просек изнесува околу 50% со тенденција на намалување во последните години. Слична е состојбата и кај кредитите каде учеството на кредитите со валутна клаузула (девизни и денарски со валутна клаузула) во вкупните кредити се движи во просек околу 50% (види прилог);

- ▶ Финансиските пазари се плитки (сооднос М2-денар/БДП и промет на девизен пазар/БДП), што во основа значи дека неколку трансакции можат да предизвикат големи промени кај краткорочните каматни стапки и кај девизниот курс. Колку се поплитки пазарите толку посодветен е фиксниот режим на девизен курс;
- ▶ Ниска производствена и извозна диверзификација – што го фаворизира фиксниот девизен курс. Високата извозна концентрација во само неколку индустрии/гранки, може да доведе до висока ценовна нестабилност доколку се користи флексибилен девизен курс, што долгорочно негативно влијае врз економскиот раст и вработеноста. Ова може да биде избегнато со примена на фиксен девизен курс кој може да се менува во случаеви кога економијата е погодена со асиметричен шок во однос на земјата сидро, но само доколку не се ефикасни другите мерки за неутрализирање на шокот;
- ▶ Емпириски е потврдена тесна поврзаност помеѓу промените во девизниот курс и инфлацијата, што му дава големо значење на стабилноста на девизниот курс за одржување на ценовната стабилност;
- ▶ Значајно учество на увозна компонента во производите што се извезуваат (види графикон 5), што во основа значи дека промената на девизниот курс доведува до поголем извоз, но и до поголем увоз;
- ▶ Македонија има слаби институции и низок кредибилитет на политиките, што во услови на флексибилен девизен курс можат да доведат до преекспанзивна фискална политика, високи јавни долгови и повисока инфлација. Затоа со политиката на фиксен девизен курс се зголемува кредибилитетот во политиките, се обезбедува поголема фискална дисциплина и поголема склоност за спроведување на структурни реформи. Истовремено преку фиксниот девизен курс се воспоставува таргет кој е транспарентен и лесен за разбирање од страна на јавноста.



Од друга страна, потребата од напуштање на фиксниот девизен курс и негово заменување со пофлексибилен режим обично се оправдува со неколку аргументи. Така, основниот мотив за премин кон пофлексибилен девизен курс - потребата од неутрализирање на реалната апрецијација не е непосредно релевантен за Македонија.

Во продолжение, поголемата флексибилност на девизниот курс се оправдува како неизбежна потреба во контекст на либерализацијата на капиталните трансакции. Во однос на овој аргумент, благодарение на ограничената либерализација на капиталните текови, Народната банка не се соочува со големи тешкотии во одржувањето на девизниот курс во посакуваните рамки. Во иднина, во услови на целосна либерализација на капиталната сметка, централната банка ќе се соочи со овој предизвик. Но може да се претпостави дека либерализацијата би се случила во понапредна фаза од процесот на интеграција во ЕУ, кога ќе се зголеми кредибилитетот на монетарната политика и кога Народната банка би имала пристап до средства за одбрана на девизниот курс од евентуални спекулативни напади.

Исто така, претходно споменато, фиксниот девизен курс ја ограничува автономноста на монетарната политика и го ограничува просторот на делување на останатите макроекономски политики (особено го ограничува контацикличното дејствување на фискалната политика). Типичен пример за ова е состојбата од крајот на 2008 година, кога НБРМ изврши зголемување на нејзините каматни стапки и покрај тоа што економијата бележеше забавување поради глобалната економска криза. Причина за ова беше потребата од смирување на притисоците на девизниот пазар и одржување на курсот на денарот во однос на еврото на фиксно ниво. Всушност при секоја кризна состојба се јавуваат спекулации кај економските субјекти кои прават притисоци на девизниот пазар, кои НБРМ ги смирува со трошење на девизни резерви и/или зголемување на каматните стапки (1999, 2001, 2008, 2016).

Имајќи ги предвид горните аргументи, јасно е дека, во крајна линија, на прашањето за премин кон пофлексибилен режим на девизен курс треба да се изврши во контекст на cost-benefit анализа, која ќе ги покаже добивките и трошоците од таквиот чекор. Во овој момент, напуштањето на фиксниот девизен курс не е добра опција и поради турболенциите предизвикани од неекономски фактори. За евентуален премин кон пофлексибилен режим на девизен курс може единствено да се размислу-

ва по подолг период на релативно стабилни и нормални економски и политички движења во земјата. Сепак, важно е да се потенцира дека, независно од режимот на девизен курс, здравата фискална позиција и монетарната дисциплина се фундаментите на макроекономската стабилност. Во продолжение, пресудна улога во одбраната од шпекулативните напади и валутните кризи има строгата супервизија, која ќе гарантира здрав банкарски сектор. За мали и отворени економии режимот на девизен курс е од секундарно значење по фундаментите, макроекономските политики и структурните реформи. Тоа всушност значи дека за овие земји многу е позначајно да се зголемува интерната мобилност на пазарите на труд и капитал, и да се зголемува флексибилноста на платите и цените. Тоа треба да биде замена за неможноста од користењето на девизниот курс како инструмент за прилагодување.

## Алтернативни монетарни стратегии за Македонија

### *Валутен одбор*

Во поново време, одвреме-навреме се појавуваат мислења дека фиксниот девизен курс би требало да се замени со валутен одбор. Притоа, како основен аргумент се наведува тоа што валутниот одбор има поголем кредибилитет од фиксниот девизен курс. Во продолжение, по својата природа, валутниот одбор ја спречува можноста за експанзивна монетарна политика со инфлаторни последици.

Оттука, доколку валутниот одбор се разгледува како можна алтернатива на фиксниот девизен курс, неизбежно се поставува прашањето за потенцијалните придобивки и недостатоци. Од една страна, Македонија веќе подолго време има ниски стапки на инфлација, така што валутниот одбор не може да понуди ништо ново во тој поглед. Со други зборови, централната банка веќе покажа дека е способна да ја одржува инфлацијата на ниско ниво. Исто така, валутниот одбор не би можел да донесе некои големи придобивки во поглед на зголемување на кредибилитетот на монетарната политика. Единствена придобивка може да биде евентуалното намалување на бројните шпекулации за депресијација на девизниот курс на денарот, кои се често присутни во македонската економија (особено во услови на кризи) и кои предизвикуваат притисоци на девизниот пазар.

Од друга страна, друга страна, кога се зборува за валутниот одбор, треба да се има предвид дека тој не е ништо друго освен поостра варијанта на фиксен девизен курс, т.е. со неговото прифаќање нема да се отстрани ниту еден недостаток на постојната монетарна стратегија. Напротив, валутниот одбор уште повеќе ја ограничува можноста за независна монетарна политика, па според тоа, сите критики кои се упатени кон врзаните девизни курсеви уште повеќе важат за валутниот одбор.

### *Еднострана евроизација*

Кога се зборува за можните алтернативи на сегашната монетарна стратегија, една опција би била едностраното воведување на еврото, по примерот на Косово или Црна Гора. Многу економисти сметаат дека едностраното прифаќање на еврото пред членството на земјата во ЕМУ може да ја забрза економската конвергенција кон еврозоната. Систематизирано, потенцијалните користи од користењето на еврото како своја национална валута произлегуваат од: (1) поголема ценовна стабилност поради увезениот кредибилитет од ЕЦБ, (2) пониски каматни стапки поради елиминирањето на премијата за валутен ризик, (3) пониски трансакциски трошоци, и (4) помала изложеност на спекулативни напади.

Идентификувани се неколку трошоци за земјите кои ќе применат еднострана евроизација: (1) “шок”, во паричната маса поради недоволни резерви во евра, (2) губење на приходите од сењораж на централната банка, (3) отсуство на институција кредитор во крајна инстанца во услови на банкарска криза, и (4) неможност на користење на монетарната политика и политиката на девизен курс при појава на асиметрични шокови.

Без сомнение, еден од најважните фактори за одржување на фиксниот девизен курс е појавата на евроизација на македонската економија. Во тој поглед, Македонија спаѓа во земјите со висок степен на евроизација на страната на депозитите, бидејќи од 2002 година наваму, учеството на депозитите со валутна компонента постојано се движи над 40%, а во одредени периоди достигнувало и над 60%. Исто така, најголем дел од задолженоста на домашниот корпоративен сектор е со девизна компонента (околу 80%, доминантно во евра), што го прави ранлив на евентуална промена на курсот. Според сето ова, политиката на НБРМ за одржување стабилен курс на денарот во однос на еврото, всушност е од исклучително значење за одржувањето на перформансите на кор-

поративниот сектор и придонесува за стабилно ниво на задолженоста на корпоративниот сектор, а преку тоа и на одржување на неговата способност за намирување на долгот.

### *Премин кон таргетирање на инфлацијата*

Од почетокот на 1990-тите, вниманието на централните банкари и академските економисти се насочува кон една нова стратегија - таргетирање на инфлацијата која, во една или друга форма, се применува во повеќе земји. Привлечноста на оваа стратегија лежи во тоа што централната банка е јасно фокусирана кон стабилноста на цените, но во исто време, таа задржува одредена флексибилност во водењето на монетарната политика.

Таргетирањето на инфлацијата претставува специфична стратегија, чија примена бара исполнување на одредени предуслови (Masson et al. 1997): Основниот предуслов е централната банка да поседува целосна независност во остварувањето на таргетот, т.е. таа треба да има потполна слобода во употребата на сите инструменти за остварување на таргетот и да биде ослободена од сите политички притисоци за следење некои други цели, како: стабилизирање на девизниот курс, стимулирање на растот итн. Овој услов имплицира дека монетарната политика треба да биде ослободена од фискалната доминација и од конфликтот на целите, т.е. стабилноста на цените да претставува примарна цел на монетарната политика. Вториот предуслов за примена на таргетирањето на инфлацијата се однесува на техничката способност на централната банка да ја предвидува идната инфлација. Имено, оваа стратегија претпоставува знаење за трансмисиониот механизам на монетарната политика, посебно за временските задоцнувања во ефектите на монетарната политика, како и постоење квантитативен и/или друг модел за релативно прецизно предвидување на инфлацијата.

Во поглед предусловите за воведување на таргетирањето на инфлацијата, може да се каже дека Народната банка во основа ги исполнува, така што не постојат посериозни пречки за евентуално воведување на оваа стратегија, иако дејството на некои фактори би го отежнувале таргетирањето на инфлацијата. Така, Народната банка се одликува со оперативна независност, а стабилноста на цените е нејзина основна цел, иако, се разбира, во рамките на таргетирањето на инфлацијата не би постоела обврската за одржување фиксен девизен курс. Исто така,

централната банка има соодветен технички капацитет за таргетирање на инфлацијата: поседува модели за предвидување, ги следи инфлациските очекувања итн. Најпосле, Македонија може да се пофали со здрав банкарски систем, што претставува поволна институционална основа за таргетирање на инфлацијата. Впрочем, искуството на Албанија и Србија покажува дека преминот кон оваа стратегија на крајот се сведува на политичка волја, т.е. не може да се каже дека овие земји имале подобри услови за воведување на таргетирање на инфлацијата во споредба со Македонија.

Од друга страна, сериозен проблем во примената на таргетирањето на инфлацијата претставува неефикасноста на каматниот канал во трансмисиониот механизам на монетарната политика која е докажана во повеќе емпириски истражувања (Velickovski 2010, Bogoev and Petrevski 2012, Petrevski and Bogoev 2012, Jovanovic et al 2015). Во таа смисла, примената на оваа стратегија е проблематична во мали отворени економии во кои девизниот курс е најважниот канал во трансмисиониот механизам и во кои тој има најголемо влијание врз инфлациските очекувања. Исто така, како дополнителен проблем се јавува тоа што македонската економија е изложена на чести домашни и надворешни шокови кои ја дестабилизираат економијата и ја ослабуваат врската меѓу инструментите на монетарната политика и инфлацијата (Mishkin 2006).

При евентуален премин кон таргетирање на инфлацијата централната банка би таргетирала некоја ниска стапка на инфлација, што не би претставувало никаков проблем, зашто веќе подолго време Македонија одржува ниска инфлација, т.е. ваквиот премин би можел да се изврши веднаш, зашто воопшто не би барал приспособување на економијата кон инфлациониот таргет, особено ако се има предвид стабилноста на т.н „базична“ инфлација и поврзаноста на инфлацијата со инфлациските очекувања, што имплицира предвидливост на инфлацијата (Krstevska 2007). Во продолжение, таргетот за инфлацијата би бил одреден како интервал наместо како некој конкретен број (на пример, од 0% до 2%), што обезбедува определена флексибилност за монетарната политика.

Кога се зборува за инфлацискиот таргет, треба да се определи и временскиот хоризонт за кој би се однесуваал таргетот. Во таа смисла, познато е дека таргетирањето на инфлацијата воопшто не подразбира дека во секој поединечен месец или квартал тековната инфлација треба да биде еднаква со таргетот. Напротив, централните банки настојуваат

да ја одржуваат стабилноста на цените набљудувано на среден рок. Со оглед на тоа дека ефектите на монетарната политика врз инфлацијата доаѓаат со задоцнување од една до две години, во тие рамки се движи и хоризонтот на таргетирање на инфлацијата кој се применува во одделните земји. Ова решение би било сосема соодветно и за Македонија.

Важно прашање при воведувањето на оваа стратегија е: која стапка на инфлација би била предмет на таргетирање е стапката на инфлација? Проблемот произлегува оттаму што големо учество во индексот на цените имаат производи врз кои централната банка нема никакво влијание (нафтени деривати, електрична енергија, храна итн.). Оттука, доколку во мерката на инфлацијата се вклучат овие цени, стапката на инфлација често би го надминувала таргетот, со негативни последици врз угледот на централната банка. Поради тоа, подобро би било предмет на таргетирање да биде т.н. „базична“ инфлација (core inflation). Во тој поглед, треба да се истакне дека и во рамките на сегашната стратегија централната банка ја мери и ја следи базичната инфлација, која се одликува со многу повисоко ниво на стабилност (Давидовска-Стојанова et al. 2007, Krstevska 2007). Единствениот мал проблем со ова решение е тоа што базичната инфлација не е толку разбирлива за јавноста, особено имајќи предвид дека прехранбените производи имаат големо учество во индексот на цените. Тоа ја раѓа опасноста, кога централната банка ќе објави дека инфлацијата е во рамките на таргетот, широката јавност да не верува во тоа (во периодите на интензивен раст на цените на храната). Меѓутоа, овој проблем постои и при сегашната стратегија.

Најпосле, за да се обезбеди кредибилитет на монетарната политика и да се постигне координација со фискалната политика, во сите земји, таргетите за инфлацијата се одредуваат како заедничка одлука на централната банка и владата, со цел да се покаже дека сите носители на економската политика стојат зад поставените таргети.



## КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

Бесими, Фатмир (2004), „Улогата на стабилноста на девизниот курс во мала и отворена економија: Случајот на Република Македонија“, Народна банка на Република Македонија, Дирекција за истражување, Работен материјал бр. 10.

Богоев, Јане (2007), „Независност на централните банки - споредба помеѓу земјите од Југоисточна Европа“, Народна банка на Република Македонија, Дирекција за истражување, Работен материјал бр. 18.

Bogoev, Jane, Sultanija Bojceva-Terzijan, Balázs Égert, Magdalena Petrovska (2008), “Real Exchange Rate Dynamics in Macedonia: Old Wisdoms and New Insights”. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 2, pp. 1-19.

Bogoev Jane, Goran Petrevski (2012), “Interest Rate Pass-Through in a Small Open Economy with a Fixed Exchange Rate – The Case of Macedonia”, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 44, pp. 125-133.

Давидовска-Стојанова, Билјана, Ана Митреска и Снежана Шиповиќ (2007), „Мерењето на инфлацијата и инфлацијата од перспектива на монетарната политика“, Народна банка на Република Македонија.

Jovanovic, Branimir, Aneta Krstevska, and Neda Popovska-Kamnar (2015), “Can Monetary Policy Affect Economic Activity under Surplus Liquidity? Some Evidence from Macedonia”, National Bank of the Republic of Macedonia, Research Paper.

Krstevska, Aneta (2007), “Monetary policy strategy of the NBRM: experiences and options”, National Bank of the Republic of Macedonia, Research Department, Working Paper.

Masson, Paul R., Miguel A. Savastano, Sunil Sharma (1997), “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, IMF WP/97/130.

Mishkin, Frederic S. (2000), “What Should Central Banks Do?”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82(6), pp. 1-14.

Mishkin, F.S. (2006), "Monetary Policy Strategy: How Did We Get There?", NBER Working Paper 12515.

Петревски, Горан (2005), Монетарна политика – теорија и искуството на Македонија. Скопје: Здружение за социо-економски развој.

Петревски, Горан (2013), „Улогата на монетарната и фискалната политика во макроекономската стабилизација“, Политичка мисла, 42, стр. 47-58.

Petrevski, Goran, Jane Bogoev (2012), "Interest Rate Pass-Through in South East Europe: An empirical analysis", Economic Systems, 36(4), pp. 571-593.

Trpeski, Ljube, Bogoljub Jankoski, and Vesna Kondratenko (2013), World Economic Crisis and the Operational Efficiency of Central Banks: The Case of Macedonia. Saarbrücken: Lambert Academic Publishing.

Velickovski, Igor (2010), Potential Costs of Euro Adoption for Transition Countries: A Case Study for Macedonia. Frankfurt: VDM Publishing.





## ПРИЛОЗИ



### ТАБЕЛА БР. 1

Основни макроекономски показатели, 1992-1995

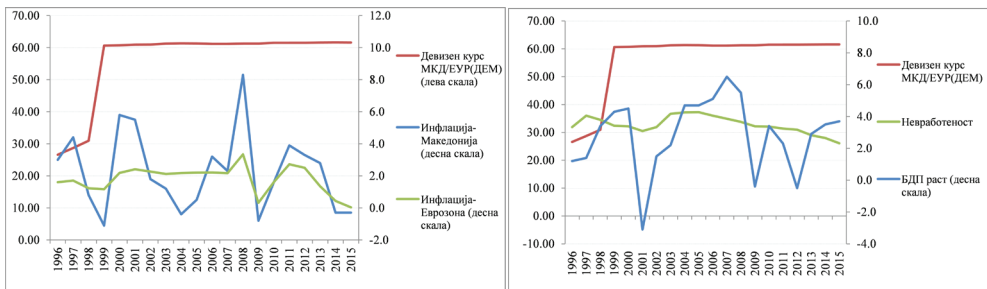
	1992	1993	1994	1995
Раст на БДП	-6.6	-7.5	-1.8	-1.1
Невработеност	26.2	27.7	30.0	35.6
Тековна сметка (% од БДП)	-3.9	0.6	-4.7	-4.8

Извор: Народна банка на Македонија.



### ГРАФИКОН 1

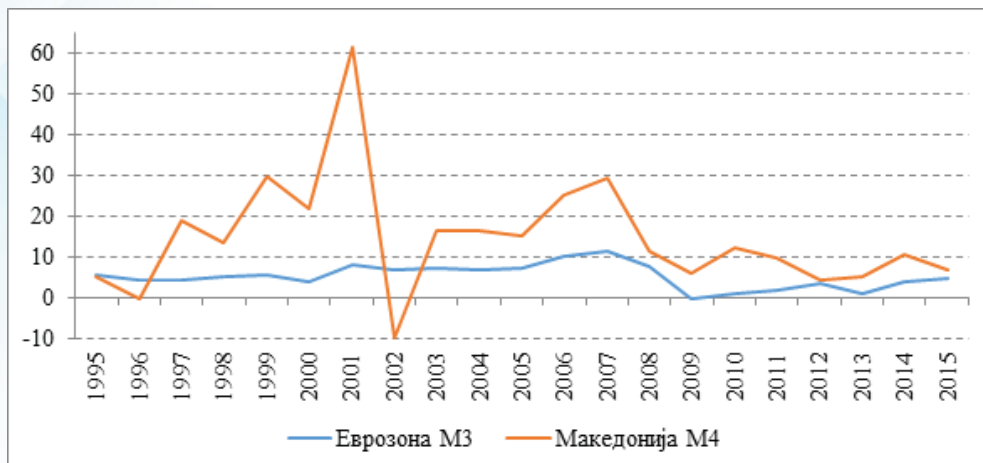
Девизниот курс, инфлацијата, економскиот раст и невработеноста



Извор: НБРМ, ДЗС, ЕУРОСТАТ, ММФ

**ГРАФИКОН 2**

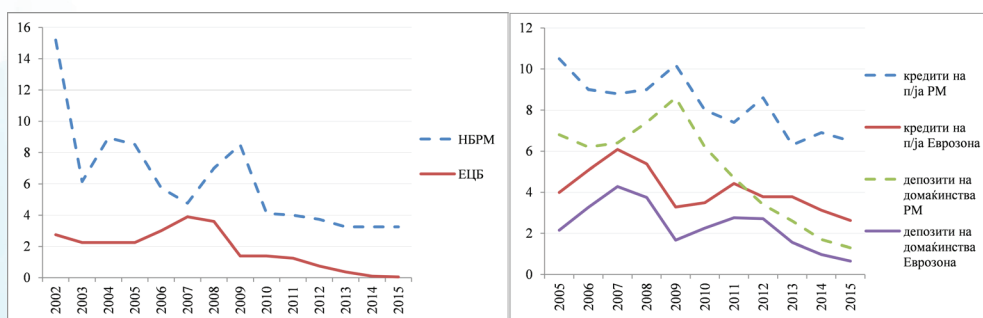
Стапки на раст на паричната маса во Р.Македонија и еврозоната (во %)



Извор: ЕЦБ, НБРМ

**ГРАФИКОН 3**

Каматни стапки на централни банки (лево) и на банките (десно)\*

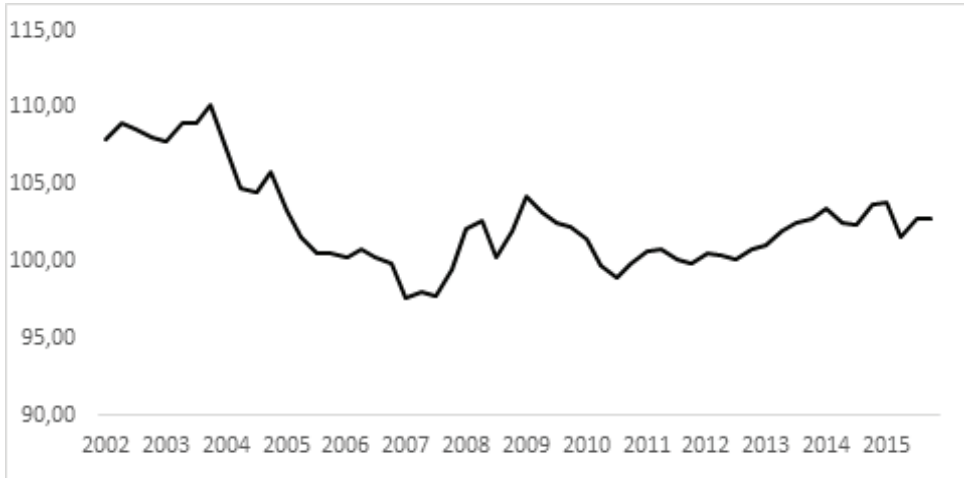


\* За НБРМ е земена каматната стапка на благајнички записи, а за ЕЦБ каматната стапка на операциите за главно рефинансирање. За банките земен се каматните стапки на долгорочните кредити на нефинансиски претпријатија и каматните стапки на краткорочни депозити на домаќинствата



### ГРАФИКОН 4

Реален ефективен девизен курс

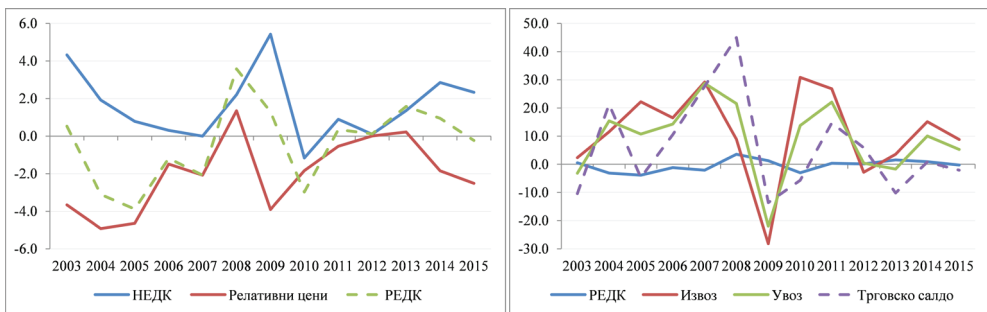


Извор: НБРМ



### ГРАФИКОН 5

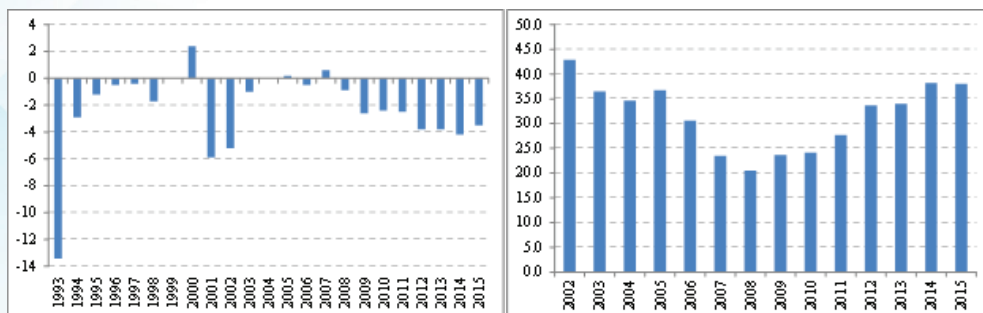
РЕДК, извоз и увоз на стоки (годишни промени, во %)



Извор: НБРМ, сопствени пресметки

**ГРАФИКОН 6**

Буџетско салдо и јавен долг (% од БДП)



Извор: НБРМ, сопствени пресметки

**ТАБЕЛА БР. 2**

Сооднос помеѓу монетарната база и девизните резерви (во мил. денари)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Монетарна база (1)	22345	22683	28374	34018	41468	48035	51892	53917	58879	61310	58934	74223	73364
Девизни резерви (2)	43801	43975	68834	86688	93263	91593	97879	105459	127299	134954	122729	150137	139349
Сооднос (1)/(2)	0.51	0.52	0.41	0.39	0.44	0.52	0.53	0.51	0.46	0.45	0.48	0.49	0.53

Извор: НБРМ, сопствени пресметки

**ТАБЕЛА БР. 2**

Сооднос парична маса и девизни резерви

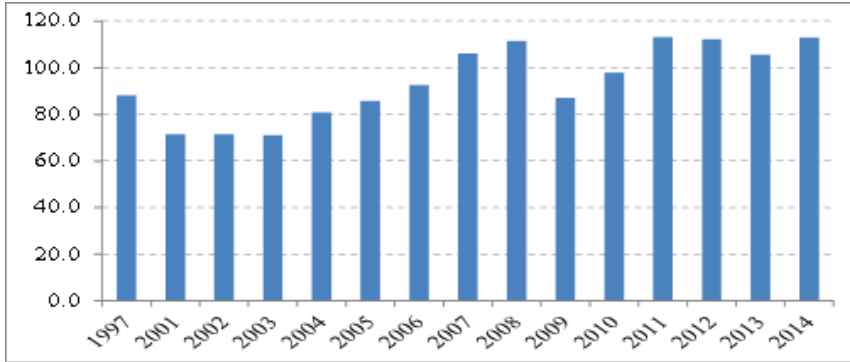
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Парична маса М4-денарски дел (1)	46642	51981	57616	75454	107527	111693	106749	123776	141559	155169	168626	194371	208353
Девизни резерви (2)	43801	43975	68834	86688	93263	91593	97879	105459	127299	134954	122729	150137	139349
Сооднос (2)/(1)	0.94	0.85	1.19	1.15	0.87	0.82	0.92	0.85	0.90	0.87	0.73	0.77	0.67



### ГРАФИКОН 6

Степен на отвореност

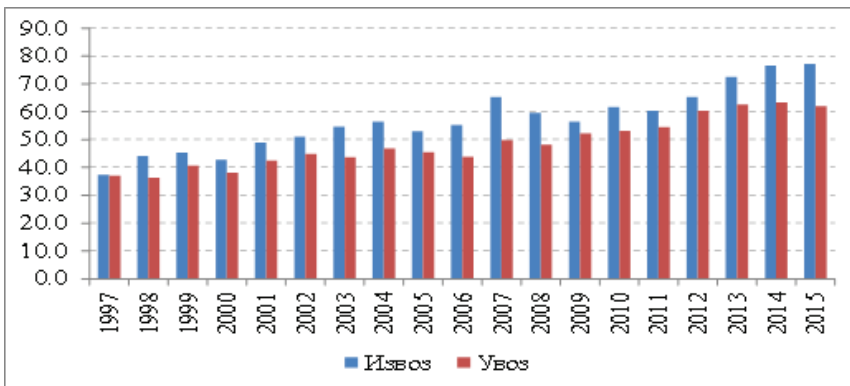
(извоз и увоз на стоки и услуги како % од БДП)



### ГРАФИКОН 8

Учество на извозот и увозот на

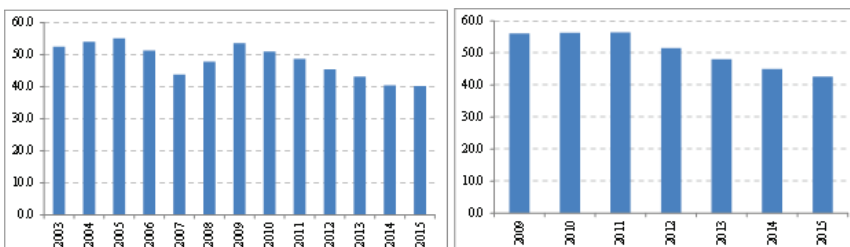
стоки кон/од ЕУ ( % од вкупниот извоз/увоз)



### ГРАФИКОН 9

Учество на девизните депозити (лево) и на девизните кредити

(десно) во вкупните депозити/кредити во банкарскиот сектор



**Фондација Фридрих Еберт  
канцеларија Скопје**

**[www.fes.org.mk](http://www.fes.org.mk)**