

**НАРОДНА БАНКА НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА**

**ЕКОНОМСКИ  
ИСТРАЖУВАЊА**

**II/2002**

## НАРОДНА БАНКА НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

### **"Економски истражувања", Број 3; II/2002**

Публикацијата презентира економски истражувања на различни теми од областа на економијата.

*Погледите изнесени во овие истражувања се на авторите на текстовите и не секогаш ги искажуваат погледите и ставовите на Народна банка на Република Македонија.*

Уредувачки одбор:

**м-р Анета Наумовска, одговорен уредник**  
**Јанче Лековски**  
**Емилија Нацевска**  
**Весна Кондратенко**  
**м-р Сениша Велковски**

Оваа публикација се објавува квартално.

Коментарите и сугестиите можат да се испратат на следната адреса:

Уредувачки одбор  
Народна банка на Република Македонија  
Комплекс банки б.б.  
1000 Скопје  
Република Македонија  
Тел. (02) 108 108  
Телфакс (02) 108 342; Телекс 51415 Narbam MB

Електронската верзија на "Економски истражувања" е достапна на следнава интернет адреса:  
[www.nbrm.gov.mk](http://www.nbrm.gov.mk)

Копирање и умножување на овој материјал не е дозволено.

За користење на податоците од оваа публикација е потребно да се цитира изворот.

## ***Во овој број:***

### **1. Валутен одбор - Проф. Д-р Ристо Гогоски.....(стр. 3)**

Валутниот одбор, како алтернативен пристап во водењето на монетарната политика, во последнава деценија стана особено актуелен со неговото прифаќање од страна на неколку земји во транзиција. Иако современиот валутен одбор има одредени модификации во однос на класичната форма, сепак останува основната карактеристика за покриеност на паричната маса со девизните резерви. Во овој труд детално се разработени формата, организацијата и карактеристиките на валутниот одбор, дополнети со компаративна анализа за земјите кои ја прифатиле оваа опција.

### **2. Оперативни таргети на монетарната политика (со осврт на Република Македонија) - Ана Врбоска.....(стр. 19)**

Овој труд е посветен на оперативната рамка на монетарната политика, како сет на таргети и инструменти значајни за практичното спроведување на монетарната политика. Притоа, дадена е анализа за изборот на примарните пари, односно краткорочните каматни стапки како оперативен таргет на монетарната политика, како и соодветна анализа за оперативната рамка на монетарната политика во македонската економија.

### **3. Македонската економија во десетгодишниот период на монетарна самостојност - м-р Анета Наумовска, Билјана Давидовска, Ѓорги Гоцков.....(стр. 40)**

На 26 април 2002 година беше одбележана десетгодишнината од монетарното осамостојување на Република Македонија. Јубилеите се секогаш повод за осврт кон минатото и резимирање на остварувањата. Во овој контекст, авторите на трудот прават анализа на макроекономските остварувања во македонската економија во изминатиот десетгодишен период.

## **Валутен одбор**

### **1. Пристап при формирање на валутен одбор**

Валутниот одбор (Currency board arrangement - CBA) кај определена земја се усвојува како средство за постигнување на финансиска дисциплина и стабилизација на стопанството. Долго време на емпирија поминало во докажување на способоста на ваквиот систем за враќање на довербата во финансиските пазари како и да се одолее на доцнежните притисоци на финансиските пазари.

Со распаѓањето на социјалистичкиот блок, валутниот одбор се актуелизира како сериозна опција за земјите во транзиција и земјите во развој. Така, со намера да се решаваат изразените проблеми на макроекономска нестабилност во амбиент на нестабилен политички и економски систем, покрај во Аргентина како специфичен случај (во 1991г.)<sup>1</sup> валутниот одбор беше воведен и во Естонија (1992г.), Литванија (1994г.), Бугарија (1997г.) и Босна и Херцеговина (1997г.), а во Хонг Конг постои од 1983 година и е исто така специфичен случај.

Скоро без исклучок, денес улогата на монетарна власт, како организација која врши емисија на пари, ја има централната банка. Стандардната централна банка денес, има голема дискрециона моќ, односно, таа не е ограничена со никакви теоретски (а по правило и нормативни) правила во одредувањето и спроведувањето на нејзината задача и цел, а кои во основа се однесуваат на девизниот курс и монетарната стабилност (инфлацијата). Ова е можно затоа што централната банка е во потполност издвоена од државата (министерството за финансии), пред се во доменот на правото на монопол за емисија на пари.

Но, постојат и други монетарни системи како што е на пример валутниот одбор, кој иако историски не е нов, повторно е актуелен во 1990-тите години. Денес, впрочем, меѓу економистите и носителите на економската политика мислењата за предностите и недостатоците на концептот за валутен одбор се поделени, односно неединствени.

Република Македонија во 2001 година влезе во воена криза која многу негативно се одрази на економскиот систем и макроекономската стабилност, пред се преку фискалните трошоци за одбрана. Нестабилноста е веќе специфицирана и издвоена како проблем за целиот простор на т.н. Западен Балкан. Ако класичната цел на валутниот одбор е редуцирање и контрола на инфлацијата и стабилност на девизниот курс, во случајот на Република Македонија овие цели се постигнати и со концептот на централна банка, иако во нестабилни политички услови.

---

<sup>1</sup> Приказот на валутните одбори е направен според сосотојбата во 2001 година. Режимот на валутен одбор во Аргентина заврши во јануари 2002 година во рамките на сериозната економска и политичка криза. Сепак, Аргентина беше извор на големо искуство за академските кругови и има голема вредност во емпиријата за практичните аспекти на современите валутни одбори.

## 2. Што е тоа валутен одбор

Валутен одбор (ВО), во неговото класично (the classic blueprint) издание, е монетарна власт која врши емисија на пари кои се конвертибилни во странска валута како "сидро" по фиксен курс. Валутниот одбор се воспоставува како замена на централната банка, иако може да постои и паралелно со централната банка, што во праксата многу малку се практикувало, се до појавата на современите валутни одбори кои во академските кругови и кај креаторите на политиките се именуваат со различни имиња ("currency board-like", "quasi currency board", "non-orthodox currency board").

ВО преставува обврска без ограничување да се емитира одредена количина пари според откупот на валути (девизи) по фиксен курс. Монетарната база може да се зголемува само преку размена на националната валута за странска валута. Вистинскиот валутен одбор нема можност за одлучување за монетарната политика, односно пазарните сили ја одредуваат паричната маса.

За успешно воведување на валутниот одбор, според класичниот пристап, потребни се определени предуслови:

- забрана на централната банка да ја кредитира државата, односно силна фискална дисциплина.
- банкарскиот систем треба да биде јак и да може да функционира без тековните кредити (пласмани од било каков вид) од централната банка, со оглед на тоа што има ограничени извори за функцијата на кредитор во крајна нужда.
- обврската за врзување на девизниот курс треба да биде долгорочна.

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

Ортодоксниот валутен одбор, има неколку главни карактеристики:

- *Валута како сидро*. Тоа е валута која е стабилна и меѓународно прифатлива.
- *Конвертибилност*. Валутниот одбор одржува полна, неограничена конвертибилност на националните пари и валутата сидро по фиксен девизен курс. Конвертибилноста на банкарските депозити не е обврска на одборот туку на комерцијалните банки.
- *Резерви*. Резервите на валутниот одбор се толкави да обезбеди сите кои поседуваат книжни и метални пари да можат да ги конвертираат во резервната валута (сидро).<sup>2</sup>
- *Профит (seignorage)*. Употребата на валутата која ја емитира валутниот одбор донесува профит, кој во крајна линија се насочува во државниот буџет.
- *Монетарна полица*. Валутниот одбор по дефиниција нема дискрециона моќ. Неговите операции се потполно пасивни и автоматски. Единствена функција му е да врши размена на книжните и металните пари за валутата сидро по фиксен девизен курс. Владата ги финансира своите трошоци само со даноци и со позајмување (задолжување во странство), а во никој случај преку примарна емисија. Паричната маса во валутниот одбор приближно функционира како кај

---

<sup>2</sup> Според билансот на валутниот одбор, износот на емитирани банкноти не може да ги надмине девизните резерви. Од друга страна, износот на девизни резерви кои ги поседува валутниот одбор е во директна корелација со платниот биланс на земјата. Имено, според равенката на платниот биланс, кога земјата има платнобилансен суфицит валутниот одбор стекнува девизни резерви. И покрај вообичаеното мислење, суфицитот на тековниот биланс не е неопходен за земјата со валутен одбор за да се зголеми паричната маса. Земјите во развој (а и транзиција), кои често се потпираат на странски капитал може да имаат дефицит во тековниот биланс и истовремено поголем суфицит во капиталниот биланс, при што има нето ефект на суфицит, и следствено зголемување на паричната маса.

златниот и златно-девизниот стандард каде централната банка не врши стерилизација на резервите во валутата сидро. Со оглед на фактот дека улогата на ВО е точно одредена, тој може да биде повеќе изолиран од државата (владата) отколку што е случај со централната банка. Ќе заклучиме со констатацијата, која е битна особено кај делот на монетарна политика, дека теоријата на валутниот одбор касни зад праксата на користење на валутниот одбор, што само ги зголемува дилемите за неговата примена, односно е причина за академско и политичко прифаќање на современите (modern-day currency boards) валутни одбори со изменета дефиниција и ревидирани "правила на игра".

- *Каматниите стапки и инфлацијата.* Вистинскиот валутен одбор не се обидува да влијае на каматните стапки преку донесување на базична (есконтна) стапка, како што тоа го прави централната банка. Фиксниот девизен курс ќе ја поттикнува арбитражата која ќе води до приближување со каматните стапки на земјата од валутата сидро.
- *Врски со банките.* Валутниот одбор не ја има функцијата на кредитор во крајна нужда и затоа не ги спасува деловните банки при ликвидносни проблеми.<sup>3</sup>

Постојат определени ситуации, кои иако се декларираат како валутен одбор, тие не се тоа. Правиот систем на валутен одбор е оној кој има режим на фиксен, а не на врзан девизен курс. Или со други зборови, постојат елементи на режим на девизен курс и стандардизирање на процедурата на монетарната политика кои централната банка ги применува во функција на стабилност на националната валута, кои се вклопуваат во стручното применување на "дискреционата моќ", а не нејзина политичка или волунтерска злоупотреба.

На крај, кој би бил заклучокот за опортуноста од примената на валутниот одбор (во неговата ревидирана, осовремена дефиниција)? За валутен одбор треба да се размислува кај секоја земја кај која што националната валута не функционира добро (стабилно) на долг рок, како што е случај со валутите кои се предмет на меѓународно тргување (главните светски конвертабилни валути). Само 50% од централните банки во земји кои се развиени и само 5% од централните банки во земјите во развој, емитуваат национални валути кои релативно добро функционираат на долг рок (10 години) како кај валутите кои се предмет на меѓународно тргување (долар, јен, германска марка т.е. евро).<sup>4</sup> Во поголем број на земји, воведувањето на валутниот одбор би значело подобрување на "квалитетот" на националната валута. На овој факт му се додава елементот на мали отворени економии за меѓународна трговија.

### **3. Форма, организација, операции и правни основи на современиот валутен одбор (non-orthodox currency board)**

#### *3.1. Општите економски и политички влијанија за појавата на современиот валутен одбор*

Валутниот одбор или "независните валутни авторитети" се сметаат како централни банки за извршување само на една од функциите на централната банка, во делот на емисија на национални пари, но кои се целосно покриени со резерви во странска валута. Сепак, постоењето на современите валутни одбори, покажува дека

<sup>3</sup> За елиминирање на проблемот на системска криза, некои од земјите со современ валутен одбор истовремено дозволуваат постоење на независен монетарен оддел кој ќе го регулира работењето на комерцијалните банки, односно ќе ја игра улогата на последен позајмувач (примерот на Естонија). Интересно е дека ваков организационен модел имаше во "Bank of England" уште во 1844 година што наведува на фактот дека моделот на валутен одбор бил токму таму за прв пат и применет.

<sup>4</sup> Р. Ковачевиќ, "Меѓународне финансије", Институт за спољну трговину - Београд, Београд, 1998г., стр.201

истите се различни од класичните, односно дека со изменетата дефиниција се менуваат и "правилата на игра". Разгледувањето на современите валутни одбори, кои се различни од класичниот облик и кај коишто постои дилема дали може да се прифатат како облик на делување на централна банка, или пак само како монетарна стратегија, ќе го направиме преку три аспекти: организација и дизајнирање, операции и правните основи.

После напуштањето во 1960-тите години на 20 век, валутните одбори се вратија во 90-тите години како алтернатива, а често и како контроверзна политичка опција за новите пазарни економии. Дискусиите за втората генерација на валутни одбори типично се на ниво од идеологијата на политиката, макроекономските консеквенци и оптималноста на изборот на режимот. Заклучоците во ваквите дискусии се предмет на спорење и може да бидат со недостаток за целосно неразбирање на институцијата валутен одбор на многу посуштинско ниво. Концепциското прифаќање на валутниот одбор преку класичното објаснување за постоење на 100% покриеност со резерви и конверзијата на домашната валута во резервната валута, но без позајмување на деловните банки и без дискрециона моќ за водење на монетарна политика, не се поклопува со нетрадиционалните карактеристики на современите валутни одбори. Токму разликата меѓу класичната дефиниција за валутниот одбор и праксата на современите валутни одбори, создаваат расправи за тоа дали денес имаме вистински валутен одбор или нешто друго. Во литературата се воведени и термините: слично како валутен одбор (currency board-like), квази валутен одбор, изменет валутен одбор, не класичен валутен одбор (non-orthodox currency board). Ако се прифати ставот дека валутниот одбор е институционално базиран пристап за постигнување и зачувување на монетарна стабилност, девијациите од сличната класична шема, навистина може да биде потенцијална причина за интерес.

Се смета дека интелектуалните и политичките дискусии за валутниот одбор би биле попродуктивни ако прво се постигне согласност дека е потребно промена на дефиницијата за институцијата валутен одбор. Постојат неколку фундаментални причина заради кои современите валутни одбори не може да се заменат термински со нивните историски копии. Прво, функцијата на валутниот одбор се раширува. Поранешните валутни одбори просто беа механизам за трансформација на валутата на метрополата во форма која ќе биде локално употреблива, практична солуција за прилично присутниот проблем за издавање на пари, типичен за колониите. Но, во денешниот постколонијален контекст, постои алтернативен пристап за водење на монетарната политика. Второ, политичкиот и економскиот амбиент се измени. Економиите во кои постои современиот валутен одбор се независни, суверени ентитети, а не колонии.<sup>5</sup> Тие не можат да најдат засолниште кај валутата на метрополата и очекуваат да преземат одговорности за нивните монетарни прашања. Уште повеќе, со проширувањето на значењето на банкарскиот сектор и изложеноста на меѓународни капитални текови, економиите со современ валутен одбор ќе мора да се соочуваат со прашања кои не егзистирале, ниту се релативно слични како во историскиот контекст. Добивајќи пошироки одговорности и многу посложено окружување во 21 век, валутниот одбор не ќе може да одговори ефикасно на обврските механички применувајќи ги активностите од 19 век.

Спомнавме дека академските дискусии за валутниот одбор повторно започнаа во 1990-тите години. За прикажување на карактеристиките на современите валутни одбори, ќе започнеме со главните карактеристики на класичната шема на валутниот

---

<sup>5</sup> Хонг Конг е исклучок. Тој сеуште не е политички независен. Но сепак, тој долго се препознава како економски и финансиски суверен ентитет.

одбор. Williamson<sup>6</sup> ги илустрира карактеристиките на валутниот одбор со споредување на стилизираниот биланс на состојба на типичниот валутен одбор, со истиот од типичната централна банка. На страната на пасивата, централната банка емитува домашни пари (книжни банкноти и ковани монети), и зема депозити од домашниот банкарски систем (вообичаено за задолжителна резерва). Валутниот одбор исто така емитува банкноти и монети, но не зема резерви во депозити од банкарскиот сектор, бидејќи не е одговорен за управување на меѓубанкарските пресметки (плаќања), и токму оваа карактеристика се користи за дефинирање на "чистиот" валутен одбор. На страната на активата, типичната централна банка ги држи и двете, странските резерви и домашниот актива (на пример, хартиите од вредност на владата). Таа може да врши девизни интервенции и други операции на отворениот пазар, да ги проширува домашните кредити и да делува како кредитор во крајна нужда. Спротивно, валутниот одбор, само држи странски резерви како покрите на нејзините конвертибилни монетарни обврски (примарни пари).

#### Валутен одбор

А К Т И В А	П А С И В А
Ликвидни странски резерви	Банкноти и монети (банкарски депозити) <sup>7</sup> Нето вредност

#### Централна банка

А К Т И В А	П А С И В А
Ликвидни странски средства Домашна парична актива пример: државен долг	Банкноти и монети Банкарски депозити Нето вредност

Во стварност, во контраст со централната банка со дискрециона моќ, валутниот одбор се појавува како "машина за менување на пари" врз основа на правила. Валутниот одбор не изведува активни девизни интервенции, не ги стерилизира тековите на резерви, односно состојбата на конвертибилната монетарна база е секогаш целосно покриена со девизни резерви. Имплицитно, текот на конвертибилната парична база е врзана еден спрема еден со текот на девизните резерви.

Постојат две интерпретации за "правилата на игра" на валутниот одбор: 1) валутниот одбор би требало да ги извршува и правилото за состојба "stock rule" и правилото на тек "flow rule", цело време; 2) валутниот одбор треба да го извршува правилото на состојби цело време. Првата интерпретација гарантира конвертибилност и не остава апсолутно никаков простор за "дискреционо" делување. Втората интерпретација гарантира конвертибилност но дозволува одредена флексибилност, проширување кое зависи од сумата на надминување на странските резерви.<sup>8</sup> Класичниот, или ортодоксниот валутен одбор типично го опфаќа првиот пристап. Во објаснувањето на карактеристиките на современите валутни одбори ќе го користиме искуството од делувањето на шестте активни валутни одбори.<sup>9</sup>

<sup>6</sup> J. Williamson, "What role for currency boards?", Institut for International Economics, Washington, D.C. 1995.

<sup>7</sup> Ставени се во заграда, затоа што варијации на истите се сретнуваат кај модерните валутни одбори, кои се наведени во делот за Сметката - Билансот на состојба кај современите валутни одбори.

<sup>8</sup> Емпириските истражувања покажуваат дека кај земјите со валутен одбор од резервите кои преставуваат основа за емитување на банкноти, 30 - 50% од резервите се држат во вид на ликвидни резерви (високо квалитетни ликвидни хартии од вредност), додека 50-70% од резервите се во вид на инвестициони резерви (високо приносни хартии од вредност). Покрај 100% девизно покрите, валутните одбори држат и дополнителен износ на девизи во висина од 5-10% од емитуваните банкноти. Според Schuler (1992).

<sup>9</sup> Corrinne Ho, "A Survey of the Institutional and Operational aspects of modern-day currency boards", BIS Working Papers No: 110



### 3.2. Орѓанизаџија и моделирање на современиот валутиен одбор

Иако валутниот одбор е концептуализиран како автоматска "машина за менување на пари", или како "нецентрална банка", сепак современата пракса на валутни одбори по 1990 година покажува дека може да биде и поинаку. Во овој дел го компарираме организирањето и дизајнирањето на современите валутни одбори со класичната шема, со посебен осврт на улогата на централната банка (монетарните авторитети) и структурата на нејзиниот биланс.

**А) Улогата на централната банка.** Во 1990-тите години, академските и стручните кругови, раководени од историските познавања за валутниот одбор, беа прилично изненадени кога видоа дека воведувањето (прифаќањето) на монетарен механизам сличен на валутниот одбор, на пример во Аргентина, или Естонија, не беше пропратено со отстранување на централната банка. Заради ограниченото искуство со валутните одбори пред 1960-тите лесно е да се разбере зошто беше доминантна претпоставката дека централната банка не треба да егзистира заедно со валутниот одбор. Во раниот период на 20 век, валутните одбори не беа нарекувани централни банки, а кога беа отстранети тие беа заменети со централни банки. Сеуште историјата може да не заведе заради неколку причини:

Прво, ако е вистина дека бившите колонии ги напуштаа нивните валутни одбори во заштита на централните банки како дел од процесот на достигнување на политичка независност, репризата на валутните одбори во 1990-тите не е движење во спротивна страна од тој процес. Со исклучок на Хонг Конг, кој како колонија отпочна со валутниот одбор, сите останати кандидати за валутен одбор беа во континуитет независни нации. Значи, погрешна е претпоставката дека прифаќањето на валутниот одбор води во неодржување на националната централна банка.

Второ, алтернативите за монетарната политика не беа споредливи. Во историскиот случај, алтернативата за прифаќање на валутен одбор беше да не се основа централна банка, туку употребување на некои други форми за парична емисија и циркулација (прифаќање на паричната единица на метрополата; користењето на сребрени монети емитувани од најважните трговски партнери, или потпирање на приватно емитувани банкноти). Во современ контекст, спротивно, валутниот одбор се прифаќа како алтернативен начин за управување со монетарната политика, или алтернативен режим на девизен курс (во историска смисла, изборот на девизниот курс не беше важно прашање заради златниот стандард, а подоцна заради Бретонвудскиот систем).

Уште повеќе, улогата на централната банка понекогаш во дискусиите се преупростува. Иако креирањето на монетарна политика е најзабележливиот аспект на одговорностите, предмет на спорење е основата на централните банки да се гради преку нејзината улога на "банка на банките".

Табела 1

## Современи валутни одбори: основни информации

	Хонг Конг	Аргентина	Естонија	Литванија	Бугарија	Босна и Хецегив.
Воведување	1983	1991	1992	1994	1997	1997
Политички статус на воведување	Британска колонија	Независна	Понова независност	Понова независност	Независна	Понова независна
Сегашен статус	Специјална административна зона, Кина	Независна	Независна	Независна	Независна	Независна
Претходен режим на девизен курс	Флукутира	Флукутира	Област на рублја	флукутира	флукутира	мешано
Причина за воведување	Враќање на доверба	Макро стабилизација	Макро стабилизација	Макро стабилизација	Макро стабилизација	Повоена реконструкција
Одговорни авторитети	Девизен фонд (1)	Централна банка на Аргентина	Естонска банка	Банка на Литванија	Бугарска национална банка	Централна банка на БиХ
година на основање/не зависност	1935	1935	1919/1990	1922/1990	189/1991	1997

Извор: BIS Working Paper, No:110, (1) Девизниот фонд станува дел од Монетарната власт на Хонг Конг (Hong Kong Monetary Authority -HKMA) во 1993г.

**Б) Сметката (извештајот) на валутниот одбор.** Со адаптираната улога на централната банка, лесно е да се забележи дека билансот на состојба на одговорните авторитети кај современите валутни одбори е сличен, во различни големини, со тој на конвенционалната централна банка. Како додаток, на блиските ставки (банкноти и монети, странски резерви) постојат и ставки кои не се експлицитно вклучени во класичното претставување на валутниот борд, па дури и се забранети. На пример, може да се сретнат кај извештаите на пооделни современи валутни одбори: салда на сметките на банките и на владата, различни обврски по странски валути (депозити, долгови, ставки кои се во однос на ММФ и сл.), хартии на централната банка, па дури и актива во домашна парична единица: заеми, берзански хартии од вредност и сл. Некои од овие неklasични ставки се во тесна врска со претходниот валутен режим (пред воведувањето на одборот), а некои беа воведени со, или после започнувањето на валутните одбори како валутни режими.

Бидејќи валутниот одбор типично се гледа како механизам за имплементација на монетарното правило во модерен контекст, не е важно само како изгледа билансот на состојба туку неговата содржина треба да го рефлектира и функционирањето на механизмот. Правилото за покривање на стоките останува и понатаму главна карактеристика на современите валутни одбори. Во табелата бр. 2 е извршено компарирање на правилата за покривање кај современите валутни одбори. Деталите може да се разликуваат, но важно е дека монетарните обврски мора целосно да се покриени со странски резерви. Исклучок е само Хонг Конг каде што пишаните правила бараат единствено покривање на сертификатите на задолженоста (Cls) кои се легално покритие за банкнотите на Хонг коншкиот долар.

Одговорните авторитети исто така ќе мора да направат напори да овозможат алтернативно прикажување на нивната сметка која се публикува, за подобро да се демонстрира посматрањето на правилото за покривање. Практиката на авторитетите припаѓа на две категории: Хонг Конг, Аргентина и Бугарија публикуваат посебни сметки со што ги потенцираат компонентите кои се директно важни за правилото на покривање, додека другите земји ја прикажуваат сметката на централната банка како сметка на валутниот одбор.

Табела 2

## Главни карактеристики на правилата на покривање

	Хонг Конг	Аргентина	Естонија	Литванија	Бугарија	Босна и Херцеговина
Извор на податоци	Декрет за девизниот фонд	Закон за конвертибилноста (чл. 4)	Закон за сигурноста на Естонската круна	Закон за кредибилите тот на литасот	Закон за централната банка на Бугарија (чл. 28)	Законот за централна банка на БиХ (чл. 31)
Покривање на активата	Резервен фонд	Слободно достапни резерви (домашни и странски валути, злато или сребро)	Злато или конвертибилни резерви	Злато или конвертибилни резерви во конвертибилни валути	Резерви во конвертибилни валути	Нето резерви (вкупена девизна актива без обврските од нерезидент)
Пасива која треба да се покрие	сертификати за задолженост (Cls)	Монетарна база	Круни во циркулација	Литаси во циркулација	Агрегатни монетарни обврски	Агрегатни монетарни обврски

Извор: BIS Working Paper, No. 110

**В) Заклучоци.** Постои значајно шаренило помеѓу земјите во организацијата и дизајнот на современите валутни одбори, детерминирани од различните околности во кои тие валутни одбори беа установени и еволуирани. Сепак овие различности нема да бидат претерани кога ќе се поврзат во слични правила на покривање. Критицизмот против присуството на нетрадиционални ставки во билансот на сосотојба на валутниот одбор ќе станат ирелевантни бидејќи конечно важно за изведливоста на конвертибилноста е тоа да ликвидната вредност од активата за покривање не смее да биде помала од номиналната вредност на пасивата која валутниот одбор ја презема на себе за конвертирање по официјален паритет. Оперативно, многу покомплексната структура на билансот на состојба имплицира дека современиот валутен одбор може и презема пошироки одговорности отколку да биде само “машина за замена на пари”. Прудентното и ефикасно раководење на девизните резерви станува поважно од било кога, особено за отстранување на неповолностите од флукуацијата во проценката на активата, а исто така и заради потребата да се генерира и доход од камати и емисиона добивка (*seigniorage*).

Уште повеќе, со даденото засолниште во рамките на централната банка, современиот валутен одбор презема, во различен опсег, и задачи од управувањето со меѓубанкарските пресметки. Бидејќи повеќе валутни одбори ги надминаа резервите, им се отвора потенцијален простор за дејствување надвор од димензијата само за конверзија, јасно без компромис за изведливоста на конвертибилноста.

### 3.3. Операции на валутниот одбор

Во класичниот приод, единствена работа што валутниот одбор ја прави (или може да ја прави) е замената на домашната валута за резервната валута, и обратно, според побарувачката, по прифатена конверзиона стапка. Во современата пракса, валутниот одбор може и прави операции во други димензии кои често помалку добро се разбрани. Всушност, еквивалентната конверзија може да е ограничена со повеќе заплеткани детали отколку што тоа го сугерира класичната дескрипција. Ќе ги разгледаме главните сличности и разлики во операциите на земјите со современи валутни одбори, односно: конверзијата, управувањето со ликвидноста и кредитирањето во крајна нужда.

**А) Конверзија.** Валутниот одбор има обврска да ја одржува конвертибилноста, т.е. да ја одржува понудата за емисија или откупување на обврските (пасивата) во домашна валута по пропишан паритет во однос на резервната валута. Механизмот воден од побарувачката (demand-driven mechanism) продолжува да биде основа и на современите валутни одбори, но постојат и неколку варијации во деталите, што е сумирано во табелата бр. 3. Како што се претпоставуваше, сите модерни валутни одбори имаат чисто дефинирана обврска да ги откупуваат нивните монетарни обврски, кои не вклучуваат само банкноти и монети туку и тековните салда, главно тие кои ги држат банките. Ваквото проширување на конвертибилноста е природна и важна во модерните валутни одбори, бидејќи меѓубанкарските активности и неготовинските средства за плаќање имаат многу посуштинска улога отколку во историскиот контекст. Спротивно, праксата што се однесува на емисијата на примарните пари, покажува варијации меѓу пооделните земји. Не сите валутни одбори се обврзуваат да ја откупуваат валутата која се користи како сидро по официјален паритет. На пример, во Аргентина, законот изјавува дека централната банка може да купува девизи по пазарни цени, додека во Естонија примарните пари може да бидат емитувани "целосно обезбедени" со странски резерви, но не експлицитно "по официјална стапка".

Интересно е прашањето меѓу стапката на конверзија и девизниот курс. Валутниот одбор не значи автоматски имплицитно и пазарна (market-traded) домашна валута. Сепак, ако се тргува во домашната валута, пазарниот девизен курс ќе биде врзан за официјалниот курс на конверзија преку однесувањето на пазарните учесници. Директниот пристап до конверзионите трансакции со валутен одбор во праксата типично е лимитиран за резидентните банки. Тоа значи дека, во отсуство на додатни аранжмани, официјалната конверзиона стапка не ќе се применува за меѓубанкарските и трансакциите на мало. На ваков начин, пазарниот девизен курс на домашната валута наспроти валутата сидро продолжува да биде детерминирана од пазарните сили и може потенцијално да флукуира. Девијациите на меѓубанкарската стапка од официјалната стапка би можело да биде ослабнато, ако одржувањето на понудата на валутниот одбор за купување/продажба на банкарски резерви се врзе за адекватна конкурентност и арбитража преку пазарните учесници. Практично, ефикасната компетитивност во Босна и Херцеговина е можност за свесно насочување со раширувањето на официјалната стапка кон банкарските трансакции на мало со закон, во Бугарија тоа е направено со дозволување на небанкарскиот јавен сектор да пристапува кон валутниот одбор за трансакции во готовина, додека во Аргентина на девизните бироа им е достапен официјалниот паритет преку нивните банки, додека небанкарската јавност може да купува/продава САД долари по официјалниот паритет.

Табела 3

## Главни карактеристики на правилата за конверзија (во 2001 година)

	Хонг Конг	Аргентина	Естонија	Литванија	Бугарија	Босна и Херцеговина
Официјален паритет	ХКД 7,80 = УСД 1,00	АРС 1,00 = УСД 1,00	ЕЕК 8,00 = ДЕМ 1,00	ЛТЛ 4,00 = УСД 1,00	БГН 1,00 = ДЕМ 1,00	БАМ 1,00 = ДЕМ 1,00
Обврска за откупување на примарните пари	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Обврска за емисија по официјална стапка	Цлс и само монети	Де факто да	Де факто да	Да	Да, со максимум 0,5% раширување	Да
Директен пристап	Банки	Банки	Банки	Банки	Банки и други финансиски фирми	Банки

Извор: BIS Working Paper, No: 110

**Б) Управување со ликвидноста.** Класичниот пристап на валутниот одбор упростоено претпоставува дека не постои ниту улога ниту подрачје за операции освен тие за конверзија на валутата. Ова не е чисто случај во современата пракса. Табелата бр. 4 ги дава збирните карактеристики на средствата за управување со ликвидноста кои се можни во современите валутни одбори.

Покрај тоа, некои форми од управувањето со ликвидноста се основна неопходност, без оглед на режимот - валутен одбор или не. Уште повеќе, бидејќи валутниот одбор не може да ги поништи или подобри измените во ликвидните позиции на банкарскиот систем либерално, исто како централна банка, остава на системот потенцијална можност за флукуации, посебно во времето на големи капитални текови. Правилното управување со ликвидноста, на ваков начин е есенцијално за смирувачко, рамномерно функционирање на системот на валутен одбор.

Табела 4

## Главни карактеристики на инструментите за управување со ликвидноста

	Хонг Конг	Аргентина	Естонија	Литванија	Бугарија	Босна и Херцеговина
Задолжителни резерви	Не	ликвидносни резерви	Да + ликвидносни резерви	Да	Да	Да
Стапка на резерви и основа		20%; сите депозити; 1 месец	10% + 3% , широк ранг; 1 месец	8%; депозитс < 1 година; 1 месец	8% сите депозити; 1 месец	10-15%, сите обврски во БАМ; 10 дена
Исплати		Не/Да	Да	Не	Не	Да
Кредити кои банките ги користат на нивно барање	Преку ноќ	Преку ноќ термински и редисконтни		Преку ноќ зајмување		
Депозити кои банките може да ги користат на барање		Преку ноќ	Да			
Други олеснувања				Фино регулирање, пазарни спротивни операции и термински мешани депозити		

Извор: BIS Working paper No. 110

**В) Кредитџор во крајна нужда.** Можеби најсодржајното прашање во дебатите за валутните одбори е позајмувањето во крајна нужда. Класичниот пристап тврди дека валутниот одбор нема ниту можност ниту авторитет да биде кредитор во крајна нужда. Со потполното исклучување на можноста за кредитор во крајна инстанца се избегнува злоупотребата и инфлационите консеквенци на операцијата. Меѓутоа, ова исто така го остава домашниот банкарски систем потенцијално да биде ранлив од системски кризи на ликвидност. Во современата пракса дилемата не е толку силна. Со проширувањето, кога постои надминување на странските резерви (или пристап до дополнителни извори од странска резерва) технички е изводливо да се има одредено позајмување во крајна инстанца, а сеуште останување во ограничувањата на правилото за стокотно покривање.

Табела 5

Официјална способност за кредитирање во крајна нужда

	Хонг Конг	Аргентина	Естонија	Литванија	Бугарија	Босна и Херцеговина
Одговорен ентитет (тело)	Централна банка Секретаријат за финансии	Централна банка; одбор на директори	Естонска централна банка	Централна банка	Банкарската дирекција; Управниот одбор	-----
Подрачје	за системски потреби	екстра редовни ссотојби	Не експлицитно изјавено	Не експлицитно изјавено	Во случај на системски ризик	Централната банка "не смее да ги проширува кредитите со креирање на пари"
Услови	Колатерал до надминување то на резервите	Колатерал + контролна камата без компромис со правилото за покривање	-----	-----	Колатерал не подолго од 3 месеци до надминување то на резервите	-----
Извор	Изјава за политиката јуни 1999г.	Централна банка; член 1; закон 24.485 член 2.1	-----	-----	Законот за бугарската национална валута, член 20 и 33	Законот за централната банка на БиХ, член 1

Извор: BIS Working paper, No. 110

### 3.4. Правни рамки

Правната основа на валутниот одбор често се препознава како различна рамка која ги прави неговите обврски за фиксен паритет со повеќе кредибилитет од конвенционалниот режим на фиксен девизен курс. Се поставува прашањето дали постоењето на "закон за валутен одбор" значи и ефикасно средство, инструмент за делувањето на валутниот одбор.

Ако го користиме искуството на денешните валутни одбори, ќе согледаме дека нив можеме да ги групираме во три групи. Првата група ја сочинуваат валутните одбори од раните 1990-ти (Аргентина, Естонија и Литванија) кои имаат посебни закони за валутниот одбор како додаток на постоечките закони за централна банка, кои исто така се дополнети со амандмани, или пак се напишани после воведувањето на валутниот одбор. Во втората група влегуваат земјите кои покасно воведоа валутен одбор (Бугарија и Б и Х), кои беа екстремно принудени од меѓународните мултинационални организации (пред се Меѓународниот монетарен фонд) и воведоа релевантни детали директно во законот за централна банка. Трета варијанта е Хонг Конг кој е случај за себе, односно, ниту донесе посебен закон за валутен одбор, ниту

правеше измени на законот за централна банка. Таа улога ја имаше Указот за девизниот фонд, со кој се раководи основањето, целите и управувањето со девизниот фонд, а заедно со Секретаријатот за финансирање се занимава и со монетарните прашања. Указот беше донесен уште во 1935 година во претходниот (класичниот) валутен одбор од 1935-1974 година. Истиот овозможуваше компатибилност со различни типови на монетарен режим. Со воведувањето на новиот валутен одбор во 1983 година не беше ништо спротивно со Указот па затоа немаше потреба од додавање на нов закон. Со основниот закон, конституциониот документ за посебниот статус на Хонг Конг по 1 јули 1997 година исто така обезбедува претставување на монетарните режими во членовите 110-113.

Стриктниот закон за валутен одбор можеби нема да биде неопходен услов за делувањето на валутниот одбор, но со него тоа би било поефикасно и во тоа е неговото значење. Прегледот меѓу поодделните земји покажува дека варијациите кај нив во формата на правните рамки се исто така одредени со различните околности во кои валутниот одбор бил оформен. На пример, валутниот одбор кој беше основан во Бугарија и Б и Х беше со очекување да се направи посоодветна правна рамка отколку онаа која што беше институционализирана како итна мерка во почетокот на транзицијата.

На крај, вреднувајќи го режимот на современиот валутен одбор, би можеле да заклучиме со констатацијата дека тој е ретко “крај на самиот себе, но само средство за крај“. Тоа значи дека истиот е замена за централната банка која не е оперативно ефикасна, и тоа бара институционални, функционални и кадровски промени кај монетарните авторитети, се до моментот на постигнување позитивни перформанси.

#### **4. Стратегија на монетарната политика во Република Македонија**

Автономната монетарна политика е потребна за националната економска политика и е во функција на развојот на соодветната национална економија, иако дискреционата монетарна политика може да биде меч со две острици, при слаба независност на централната банка.

Степенот на независност на монетарната политика е одреден од поголемото или помалото ограничување на водењето на монетарната политика и покрај постоењето на национални монетарни системи. Прашањето е колку може централната банка на поделна земја да има неограничена и неконтролирана парична емисија во постапката за обезбедување на стабилност на домашната валута. Ова особено важи за малите и отворени економии. Тие по правило не се оптимални валутни зони.<sup>10</sup>

Во монетарната теорија и пракса егзистираат повеќе концепти за водење на монетарна политика: монетарно таргетирање, таргетирање на девизниот курс, таргетирање на инфлацијата и валутен одбор. За сите нив е важно дека имаат основна цел ценовна, монетарна стабилност, но сепак начинот на остварување на таквата цел е различен. Всушност различен е пристапот, односно задачата на монетарната политика и таа се сведува на следниве три алтернативи: креирање на интермедијарни таргети, директно таргетирање и директно врзување на паричната маса за девизните резерви на националната економија. Кај третиот пристап всушност дискутабилно е

<sup>10</sup> Македонија е земја со популација од 2 милиони жители, вкупниот БДП во 1998г. изнесувал 3,45 милијарди САД долари, и тоа е 0,011% од вредноста на светското производство (светскиот БДП). Учеството во светската трговија изнесува 0,023%. Со тоа Македонија се потврдува како price taker и shock absorber во светски рамки.

дали воопшто станува збор за автономна монетарна политика, иако и кај интермедијарните таргети кога се таргетира девизниот курс се прифаќа монетарната политика на земјата чија валута е таргет за девизниот курс.

Што се однесува до случајот на Република Македонија, таа е и многу отворена економија.<sup>11</sup> Ваквата положба значи дека НБРМ може да спроведува монетарна политика која е зависна од монетарната политика на нејзините најголеми надворешно-трговски партнери. Дали има простор во вакви услови за водење на автономна монетарна политика? Постигнувањето на некој степен на автономност во рамките на националниот монетарен систем е одредено и е тесно поврзано со изборот на монетарната стратегија.

Различните макроекономски перформанси имплицираат разлики во водењето на макроекономската политика. Тоа значи дека Република Македонија, на сегашниот степен на развиеност сеуште има потреба да води независна макроекономска и монетарна политика. Тоа е во противречност со статусот на мала отворена економија, според кој објективно не може да има независна монетарна политика во апсолутна смисла на зборот. Тоа е потврдено со практиката на таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка (еврото), со што имплицитно е одредена зависност на монетарната политика на НБРМ од монетарната политика на Бундесбанката, односно Европската централна банка.

Оваа поблага форма на зависност не е препорачливо да се замени со многу поизразената форма на зависна монетарна политика, а тоа е стратегијата на унилатералното или регионално воведување на еврото како паралелна валута (во отсуство на членство во ЕМУ). Неизбежни се следниве последици:

- официјализирање на појаката странска валута (евро) како паралелна валута, на долг рок, кое би довело до доминација на појаката валута во функциите на паричната единица;
- воведувањето на еврото како паралелна валута би довело до намалување на приходите од водењето на монетарната политика (емисина добивка);
- исполнувањето на неколку од индикаторите за конвергенција кон ЕМУ не значи директно исполнување на доволните услови, односно е поврзано со ризик од појава на дисторзии во македонската економија без претходно посеопфатно и подлабоко усогласување на економската структура;
- степенот на доларизација на Македонија стагнира што е резултат на интензивирањето на структурните реформи, кои кога ќе завршат би биле база за целосно влегување во ЕМУ.

Уште понеоправдан би бил валутен одбор со користење на еврото за негово функционирање, како екстремно губење на автономноста на националната монетарна политика. Причини против валутниот одбор, односно негативни последици би биле:

- Прифаќањето на валутниот одбор би водело кон постепено исчезнување на националната парична единица, како елемент на економскиот суверенитет на Република Македонија.
- Целосното губење на автономноста на монетарната политика со воведувањето на валутниот одбор би ја намалило можноста за влијание врз економскиот развој на Република Македонија, изразено преку стручното вклучување на монетарните власти во амортизирањето на екстерните шокови, односно во ублажувањето на цикличното движење на македонското стопанство.
- Валутниот одбор би ја заострил рестриктивната монетарна политика, која и во услови на таргетирање на девизниот курс, при релаксирана фискална политика,

---

<sup>11</sup> Увозот и извозот на стоки во 1998 година за Македонија е 85,8% од БДП што е многу повисок од светскиот просек кој е 36,2%.



покажа умешност со инструментариум во несовршен финансиски систем, да врши успешно монетарно регулирање. Контролата врз банкарскиот систем е успешна, ликвидноста е задоволителна, супервизијата функционира. Со валутниот одбор би се изгубила суптилноста во монетарната поддршка на стопанството преку банкарскиот систем кој е во фаза на трансформација.

- На крај, не е за занемарување и потребата од институционални промени, кои треба да ги изменат: законската регулатива за централната банка, издвојувањето на банкарската супервизија во автономна институција (заради контрола на активностите на валутниот одбор) и сл. Во услови на актуелните поинтензивни трансформации на институциите и механизмите на финансискиот систем, ова би значело запирање на половина пат и нов старт во новодизајнирани реформи.

Проблемите во економската област во Република Македонија (за разлика од некои земји од Западен Балкан) не се ни малку од монетарна природа. Уште повеќе, централната банка, односно монетарната политика, се пример за професионално, сеопфатно, конзистентно и континуирано креирање и спроведување на целите и задачите од монетарната област, за целиот период од монетарното (и политичкото) осамостојување. Охрабрувачки е што во последните две години вакви атрибути можеме да ставиме и кај фискалната политика, преку делувањето на Министерството за финансии. Со тоа финансискиот систем на Република Македонија е на пат да биде вистински трансформиран во современ, пазарно ориентиран и компатибилен со истиот на Европската Унија. Тоа е максималниот макроекономски придонес на финансиските политики за економскиот развој на Република Македонија.

Проблемите на македонската економија се во реалната сфера од стопанството (а пошироко гледано и во политичкиот систем). Дизајнирањето на макроекономската политика во Република Македонија треба да биде во насока таа да биде дисциплинирана, кредибилитетна, широко поддржана од политичките и социјалните структури во земјата. Треба да се работи поинтензивно на структурните реформи во стопанството, економската ефикасност, извозната ориентираност, менаџерска екипираност и сл. Тој е патот за решавање и на буџетските и на платнобилните проблеми. Внатрешната и екстерната нерамнотежа во македонската економија се од фундаментален карактер и истите не се решаваат со финансирање (буџетско, монетарно), туку со елиминирање на изворот на нестабилноста. А тоа се структурните реформи во стопанството.

## 5. Заклучок

Со распаѓањето на социјалистичкиот блок валутниот одбор се актуелизира како сериозна опција за земјите во транзиција и земјите во развој. Така, со намера да се решаваат изразените проблеми на макроекономска нестабилност во амбиент на нестабилен политички и економски систем, покрај во Аргентина како специфичен случај (во 1991г.), валутниот одбор беше воведен и во Естонија (1992г.), Литванија (1994г.), Бугарија (1997г.) и Босна и Херцеговина (1997г.), а во Хонг Конг постои од 1983 година и исто е специфичен случај.

Денес, меѓу економистите и носителите на економската политика мислењата за предностите и недостатоците на концептот за валутен одбор се поделени, односно неединствени. Ако класичната цел на валутниот одбор е редуцирање и контрола на инфлацијата и стабилност на девизниот курс, во случајот на Република Македонија, овие цели се постигнати и со концептот на централна банка, при нестабилни политички услови.

Валутен одбор (ВО), во неговото класично (the classic blueprint) издание, е монетарна власт која врши емисија на пари кои се конвертибилни во странска валута како "сидро" по фиксен курс. Валутниот одбор се воспоставува како замена на централната банка, иако може да постои и паралелно со централната банка, што во праксата многу малку се практикувало, се до појавата на современите валутни одбори кои во академските кругови и кај креаторите на политиките се именуваат со различни имиња ("currency board-like", "quasi currency board", "non-orthodox currency board").

Постоењето на современите валутни одбори, покажува дека истите се различни од класичните, односно дека со изменетата дефиниција се менуваат и "правилата на игра". Разгледувањето на современите валутни одбори, кои се различни од класичниот облик и кај кои постои дилема дали може да се прифатат како облик на делување на централна банка, или пак само како монетарна стратегија, може да се направи преку три аспекти: организација и дизајнирање, операции и правните основи.

Постои значајно шаренило помеѓу земјите во организацијата и дизајнот на современите валутни одбори, детерминирани од различните околности во кои тие валутни одбори беа установени и еволуирани. Сепак овие различности нема да бидат претерани кога ќе се поврзат во слични правила на покривање. Критицизмот против присуството на нетрадиционални ставки во билансот на состојба на валутниот одбор ќе станат ирелевантни бидејќи конечно важно за изведливоста на конвертибилноста е тоа да ликвидната вредност од активата за покривање не смее да биде помала од номиналната вредност на пасивата која валутниот одбор ја презема на себе за конвертирање по официјален паритет. Оперативно, многу покомплексната структура на билансот на состојба имплицира дека современиот валутен одбор може и презема пошироки одговорности отколку да биде само "машина за замена на пари". Прудентното и ефикасно раководење на девизните резерви станува поважно од било кога, особено за отстранување на неповолностите од флукуацијата во проценката на активата, а исто така и од потребата да се генерира и доход од камати и емисиона добивка (seigniorage).

Уште повеќе, со даденото засолниште во рамките на централната банка, современиот валутен одбор презема, во различен опсег, и задачи од управувањето со меѓубанкарските пресметки. Бидејќи повеќе валутни одбори ги надминаа резервите им се отвора потенцијален простор за дејствување надвор од димензијата само за конверзија, јасно без компромис за изведливоста на конвертибилноста.

Сепак, и покрај еволутивното и адаптабилно трансформирање на валутниот одбор во функција на подобрување на монетарната улога на централната банка, особено кај транзиционите економии со слаба валута, остава простор за голем скептицизам во неговиот избор како варијанта во случајот на Република Македонија, каде нема ниту економски предуслови, ниту потреба за примена на стратегијата на валутен одбор како монетарна стратегија.

Различните макроекономски перформанси имплицираат разлики во водењето на макроекономската политика. Тоа значи дека Република Македонија, на сегашниот степен на развиеност сеуште има потреба да води независна макроекономска и монетарна политика. Тоа е во противречност со статусот на мала отворена економија, според кој објективно не може да има независна монетарна политика во апсолутна смисла на зборот. Со таргетирањето на девизниот курс имплицитно е одредена зависност на монетарната политика на НБРМ од монетарната политика на Бундесбанката, односно Европската централна банка. Оваа поблага форма на зависност не е препорачливо да се замени со многу поизразената форма на зависна монетарна политика, а тоа е стратегијата на

унилатералното или регионално воведување на еврото како паралелна валута (во отсуство на членство во ЕМУ). Уште понеоправдан би бил валутен одбор со користење на еврото за негово функционирање, како екстремно губење на автономноста на националната монетарна политика.

Со еден збор, крајниот заклучок би бил дека Македонија со оглед на започнатиот ритам на структурни промени во стопанството, а и поради високиот кредибилитет на НБРМ во практичното делување, и покрај современите трендови на редефинирање на класичните валутни одбори во поекстремни варијанти на монетарни власти за дисциплинирање на стопанствата во финансиската сфера, со можност за обавување на повеќе основни функции на Централната банка а не само една, нема потреба да влегува во експеримент со моделот на валутен одбор.

Да си го поставиме и прашањето - дали стратешки не се решила меѓународната заедница да се врати на искуството од функционирањето на валутните одбори во минатото во делот на монетарната и фискалната контрола на земјите во развој и земјите во транзиција? Историски, а и кај современите валутни одбори, системите успешно функционираше во услови на мала инфлација, полна конвертибилност, и релативно солиден економски раст - но во услови на систем центар-периферија, односно метрополи-колони. На почетокот на третиот милениум светот е навлезен во ерата на глобализација, која стратешки "периферијата" ја трансформира според стандардите на "центарот", се уште има толкувања дека во 60-тите години на 20 век, централните банки се појавиле како резултат на "интелектуална мода", или пак како резултат на осамостојување на британските колонии.

Во оваа смисла, процесот на доларизација (маркизација, еврозација) покажа дека меките валути тешко добиваат поддршка во националните економии, а и земјите на валутите за супституција (САД, ЕУ, Јапонија) имаат проблеми со елементите на монетарната политика кои произлегуваат од готовината во циркулација надвор од нивните национални економии. Логиката би била дека валутните одбори, на меѓународните финансиски авторитети, во голема мерка би им ги олесиле процедурите во делувањето кај овие земји.

### **Користена литература:**

1. Corrinne Ho, "A Survey of Institutional and operational aspects of modern-day currency boards", BIS Working Papers, No. 110, march 2002.
2. Williamson, J., "What Role for currency boards?", Institut for International Economics, Washington, D.C, 1995.
3. Tsang S. K., "Legal frameworks of currency board regime", Quarterly Bulletin No. 8/1999, Hong Kong Monetary Authority, 1999.
4. Shwartz A. J., "Currency boards: Their Past, present and possible future role", Carnegie Roshester Conference Series on Public Policy No.39, pp 147 - 187, 1993.
5. Schuler K. A., "Currency boards", Ph.D. dissertation, George Mason University, Fairfax, Virginia, 1992
6. Радомир Ковачевиќ, "Меѓународне финансије", Институт спољне трговине Београд, Београд, 1998г.
7. Ристо Гогоски, "Валутниот одбор и земјите во транзиција", Министерство за финансии на Р Македонија, Билтен бр. 2/2002г.
8. Зоран Ставрески, "Избор на оптимална монетарна стратегија и инструменти за монетарно регулирање на НБРМ", магистерски труд, 1997г. НБРМ, Скопје.

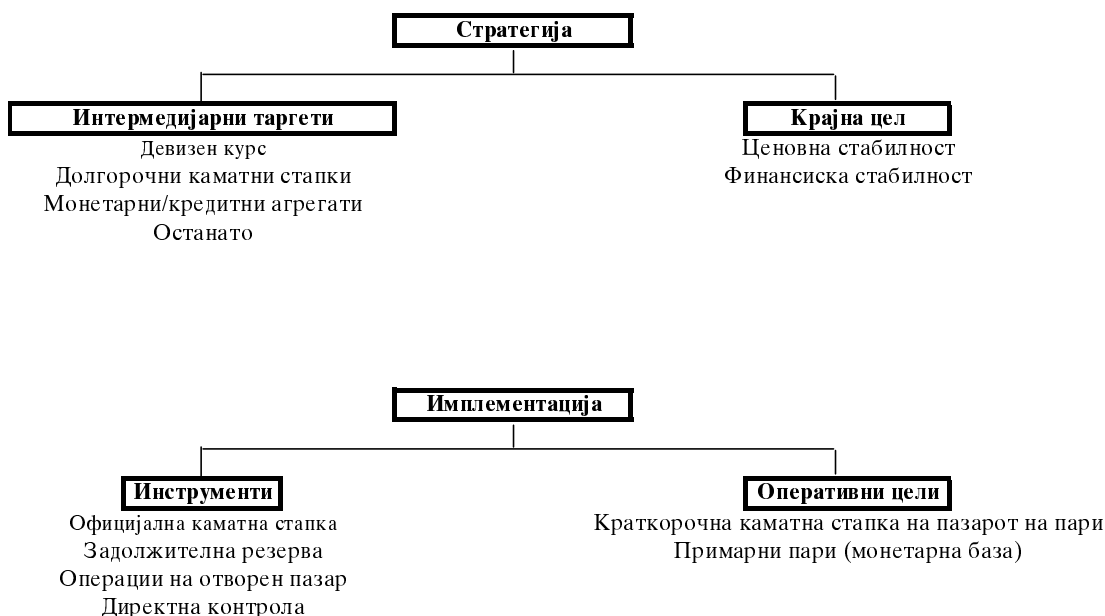
## Оперативни таргети на монетарната политика (со осврт на Република Македонија)

### 1. Вовед

Централно место во анализата на прашањата од доменот на монетарната политика, најчесто заземаат полемиките околу дефинирањето на крајната цел на монетарната политика, што може, а што не може да се постигне преку механизмите на монетарната политика и како треба да биде поставена монетарната стратегија, со цел ефикасно и успешно остварување на дефинираните цели.

Во овие анализи, концептот на оперативната рамка на монетарната политика често пати е маргинализиран, и покрај неговото неприкосновено значење. Притоа, оперативната рамка на монетарната политика, генерално се однесува на: изборот на оперативните цели и инструменти на монетарната политика. Или попрецизно дефинирана, оперативната рамка на монетарната политика претставува сет на инструменти и процедури, чии меѓусебни односи ги детерминираат дневните операции на Централната банка. Следствено, избраната стратегија на Централната банка мора да биде поддржана со соодветна оперативна рамка. Оттука се наметнува потребата од нивна целосна конзистентност, во функција на успешно остварување на крајната цел на монетарната политика.

Графикон 1  
Рамка на монетарната политика



Шемата укажува на постоење на две нивоа во монетарното одлучување:

1. **Стратешко ниво** - подразбира дефинирање на крајните цели на монетарната политика и избор на економски варијабли кои ќе се користат како индикатори за следење на целните варијабли и како информационе база за донесување на монетарните одлуки. Следствено, тоа

претпоставува избор на режимот на девизен курс, избор на интермедијарниот таргет, следење на движењето на мноштво економски и финансиски варијабли итн. Типични примери на варијабли од приоритетно значење на ова ниво на монетарно одлучување се: монетарните или кредитните агрегати, девизниот курс, цените на финансиските средства - хартии од вредност и цените на недвижностите (assets prices). Притоа, Централната банка овие варијабли често ги користи како интермедијарни таргети или како индикативни таргети и нема директна контрола врз нивното движење;

2. **Ниво на имплементација (оперативно ниво)** - на оперативно ниво Централната банка го дизајнира сетот инструменти за монетарно регулирање и врши избор на оперативните цели, тесно поврзани со монетарните инструменти и врз кои Централната банка може директно да влијае. На ова ниво на монетарно одлучување Централната банка се фокусира на прашањето за изборот на примарните пари (монетарната база) или каматните стапки, како оперативен таргет на монетарната политика.

## 2. Избор на оперативен таргет

Централната банка може да ја оценува (не)правилноста на поставеноста на мерките и инструментите на монетарната политика и пред да добие информации за (не)осврзувањето на крајната цел. Имено, интермедијарните таргети и нивното движење даваат индикации за евентуалните отстапувања на крајната цел од нејзиното таргетирано ниво. Најчесто Централните банки настојуваат да го одржат интермедијарниот таргет во дефинираните рамки преку вклучување на дополнителна алка во синџирот на имплементација на монетарната политика. Така, механизмот на спроведување на монетарната политика, шематски би можел да се претстави на следниов начин:

Графикон 2

Шема на трансмисија на монетарните сигнали



Оперативните таргети се варијабли кои се под директна контрола на Централната банка. Тие ја претставуваат првата алка во трансмисиониот механизам на монетарната политика. Следствено, трансмисијата на монетарните сигнали до целните варијабли не базира на директна врска помеѓу инструментите на монетарната политика и нејзината крајна цел. Имено, трансмисиониот механизам на монетарната политика влучува голем број варијабли и функционални односи преку кои монетарните импулси се пренесуваат во реалниот сектор на економијата.

Познавањето на трансмисиониот механизам на монетарната политика претставува предуслов за успех на преземените мерки од страна на Централната банка. Воедно, изборот на монетарната стратегија во најголема мерка е детерминиран од структурата на трансмисиониот механизам на монетарните процеси.

При дефинирањето на стратегијата на монетарната политика, Централните банки во најголема мерка се фокусираат на дефинирањето и поставувањето на оперативните таргети (каматни стапки или монетарната база), со цел соодветно и поефикасно трансмитирање на монетарните сигнали. Притоа, изборот на оперативниот таргет е детерминиран од два основни фактори: а) прифатената монетарна стратегија; б) степенот на развиеност на финансиските пазари.

Генерално, во практиката постојат два вида на оперативни таргети на монетарната политика: 1) таргетирање на каматната стапка (ценовно таргетирање); 2) таргетирање на монетарната база (квантитативно таргетирање). Така, во земјите каде постојат развиени и длабоки финансиски пазари, оптимален оперативен таргет би била каматната стапка. Спротивно, во земјите каде финансиските пазари се недоволно развиени, монетарната база претставува оперативен таргет кој дава адекватни сигнали за движењето на интермедијарниот таргет, евентуалните отстапувања од таргетираното ниво и следствено, активностите кои Централната банка треба да ги преземе во функција на остварување на крајната цел. И двата оперативни таргети ја рефлектираат способноста на Централната банка да управува со клучните категории во нејзиниот биланс. Притоа, изборот на каматните стапки како оперативен таргет имплицира ендегеност на категориите во билансот на Централната банка. Во овој случај примарните пари претставуваат резидуална големина и преку прилагодување на нивната понуда и побарувачка Централната банка настојува да го реализира поставениот оперативен таргет. Обратно, при утврдување на примарните пари како оперативен таргет, Централната банка ги толерира осцилациите на каматните стапки, сè додека се тие конзистентни со оперативниот таргет.

### *2.1. Каматни стапки vs. монетарна база*

Фокусирањето на оперативниот таргет има две цели: а) прилагодување на оперативниот таргет, со цел промена во поставеноста на монетарната политика, а во функција на успешно остварувања на крајната цел; б) управување со ликвидноста на банкарскиот систем на дневна основа и елиминирање на осцилациите во побарувачката и понудата на ликвидни средства преку одржување на оперативниот таргет во дефинираните рамки.

Во високоразвиените земји, како и во некои транзициони економии оперативниот таргет на монетарната политика е дефиниран преку краткорочната **каматна стапка** или преку коридор на движење на истата. Предностите од користењето на каматната стапка како оперативен таргет се рефлектираат во нивната транспарентност, односно можноста за следење и контролирање, како и во нивната разбирливост. Воедно, преку краткорочните каматни стапки лесно се идентификуваат сигналите на Централната банка. Покрај сигнализирачкиот ефект, битен е и ефектот на каматните стапки врз политиката на управување со ликвидноста на банките, што во крајна инстанца ќе се рефлектира и врз нивната кредитна политика. Неоходен предуслов за ефективност на каматните стапки, како оперативен таргет е постоењето на ефикасен и ликвиден меѓубанкарски пазар на пари.

При разгледувањето на каматните стапки, како таргети на монетарната политика мора да се направи дистинкција помеѓу: клучната каматна стапка (key policy interest rate) на Централната банка и оперативниот таргет. Имено, под клучна каматна стапка се подразбира онаа каматна стапка која најдобро ги рефлектира интенциите на носителите на монетарната политика. Нејзината функција се состои во давање адекватни сигнали за поставеноста и евентуалните промени во насоките на монетарната политика. Притоа, постојат Централни банки кои оваа каматна стапка ја користат како оперативен таргет. Од друга страна постојат Централни банки, кои поставеноста на монетарната политика ја дефинираат преку клучната каматна стапка, која се разликува од оперативниот таргет.

Табела 1  
Клучни каматни стапки и оперативни таргети во избрани земји

	Клучна каматна стапка	Рочност (во денови)	Оперативен таргет	Рочност (во денови)
Австралија	прекуноќна	1	прекуноќна	1
Австрија	аукциска	7	прекуноќна	1
Белгија	аукциска	7-15	краткорочна	30-90
Канада	прекуноќна	1	прекуноќна	1
Франција	аукциска	7	прекуноќна	1
Германија	аукциска	14	прекуноќна	1
Италија	аукциска	< 30	прекуноќна	1
Јапонија	прекуноќна	1	прекуноќна	1
Холандија	аукциска	2-8	краткорочна	30
Шпанија	аукциска	10	прекуноќна	1
Шведска	аукциска	7	прекуноќна	1
Велика Британија	аукциска	1-33	краткорочна	30-90
САД	прекуноќна	0	прекуноќна	0

Според Borio E.V. Claudio, 1997

Користењето на **примарните пари (монетарната база)**, како оперативен таргет на монетарната политика е вообичаено во економиите каде не постојат доволно развиени, ефикасни и ликвидни финансиски пазари. Во овој случај, кога каматните стапки немаат ефективна улога, монетарните сигнали се трансмитираат преку примарните пари. Примарните пари ги содржат вкупните “ликвидни обврски” на Централната банка кон секторот банки и останатите сектори. Имено, категоријата примарни пари најчесто се однесува на жиро сметките на банките (резерви) кај Централната банка и готовите пари во оптек:

$$ПП = Р + ГПО$$

Каде,

ПП = примарни пари

Р = резерви на банките (жиро сметки на банките кај Централната банка)

ГПО = готови пари во оптек

И покрај автономноста на движењето на готовите пари во оптек, детерминирана од преференциите на економските субјекти за држење готовина, таргетирањето на монетарната база е поприфатливо од таргетирањето на една нејзина компонента (резервите на банките, пред сè). Имено, флукуациите на поединечните компоненти на монетарната база се компензираат меѓусебно, намалувајќи ја на тој начин нестабилноста на самата монетарна база. Така, промените во готовите пари во оптек, најчесто значат прелевање (или одлевање) на (од) жиро сметките на банките.

При регулирањето на примарните пари, во најголем број случаи акцентот е ставен на сметките на банките кај Централната банка, односно на нивната примарна ликвидна резерва. Целта на Централната банка е преку своите интервенции (инструменти на монетарната политика) да го неутрализира влијанието на автономните фактори кое предизвикува отстапување на примарните пари од нивното таргетирано ниво. Исполнувањето на оваа цел ја рефлектира способноста на Централната банка да управува со својот биланс. Имено, билансот на монетарната власт ги содржи следниве елементи:

Табела 2

## Биланс на Централната банка

Активa	Пасивa
Нето девизна актива (NFA)	Примарни пари (RM)
Нето домашна актива (NDA)	Готови пари во оптек (CC)
Кредити на банки, нето (CB)	Резерви на банките (BR)
Нето позиција на државата (NPG)	
Останати ставки, нето (OIN)	

Следствено, примарните пари се еднакви на збирот на нето девизната и нето домашната актива на Централната банка. Односно:

$$RM = NFA + NDA + OIN$$

или доколку предвид ги земеме единствено резервите на банките (BR), во услови на автономно движење на готовите пари во оптек:

$$BR = NFA + NDA + OIN - CC \text{ односно,}$$

$$\Delta BR = \Delta NFA + \Delta NDA + \Delta OIN - \Delta CC$$

Компонентите нето девизна актива, нето позиција на државата кај Централната банка и готови пари во оптек претставуваат автономни фактори. Збирот на нивните промени ( $\Delta NFA + \Delta NPG + \Delta OIN - \Delta CC$ ) ја претставува т.н. **автономна ликвидносна позиција**, додека нето кредитите на банките ја претставуваат т.н. **нето позицијата на монетарната политика**. Со тоа,

$$\Delta BR = \text{автономна ликвидносна позиција} + \text{нето позиција на монетарната политика}$$

Нето позицијата на монетарната политика ги рефлектира интервенциите на Централната банка, во функција на компензирање на автономниот вишок или недостиг од ликвидност (вишоци или недостатоци, предизвикани од наведените автономни фактори) со цел остварување на таргетираното ниво на примарни пари, козистентно со крајната цел на монетарната политика. Нивото кое Централната банка треба да го оствари преку нејзините инструменти е **нето ликвидносната позиција**, односно разликата помеѓу автономната ликвидносна позиција и промената на резервите на банките, сфатена како барано ниво на резерви од страна на банките:

$$\text{нето ликвидносна позиција} = \text{автономна ликвидносна позиција} - \Delta BR$$

Проектирањето на нето ликвидносната позиција е клучниот елемент во политиката на Централната банка. Така, при промени во ликвидноста како резултат на интервенции на девизниот пазар (промени во NFA), поголемо или помало ниво на јавна потрошувачка (промена во нето позицијата на државата) или флукуации во побарувачката за готови пари, креираниот автономен суфицит или дефицит на ликвидност ќе треба да се стерилизира или креира преку инструментите на Централната банка.



### **Инструментите на монетарната политика и нивното влијание врз монетарната база, како оперативен таргет**

Постојат две основни категории на инструменти за монетарно регулирање: директни и индиректни. Првите претпоставуваат директна контрола врз каматните стапки, депозитниот потенцијал или обемот на кредитната активност на финансиските институции. Индиректните инструменти се поставени на пазарна основа. Со користењето на индиректните инструменти, Централната банка влијае врз позицијата и однесувањето на финансиските институции преку категориите во сопствениот биланс, или преку сопствените каматни стапки. Генерално индиректните инструменти на монетарната политика можат да се категоризираат во три основни групи: 1) задолжителна резерва; 2) расположиви кредитни линии (standing facilities); 3) операции на отворен пазар (open market operations). И покрај генералната класификација на инструментите за монетарно регулирање, можат да се направат извесни модификации, со цел утврдување на насоката на влијание на инструментите врз определени категории од билансот на Централната банка.

Табела 3

#### **Инструменти на монетарната политика и билансот на Централната банка**

Инструмент	Насока на делување	Промени во категориите на билансот на Централната банка		
		NDA	NFA	Монетарна база
1. Расположиви кредитни линии	Пораст на кредити преку операции на рефинансирање	пораст	непроменета	пораст
	Поголем износ на депозити	намалување	непроменета	намалување
2. Операции на отворен пазар	Директен откуп на хартии од вредност или репо аранжман	пораст	непроменета	пораст
	Директна продажба на хартии од вредност или обратен репо аранжман	намалување	непроменета	намалување
4. Аукции на депозити и кредити	Аукции на кредити	пораст	непроменета	пораст
	Аукции на депозити	намалување	непроменета	намалување
5. Девизни операции	Откуп на странска валута	непроменета	пораст	пораст
	Девизен своп (промитно купување и терминска продажба)	непроменета	пораст	пораст
6. Трансфер на државни депозити	Во банкарскиот систем	пораст	непроменета	пораст
	Од банкарскиот систем	намалување	непроменета	намалување
7. Задолжителна резерва	Намалување на стапката на издвојување на задолжителна резерва	пораст	непроменета	пораст
	Зголемување на стапката на издвојување на задолжителна резерва	пораст	непроменета	пораст

Според Andrea Schaechter, 2001

Предноста на монетарната база, како оперативен таргет на монетарната политика се состои во непостоењето потреба од развиен пазар на пари и е ефикасна во услови кога трансмисијата на монетарните сигнали се реализира преку количини. Од друга страна, монетарната база е многу помалку разбирлива за јавноста и нема доволно капацитет за продуцирање на сигнализирачки ефекти.

#### *2.2. Спиралнегизација на монетарната политика и изборот на оперативниот таргет*

Изборот на оперативниот таргет, во голема мерка е детерминиран од монетарната стратегија применувана од страна на Централната банка. Притоа, изборот на монетарната стратегија (монетарно таргетирање, таргетирање на девизниот курс, таргетирање на инфлацијата или некој друг мултииндикаторски пристап) зависи од структурата на трансмисиониот механизам и од должината на временските задоцнувања на монетарната политика. Следствено, согласно избраната монетарна стратегија се утврдува оптималниот интермедијарен таргет (девизен курс, монетарен агрегат, проектирана стапка на инфлација, како квази - интермедијарен таргет). Во овие рамки, изборот на оперативниот таргет е функција на степенот на неговата респонзивност на инструментите на монетарната политика и степенот на корелираност со избраниот интермедијарен таргет во рамките на применуваната монетарна стратегија.

**Монетарно таргетирање**, подразбира утврдување на определено целно ниво (или зона на движење) на определен монетарен агрегат, чија функција покажува највисок степен на стабилност. Во вакви услови, изборот на оперативниот таргет е условен од повеќе фактори. Така, примарните пари претставуваат оптимален оперативен таргет во услови на недоволно развиен пазар на пари, или во услови на високи стапки на инфлација. Во вториот случај, промените во паричната маса релативно брзо се рефлектираат врз стапката на инфлација. Воедно, преку контролата врз примарните пари се овозможува и контрола врз нето домашната актива на Централната банка (нето кредитите одобрени на државата и кредитите одобрени на банкарскиот систем), која многу често претставува основен извор на инфлационите тенденции во економијата. Клучна претпоставка за ефикасно функционирање на овој механизам е постоење на стабилен процес на монетарна мултипликација. Во спротивно, оптимален избор на оперативен таргет би претставувала каматната стапка.

**Таргетирање на девизниот курс**, во услови кога девизниот курс се користи како номинално сидро неговото одржување на таргетираното ниво подразбира располагање со адекватно ниво на девизни резерви, преку кое би се неутрализирале евентуалните притисоци (независно од нивниот карактер) врз девизниот курс. Следствено, во улога на оперативен таргет би можела да се јави монетарната база (или алтернативно, нето девизната актива на Централната банка, која е индикатор за капацитетот на Централната банка за одржување на таргетираното ниво на девизен курс), врз која се рефлектираат сите операции на Централната банка на девизниот пазар. Воедно, движењето на монетарната база и нејзиното влијание врз движењата на девизниот пазар, претставуваат сигнал за (не)потребни промени во степенот на рестриктивност (експанзивност) на монетарната политика.<sup>12</sup>

**Мултииндикаторски ирисај** (вклучувајќи ја и сираиџија на таргетирање на инфлацијата), вака поставената монетарна стратегија подразбира имплицитни интермедијарни таргети (индикатор варијабли). Притоа, Централните банки најчесто применуваат вакви стратегии во услови на нестабилна функција на побарувачката за пари. Следствено, каматните стапки претставуваат оптимален оперативен таргет за Централните банки кои применуваат мултииндикаторски пристап во водењето на монетарната политика.

Табела 4

Стратегија на монетарната политика и оперативните таргети

Стратегија на монетарната политика	Оперативен таргет
<b>Таргетирање на девизниот курс</b>	
Развиен пазар на пари	Краткорочна каматна стапка
Недоволно развиен пазар на пари	Примарни пари
<b>Монетарно таргетирање</b>	
Висока инфлација и недоволно развиен пазар на пари	Примарни пари
Ниска инфлација, стабилен монетарен мултипликатор	Примарни пари
Ниска инфлација, нестабилен монетарен мултипликатор, развиен пазар на пари	Краткорочна каматна стапка
<b>Мултииндикаторски ирисај</b>	Краткорочна каматна стапка

Според Andrea Schaechter, 2001

<sup>12</sup> Промените во курсот на монетарната политика, во ваква констелација на околности најчесто се реализираат преку операциите на отворен пазар.

### 2.3. Ойтимален оперативен таргет во услови на примена на сирајтежија на таргетирање на девизниот курс (осврќи на Република Македонија)

Од аспект на стратегиите на монетарната политика, во монетарната историја на Македонија разликуваме два периоди: 1) април 1992 година - октомври 1995 година, сирајтежија на монетарно таргетирање и 2) октомври 1995 година до денес, сирајтежија на таргетирање на девизниот курс.

1) Изборот на оперативниот таргет на монетарната политика во првиот период беше јасен. Во услови на монетарно таргетирање, базирано на претпоставката за стабилна функција на паричната маса и стабилен монетарен мултипликатор, контролата врз крајната цел е овозможена преку примарните пари, како варијабла која Централната банка може директно и успешно да ја контролира. Следствено, во операционализирањето на монетарната политика на Народна банка на Република Македонија (НБРМ), до 1995 година примарните пари претставуваа оперативен таргет. Покрај можноста за директно следење и контролирање на примарните пари, нивното користење како оперативен таргет беше детерминирано и од: а) непостоењето на развиени и ефикасни финансиски пазари; б) нефункционалниот каматен механизам - имено, во услови на непостоење на институционализиран пазар на пари, не постоеше можност за трансмисија на сигналите на Централната банка, преку промените во есконтната стапка до каматните стапки на банкарскиот сектор. Воедно, во овој период и самата есконтна стапка не се формираше врз основа на пазарни критериуми, туку врз основа на утврдена методологија<sup>13</sup>. Следствено, промените во есконтната стапка во овој период, во најголема мерка ги рефлектираа промените во стапката на инфлација и не претставуваа рефлексивност на курсот на монетарната политика.

Табела 5

Проектирани и остварени стапки на пораст на примарните пари (оперативен таргет)

Година	Проектирано (%)	Остварено (%)	Отстапување (во процентни поени)
1994	83,6	62,7	-20,9
1995	14,5	13,6	-0,9

Извор: Годишен извештај на НБРМ 1994 и 1995 година

2) Во услови на примена на стратегија на таргетирање на девизниот курс, изборот на оперативниот таргет не секогаш е едноставен. Имено, фокусирањето на девизниот курс како номинално сидро и потребата од интервенции за негово одржување во дефинираните рамки, во голема мерка ја детерминираат динамиката и природата на оперативните активности на Централната банка. Прифаќањето на ваква стратегија, најчесто е последица на нарушената стабилност на функцијата на побарувачката на пари и на слабиот коефициент на корелација помеѓу паричните агрегати и крајната цел на монетарната политика. Следствено, во вакви околности доведена е во прашање способноста на Централната банка да ја контролира примарните пари. Имено, волатилноста на примарните пари може да биде многу висока и под силно влијание на автономните фактори. Од друга страна, ефективноста на каматните стапки како оперативен таргет е детерминирана од низа фактори: развиеноста на финансиските пазари, респонзивноста на краткорочните каматни

<sup>13</sup> Имено, есконтната стапка се утврдуваше врз основа на методологија, базирана на остварената просечна годишна стапка на инфлацијата во последните два месеци прилагодена за ефектите од сезонскиот пораст на цените и зголемена за 5% на годишно ниво, како реален дел.

стапки на промените во клучните каматни стапки на Централната банка, еластичноста на каматните стапки на банките итн.

Доколку не постои стабилна функција на побарувачката за пари, а истовремено инфраструктурата на финансиските пазари не е задоволителна, оптималноста на оперативниот таргет ќе биде детерминирана од степенот на корелираност на примарните пари / краткорочната каматна стапка со девизниот курс, како интермедијарен таргет.

Централната банка на Хонг Конг, во функција на одржување на стабилноста на девизниот курс, во периодот 1988 - 1994 година, како оперативен таргет ги користи резервите на банките. Во овој период, управувањето со ликвидноста на банките ја има функцијата на инструмент за сигнализирање. Зголемувањето на ефикасноста на функционирањето на пазарот на пари ќе детерминира напуштање на ликвидноста на банките, како оперативен таргет и нејзина замена со каматната стапка на меѓубанкарскиот пазар на пари. Воедно, ваквата одлука е детерминирана и од утврдениот повисок степен на корелација помеѓу краткорочната каматна стапка и девизниот курс, во однос на корелацијата помеѓу ликвидноста на банките и девизниот курс.

Во тековно применуваната монетарна стратегија на НБРМ не постои експлицитно дефиниран, директен оперативен таргет. Во функција на утврдување на оптимален “квази оперативен таргет” на НБРМ (во услови на примена на стратегија на таргетирање на девизниот курс), ќе ги презентираме основните карактеристики на примарните пари на НБРМ (1997 - 2001 година) и каматниот механизам (пред сè каматната стапка на пазарот на пари, 1998 - 2001 година).

### *2.3.1. Примарни пари на НБРМ*

Согласно најтесната дефиниција, примарните пари се дефинирани како збир на готовите пари во оптек (ГПО), жиро сметките на банките кај НБРМ (ЖС) и готовината на банките во благајна (ГБ).

$$ПП = ГПО + ЖС + ГБ$$

Капацитетот на НБРМ за ефикасна контрола на паричната маса делумно е детерминиран од стабилноста на монетарниот мултипликатор, а се реализира преку регулирањето на примарните пари. И покрај релативната стабилност на процесот монетарна мултипликација (мултипликаторот на паричната маса  $M1$ ), нестабилната функција на побарувачката за пари наметна потреба од контрола врз примарните пари во онаа мерка во која тие влијаат врз движењата на девизниот и менувачкиот пазар, односно врз стабилноста на девизниот курс (како интермедијарна цел на монетарната политика на Централната банка). Следствено, функционалноста на примарните пари како оперативен таргет на монетарната политика ќе биде детерминирана од стабилноста и јачината на врската на примарните пари и движењето на девизниот курс.

#### *2.3.1.1 Фактори кои влијаат врз примарните пари*

Способноста на Централната банка за регулирање на примарните пари може да се оцени преку анализа на основните фактори (текови) кои влијаат врз нивното креирање, односно повлекување. Од аспект на билансот на Централната банка, основни фактори кои влијаат врз нивото на примарни пари се: а) нето девизна актива на Централната банка (преку која се рефлектираат девизните операции на

Централната банка и движењето на девизните резерви); б) нето кредити одобрени на банките (кои укажуваат на карактеристиките на инструментариумот за монетарно регулирање и воедно ја рефлектираат поставеноста на монетарната политика, односно степенот на нејзината експанзивност / рестриктивност); в) нето позиција на државата кај Централната банка (преку која се следи фискалната позиција, односно нивото на јавната потрошувачка и монетизацијата на буџетскиот дефицит).

**а) Нето девизна актива на Централната банка:** значењето на стабилноста на девизниот курс во мала и отворена економија, независно од режимот на девизен курс детерминира потреба од активна улога на Централната банка на девизниот пазар. Од тие причини, нето девизната актива на НБРМ претставува битен автономен тек на промена на примарните пари, што од друга страна иницира реверзибилен процес на влијание на примарните пари врз движењата на девизниот пазар (кои се функција на низа економски и субјективни фактори). Насоката на корелираност на примарните пари нето девизната актива на Централната банка е позитивна. Секој пораст на нето девизната актива (на пример преку пораст на нето откупот на девизи на девизниот пазар) предизвикува пораст на примарните пари и обратно.

И покрај тоа што промените на примарните пари детерминирани од поединечен фактор не можат да се разгледуваат изолирано, сепак преку следење на промените во нето девизната актива и примарните пари во периодот 1997 - 2001 година може да се согледаат монетарните ефекти на девизните трансакции<sup>14</sup>.

Табела 6

**Примарни пари и нето девизна актива на НБРМ**

година	ПП	НДА	Учество на промените
			на НДА во промените на ПП
просечна промена (%)			
1997	1,03	0,65	63,41
1998	0,34	1,97	584,30
1999	1,06	8,21	776,31
2000	3,55	4,51	126,98
2001	3,61	2,22	61,66
<b>просек</b>	<b>1,92</b>	<b>3,51</b>	

Легенда: ПП - примарни пари

НДА - нето девизна актива

Податоците покажуваат позитивна корелираност на промените на нето девизната актива и промените на примарните пари. Притоа, можат да изведат следниве заклучоци:

1. Во анализираниот период процентуалното учество на промените на нето девизната актива во промените на примарните пари е исклучително високо (со исклучок на на 1997 година, кога нето кредитирањето на банките од страна на Централната банка сеуште се одржуваше на високо ниво и 2001 година, кога приливите од приватизацијата на Македонскиот Телеком беа, во значаен дел

<sup>14</sup> Врз нивото на примарни пари влијаат девизните трансакции на Централната банка. Девизните трансакции на банкарскиот систем (трансакции со нерезиденти) влијаат врз движењето на паричната маса.

- компензирани со интервенциите на НБРМ на девизниот пазар преку нето продажба на девизи<sup>15</sup>);
2. Повисоката просечна промена на нето девизната актива, во однос на просечната промена на примарните пари, во анализираниот период укажува на влијанието на останатите автономни фактори, но воедно покажува успешно неутрализирање на автономното влијание на девизните трансакции, преку инструментите за монетарно регулирање. Оваа констатација е битна, од аспект на оцената на капацитетот на Централната банка за регулирање на примарните пари и нивно одржување во оптимално дефинираните рамки.
- б) **Кредити одобрени на банките:** кредитите на банките, одобрени од страна на Централната банка имаат директен ефект врз порастот на примарните пари. Имено, секое одобрување на кредит од страна на Централната банка значи дополнително инјектирање на ликвидност во банкарскиот сектор.

Табела 7

Примарни пари и кредити одобрени на банките

година	ПП	КБ
	просечна промена (%)	
1997	1,03	-1,79
1998	0,34	-0,63
1999	1,06	-11,90
2000	3,55	-6,33
2001	3,61	-3,33
<b>просек</b>	<b>1,92</b>	<b>-4,8</b>

Легенда: ПП - примарни пари

КБ - кредити одобрени на банките

Табелата покажува дека во текот на набљудуваниот период, кредитите на банките, во просек делуваа во насока на повлекување на примарни пари. Движењето на кредитите одобрени на банките и нивната структура ја рефлектира еволуцијата на монетарниот инструментариум, како и осцилациите на ликвидносната позиција на банките. Така, со редизајнирањето на инструментите на монетарната политика во насока на поголема флексибилност и пазарна ориентираност беше напуштено селективното кредитирање. Притоа, беа воведени аукциите на депозити, како основен инструмент (до 1999 година) за управување со ликвидноста на банкарскиот систем. Воведувањето на аукциите на депозити (кредити) и нивното перманентно реформирање имаше за цел поставување на овој инструмент како преодна форма кон операции на реоткуп (репо операции). Аукциите на кредити (од аспект на анализираниот период) претставуваа основен тек на креирање на примарни пари во 1997, 1998 и првите три квартали од 1999 година. Почетокот на косовската криза и високите девизни приливи детерминираа значително зголемување на ликвидноста на банките, со што повеќе не постоеше потреба за користење на кредити од Централната банка (последната аукција на кредити е одржана во април 2000 година). Тоа ја објаснува високата негативна просечна промена на пласманите на НБРМ кај банките во 1999 година, како и најголем дел од нивното намалување во 2000 година. Во втората половина на 2000 година и во текот на 2001 година, кај кредитите одобрени на банките не се регистрирани поголеми флукуации. Следствено, и покрај високата просечна промена на пласманите кај банките во анализираниот период, тие не претставуваат позначаен тек на креирање / повлекување на примарни пари. И покрај тоа што кредитите одобрени на банките во голема мерка се детерминирани од побарувачката, сепак преку дефинирање на условите на користење НБРМ може

<sup>15</sup> Во услови на перманентни притисоци за депресирање на македонскиот денар, детерминирани од воената криза во државата.

успешно да го контролира нивното користење и преку контрола на нивната понуда да го контролира и нивното влијание врз примарните пари. Следствено, овој тек не би можел во значителна мерка да ја намали моќта на Централната банка за контролирање на примарните пари и нивно користење како оперативен таргет. Ова произлегува оттаму што кредитите на Централната банка се поставени, пред сè во функција на неутрализирање на автономните движења на девизните трансакции и позицијата на државата кај Централната банка и следствено, успешна контрола на движењето на примарните пари.

в) **Нето позиција на државата кај НБРМ:** независно од степенот на развиеност на економијата, нето позицијата на државата кај Централната банка претставува еден од позначајните текови на креирање на примарни пари. Истовремено, овој тек е исклучително комплексен и е детерминиран од низа фактори: законски дефинираните односи помеѓу Централната банка и државата, степенот на дисциплинираност на фискалната политика, преференциите на државата за финансирање на буџетскиот дефицит од домашни или екстерни извори итн.

Табела 8  
Примарни пари и нето позиција на државата

	ПП	НПД	Учество на промените на НПД во промените на ПП (во %)
	Просечна промена во милиони денари		
1997	6.172	1.398	22,3
1998	6.983	2315	33,2
1999	7.621	118	1,55
2000	8.495	-9.872	н.а.
2001	10.817	-25.380	н.а.

Легенда: ПП - примарни пари  
НПД - нето позиција на државата кај НБРМ

Нето позицијата на државата кај НБРМ претставува разлика помеѓу кредитите одобрени на државата и депозитите на државата кај НБРМ. Следствено, високите негативните промени во апсолутен износ значат зајакнување на позицијата на државата и обратно.

Од податоците презентирани во табелата можат да се извлечат следниве заклучоци:

1. Во првите две години од набљудуваниот период, нето позицијата на државата претставува значаен тек на креирање на примарни пари. Притоа, структурната анализа покажува дека побарувањата на Централната банка од државата не се однесуваат на директно кредитирање. Имено, најголемиот дел од побарувањата се однесуваат на откуп на државни обврзници (емитирани во функција на санација на банкарскиот систем и врз основа на старото замрзнато штедење). Ова е компатибилно со одредбите од стариот Закон за НБРМ за лимитирано кредитирање на државата, од страна на Централната банка;
2. Од 1999 година, нето позицијата на државата бележи континуирано зајакнување, што во услови на незначителни промени на обврските, во целост се должи на трендот на пораст на депозитите на државата.

Движењата укажуваат на перманентно зајакнување на фискалната дисциплина. Ваквиот тренд, поддржан со неможноста за задолжување на државата кај Централната банка (согласно новиот Закон за НБРМ) имплицира непостоење на потреба и можност за монетизација на буџетскиот дефицит и следствено,

зголемување на капацитетот на Централната банка за контрола на овој автономен тек на креирање на примарни пари.

### 2.3.2 Контрола на примарните пари

Примарните пари претставуваат единствена парична категорија врз која Централната банка има директна контрола. И покрај тоа степенот на контролабилност на примарните пари ќе биде детерминиран од капацитетот на Централната банка за успешна контрола на автономните текови на креирање на примарни пари. Ова, пак во најголема мерка е функција на ефикасноста и степенот на флексибилност на сетот инструменти за монетарно регулирање.

Во малите и отворени економии, како што е Македонија (особено во земјите кои применуваат стратегија на таргетирање на девизниот курс), Централната банка не може да остане индиферентна на движењата на девизниот пазар. Притоа, во овие економии стабилниот девизен курс и високите каматни стапки го стимулираат приливот на странски капитал, што во крајна инстанца се рефлектира врз ликвидноста на банкарскиот систем. Следствено, основен проблем на Централната банка во овие услови е стерилизирање на ликвидноста. Во Македонија овој проблем се појавува во модифицирана форма. Имено, во услови на нелиберализирани капитални трансакции притисоците за депресирање на девизниот курс главно се должат на: а) повисока побарувачка за девизи, во услови на пораст на увозот и б) повисока побарувачка за девизи, детерминирана од психолошки фактори, при евентуални екстерни шокови од неекономски карактер. Во првиот случај, и покрај краткорочните ефекти врз ликвидноста на банките и движењето на девизниот курс, се очекува дека на среден рок порастот на увозот ќе детерминира и пораст на извозот. Следствено, овие притисоци може да се компензираат преку интервенции со продажба на девизи на девизниот пазар, без позначајни последици врз нивото на девизни резерви и капацитетот на Централната банка за одржување на стабилноста на девизниот курс. Во вториот случај, доколку постојат индикации за значително нарушување на интервалутарната вредност на домашната валута, во моментот кога интервенциите со продажба на девизи индуцираат критично ниво на девизни резерви, Централната банка може да ја регулира побарувачката за девизи преку регулирање на ликвидноста.

Следствено, **примарните пари набљудувани како извор на побарувачка за девизи, можат да имаат третман на оперативен таргет на НБРМ.** Притоа, НБРМ не мора да утврдува ригиден квантитативен таргет на примарните пари. Така, следењето на примарните ќе биде во функција на:

- а. Обезбедување оптимално ниво на примарни пари, согласно ликвидносните потреби на банкарскиот сектор;
- б. Обезбедување оптимално ниво на примарни пари, од аспект на одржување на стабилно ниво на девизен курс.

Во доменот на управување со примарните пари, Република Македонија претставува училишен пример на земја со недоволно развиен финансиски пазар и сиромашно портфолио на хартии од вредност. Така, основен инструмент за регулирање на ликвидноста претставуваат (покрај задолжителната резерва) благајничките записи на Централната банка. Воедно, покрај инструментите кои се поставени на основа што овозможува нивна транзиција кон целосна пазарна ориентираност, се користат и инструменти кои имаат “специјален карактер”. Таков квази инструмент на монетарната политика е Фондот за поддршка на монетарната политика (државен депозит, на кој се депонираат средства во функција на стерилизација на ефектите од девизните трансакции, во случај на нето откуп на девизи), кој ја рефлектира координацијата на монетарната и фискалната политика.



Табела 9  
Текови на креирање и повлекување на примарни пари

	ПП	НДА	НПД	НКБ	нето промена на тековите на креирање/повлеку вање на примарни пари	
					Инструменти*	
просечна месечна промена во милиони денари						
1997	37	32	339	-178	<b>193</b>	<b>101</b>
1998	9	153	-74	-14	<b>65</b>	<b>21</b>
1999	71	1.211	-375	-131	<b>706</b>	<b>121</b>
2000	298	1	-789	-44	<b>599</b>	<b>272</b>
2001	361	675	-378	-19	<b>278</b>	<b>-148</b>

\*Позитивната промена означува повлекување, а негативната креирање на примарни пари.

Табелата покажува дека во набљудуваниот период НБРМ релативно успешно ги компензирала автономните текови на креирање/повлекување на примарни пари. Со исклучок на 2001 година, во просек инструментите на НБРМ перманентно ги компензираат тековите кои влијаат врз примарните пари. Следствено, инструментариумот на НБРМ е поставен на компатибилна основа со оптималното ниво на примарни пари.

Дали НБРМ ќе се фокусира на примарните пари при оперативното спроведување на монетарната политика, а особено при преземањето мерки кои се директно во функција на стабилноста на девизниот курс не е детерминирано единствено од **моќта на НБРМ за контролирање на примарните пари**. Еднакво битен критериум е **меѓусебната поврзаност на примарните пари (оперативен таргет) и девизниот курс (интермедијарен таргет)**.

Меѓусебната зависност е тестирана на две групи варијабли: 1) девизен курс на денарот во однос на германската марка на девизниот пазар и примарните пари и 2) девизен курс на денарот во однос на германската марка на менувачкиот пазар и примарните пари.

1. Во првиот случај се земени месечни податоци во периодот 1997-2001 година.

Табела 10  
Меѓусебна зависност на примарните пари и девизниот курс на девизен пазар (ниво на значајност 0,05, Granger Causality тест)

Варијабли	Временско задоцнување
Примарни пари - девизен курс на девизен пазар*	6 месеци

\*месечна промена на примарните пари, месечна промена на девизниот курс денар - германска марка на девизниот пазар;

Резултатите покажуваат дека примарните пари влијаат врз девизниот курс, со временско задоцнување од **шест месеци**. Меѓутоа резултатот за меѓусебната зависност на овие две варијабли не е поткрепен со доволно висок коефициент на корелација.

Табела 11

## Матрица на корелација

	DER	DPP
DER	1	0.030604686
DPP	0.030604686	1

Легенда: DER - месечна промена на девизниот курс денар - германска марка на девизниот пазар  
DPP - месечна промена на примарните пари

Временското задоцнување од шест месеци на влијанието на промената на примарните пари врз девизниот курс може да се објасни со постоењето на определени законски ограничувања на држењето девизи во депозит на правни лица. Имено, во законските прописи постојат одредби со кои се утврдува максималниот период на држење на девизни средства на сметка, од страна на правни лица. По неговото истекување (овој лимит во текот на анализираниот период варираше од 30-180 денови), правните лица имаат обврска да ги пласираат девизните средства на девизниот пазар. Имајќи предвид дека во најдолгиот период (180 денови, шест месеци) постои можност за кумулирање на повисок износ на девизи, нивната продажба на девизниот пазар имплицира најсилни ефекти врз девизниот курс, а истовремено предизвикува пораст на примарните пари (пред сè на трансакционите депозити). Овој пораст може да иницира повторно формирање на побарувачка за девизни средства (детерминирана од низа различни фактори) која ќе иницира промени во девизниот курс. Сепак, оваа констатација е од релативна природа имајќи предвид дека движењата на девизниот пазар и на девизниот курс можат да бидат и под влијание на низа други фактори (на пример високите девизни приливи и високиот износ на понуда на девизи на девизниот пазар во 1999 и 2000 година).

Сепак, нискиот степен на корелација помеѓу примарните пари и девизниот курс имплицира непостоење на систематска врска помеѓу овие две варијабли. Имено, примарните пари несомнено можат да влијаат врз девизниот курс на девизниот пазар (преку креирање на побарувачка за девизни средства), *ceteris paribus* меѓутоа тоа не мора да претставува правило.

- Во вториот случај земени се дневни податоци за движењето на примарните пари и девизниот курс денар - германска марка на менувачкиот пазар, во периодот декември 1998 - декември 2001 година.

Табела 12

Меѓусебна зависност на примарните пари и девизниот курс денар - германска марка на менувачки пазар (ниво на значајност 0,05, Granger Casualty тест)

Варијабли	Временско задоцнување
Девизен курс на менувачки пазар - примарни пари*	2 дена

\* дневна промена на девизниот курс денар - германска марка на менувачкиот пазар, дневна промена на примарните пари;

Во овој случај, тестирањето на меѓусебната зависност на двете варијабли не покажува битна промена на девизниот курс при промена на нивото на примарни пари. Многу позначајно влијание, според резултатите има промената на девизниот курс врз примарните пари (со кусо временско задоцнување од **два дена**). Имајќи предвид дека станува збор за менувачки пазар, каде партиципираат физички лица, резултатите можат да се толкуваат на следниов начин: физичките лица се високо респонзивни на промените во девизниот курс (при што иницијалните промени не секогаш се последица на повисока побарувачка на девизи и однесувањето на физичките лица, туку можат да бидат детерминирани од мноштво други фактори). Следствено, секоја познателна промена на девизниот курс (особено намалувањето на

интервалутарната вредност на домашната валута) предизвикува промена во однесувањето на субјектите (поголема побарувачка за девизи, која исцрпува еден дел од примарните пари). Ова е поткрепено и со негативната корелација помеѓу примарните пари и девизиот курс. Но, и во овој случај коефициентот на корелација е слаб, укажувајќи на несистематскиот карактер на поврзаноста на двете варијабли.

Табела 13

Матрица на корелација

	DDKM	DPP
DDKM	1	-0.074702983
DPP	-0.074702983	1

Легенда: DDKM – дневна промена на девизиот курс денар - германска марка на менувачкиот пазар  
DPP – дневна промена на примарните пари

\*\*\*

Фокусирањето врз примарните пари, од страна на НБРМ е во функција на регулирање на ликвидноста на банкарскиот систем и нејзино одржување на оптимално ниво. Од друга страна, стратегијата на таргетирање на девизиот курс наметнува потреба од контрола на квантумот на примарни пари кој се насочува кон девизиот пазар и предизвикува позначителни флукуации на девизиот курс. Сепак, непостоењето на силна и систематска врска помеѓу овие две варијабли не создава можност за користење на примарните пари како **експлицитен оперативен таргет**<sup>16</sup>. Во услови кога на девизиот пазар се присутни поголеми турбуленции, Централната банка може да го одржува интермедијарниот таргет (девизиот курс) во дефинираните рамки со одржување на примарните пари на ниво кое овозможува враќање и одржување на девизиот курс на таргетираното ниво. Следствено, примарните пари (особено ликвидноста на банките, како компонента на примарните пари) имаат третман на **квази оперативен таргет** на монетарната политика.

### 2.3.2. Каматна стапка на пазарот на пари

Современите трендови се ориентирани кон конципирање на сè пофлексибилна рамка на монетарната политика фокусирана на пазарите на пари. Тоа упатува на постепена транзиција од контрола и регулирање на ликвидноста кон поставување на рамка, во која централната позиција ја заземаат краткорочните каматни стапки (како инструмент варијабла). Притоа, еволуцијата оди во насока на редуцирање на директната контрола на Централните банки врз финансиските пазари. Следствено, Централната банка има задача да ги насочува движењата на каматните стапки, а не директно да ги контролира.

Во овој контекст, ориентацијата на Централната банка е кон продуцирање на т.н. “сигнал ефекти”, кои ќе се рефлектираат врз очекувањата на економските субјекти и ќе овозможат движења на финансиските пазари, конзистентни со целите на Централната банка. Притоа, битен елемент е правењето дистинкција помеѓу: а) класичното управување со ликвидноста на банкарскиот систем, од страна на Централната банка и б) сигнализирањето, кое влијае врз оперативниот таргет.

Дефинирањето на краткорочните каматни стапки, како оперативен таргет е карактеристично за оние земји каде каматната стапка има третман на битна варијабла

<sup>16</sup> И покрај тоа што теоријата го сугерира ова, во услови на стратегија на таргетирање на девизиот курс и недоволно развиени финансиски пазари.

во трансмисиониот механизам на монетарните процеси. Следствено, Централната банка преку поставување на редовните инструменти за монетарно регулирање (задолжителна резерва, операции на отворен пазар, расположиви кредитни линии), упатува на сопствениот став за висината на каматната стапка на пазарот на пари, односно за: 1) оптималната ликвидност; 2) оптималното ниво на краткорочните каматни стапки, од аспект на нивниот ефект врз долгорочните каматни стапки и следствено, врз крајната цел на Централната банка.

Од ова може да заклучи дека пазарите на пари играат значајна улога во процесот на спроведување на политиката на Централната банка. Нивното ефикасно функционирање овозможува прераспределба на ликвидноста на банките и пазарно формирање на каматните стапки, согласно движењето на понудата и побарувачката за ликвидни средства.

Во Република Македонија институционализираниот пазар на пари е воспоставен во 1997 година<sup>17</sup>. Со тоа, наспроти дотогашното директно посредување на НБРМ поставен е механизам за пазарна и ефикасна дистрибуција на ликвидноста на банките. Притоа, улогата на НБРМ на пазарот на пари е во насока на регулирање на понудата и побарувачката за ликвидни средства.

Капацитетот на краткорочната каматна стапка на пазарот на пари, како оперативен таргет на монетарната политика на НБРМ е под влијание на следниве фактори:

1) Во услови на стратегија на таргетирање на девизниот курс и поставени рестрикции на капиталните трансакции, оптимален оперативен таргет се примарните пари, односно *ad hoc* регулирањето на ликвидноста во економијата. Имено, во вакви околности пазарот на пари се јавува како апсорбер на шоките на девизниот пазар. Ова се потврдува и со тестот за **меѓузависност на каматната стапка на пазарот на пари и девизниот курс (денар-германска марка) на девизниот пазар**. Тестирањето (при ниво на значајност од 0,05) покажува дека промените во девизниот курс влијаат врз каматната стапка на пазарот на пари, но не и обратно.

Табела 14

Меѓусебна зависност на просечната пондерирана каматна стапка на пазарот на пари и девизниот курс денар-германска марка на девизниот пазар (ниво на значајност 0,05, Granger Causality тест)

Варијабли	Временско задоцнување
Девизен курс на девизен пазар - каматна стапка на пазар на пари*	2 месеци

\* месечна промена на девизниот курс денар - германска марка на девизниот пазар, месечна промена на просечната пондерирана каматна стапка на пазарот на пари;

2) Во периодот на институционализирање на пазарот на пари, НБРМ имаше доминантна улога во покривање на недостатокот од ликвидност на банкарскиот систем. Имено, доминантен инструмент за монетарно регулирање во тој период (сè до средината на 1999 година) претставуваа аукциите на кредити на НБРМ. Притоа, беа поставени прудентни лимити за користење на кредитите, кои се однесуваа на капиталот на банките, односно кредитите не беа колатерализирани. Оттаму и нивната атрактивност, што ја зајакнува активната улога на Централната банка во

<sup>17</sup> Станува збор за воспоставување на пазар на пари во организирана форма. Покрај движењата на овој пазар, при водењето на монетарната политика исклучително битни индикатори се и движењата на аукциите на благajnички записи, како и меѓубанкарското билатерално тргување надвор од институционализираниот пазар.

регулирањето на ликвидноста, наспроти сеуште недоволно развиениот и ефикасен пазар на пари. Ова може да се потврди и со перманентно повисокото ниво на каматната стапка на пазарот на пари, во однос на каматната стапка на аукциите на кредити, во текот на 1998 година. По шокот во 1999 година (Косовската криза и високите девизни приливи), високото ниво на ликвидност во банкарскиот сектор го исцрпе интересот за користење на кредити, детерминирајќи целосно замирање на овој инструмент. Ова, како и реформите во овој домен (колатерализирано одобрување на кредити, со аукции еднаш неделно), во услови на поголеми потреби за ликвидност на банките овозможува помалку активен пристап на НБРМ и пренасочување на банките на пазарот на пари, зголемувајќи ја перманентно неговата ефикасност (во смисла на поголема респонзивност на каматната стапка на пазарот на пари на промените во ликвидноста);

Табела 15

Каматна стапка на аукциите на кредити и на пазарот на пари (во%)

	Каматна стапка на аукции на кредити	Просечна пондерирана каматна стапка на пазарот на пари
I.1998	14.8	19.66
II	15.3	18.13
III	14.2	18.03
IV	14.1	18.07
V	13.7	18.00
VI	13.9	17.98
VII	13.7	18.02
VIII	14.4	17.53
IX	14.4	17.21
X	15.6	17.14
XI	16.05	17.17
XII	18.3	18.12
I.1999	19.6	19.13
II	17.6	19.65
III	21.2	20.08
IV	24.7	21.09
V	25.2	21.84
VI	19.1	20.62
VII	16	18.45
VIII	13.8	17.47
IX	13.5	15.25
X	14.5	11.92
XI	13.4	11.63
XII	11.9	11.62

3) Високото ниво на ликвидност од 1999 година наваму делумно се апсорбира преку вложување во благајнички записи на Централната банка, а делумно преку пласирање на средствата на пазарот на пари. Имајќи предвид дека благајничките записи се нискоризичен и нископриносен финансиски инструмент, нивното постоење (особено во услови на сиромашно портфолио на хартии од вредност) не доведува до значително нарушување на движењата на пазарот на пари. Сепак, воената криза во 2001 година и потребата од стерилизирање на вишокот на ликвидност во економијата (со цел одбрана на таргетираното ниво на девизен курс) детерминираше поставување на високо ниво на каматни стапки на аукциите на благајнички записи и организирање на аукции на принципот “тендер со износи”. Тоа овозможи насочување на поголем дел

од ликвидноста во благајнички записи, намалувајќи ја понудата на ликвидни средства на пазарот на пари. Сепак, овие движења беа од привремен карактер, имајќи го предвид подоцнежното намалување на каматните стапки на аукциите на благајнички записи и значителното зголемување на прометот на пазарот на пари. Така, по значителното намалување на прометот на пазарот на пари во јули 2001 година, во периодот октомври 2001 година - март 2002 година тој бележи перманентно зголемување, при што во март 2002 година беше регистриран највисок износ од неговото основање. Истовремено, износот на продадени благајнички записи се одржува на перманентно високо ниво. Ваквите движења покажуваат дека пазарот на пари и аукциите на благајнички записи се надополнуваат, овозможувајќи ефикасна прераспределба на ликвидноста во банкарскиот систем.

Од ова (точките 2 и 3) може да се изведе следниов заклучок: функционирањето на пазарот на пари, во периодот на неговото постоење во организирана форма беше дерогирани од влијанието на екстерни шокови, кои ја инхибираа неговата ефикасност, како и целосната имплементација на реформите на монетарниот инструментариум насочени кон ефикасно и оптимално работење на пазарот на пари. Сепак, движењата во 2001 година (високата респонзивност на каматната стапка на пазарот на пари на промените во каматните стапки на аукциите на благајнички записи) укажуваат на постепено зголемување на сигнализирачкиот капацитет на НБРМ, што овозможува повисока ефикасност на монетарната политика воопшто.

\*\*\*

Каматната стапка на пазарот на пари, преку промените во нивото на ликвидност (во услови на нејзино ендогенизирање, при стратегија на таргетирање на девизниот курс) ги апсорбира шоките во економијата. Воедно, инструментите за монетарно регулирање на Централната банка се флексибилно поставени и во функција на одржување на стабилно ниво на девизен курс, што во определени околности може да значи нарушување на ефикасноста на пазарот на пари. Ваквите констатации го доведуваат во прашање значењето на каматната стапка на пазарот на пари како оперативен таргет. Воедно, постоењето на рестрикции на капиталните трансакции дополнително ја намалува јачината на врската помеѓу каматната стапка и интермедијарниот таргет.

Сепак, промените во поставеноста на инструментите за монетарно регулирање, како и воведувањето на новиот платен систем, (РТГС системот, кој овозможува: постојано следење на ликвидноста од страна на банките, задоволување на евентуалните ликвидносни потреби за трансакциони цели преку интрадневниот кредит на НБРМ, оптимална дисперзија на ликвидноста) создаваат претпоставки за ефикасно функционирање на пазарот на пари и поголема респонзивност на каматната стапка на пазарот на пари на промените во ликвидноста на банкарскиот сектор.

Со тоа, НБРМ и нејзините активности ќе бидат компатибилни со трендовите на поголемо фокусирање на краткорочните каматни стапки и тоа преку зголемување на капацитетот на Централната банка за сигнализирање. Ова е особено битно во услови на либерализирање на капиталните трансакции (најавени со новиот Закон за девизно работење), кога флукуациите во ликвидноста ќе се рефлектираат врз каматната стапка на пазарот на пари, кои со определено временско задоцнување ќе овозможат рамнотежување на вкупните економски движења (со претпоставка за дозволено флукуирање на девизниот курс во определени граници).

### 3. Заклучок

Оперативните таргети претставуваат битна алка во рамките на трансмисиониот механизам на монетарните процеси. Притоа, нивниот избор се утврдува на оперативното ниво на монетарната политика и претставува битна детерминанта на изборот на оперативните инструменти и процедури на Централната банка.

Изборот на оперативниот таргет е функција на: а) степенот на развиеност на финансиските пазари и ширината на портфолиото на хартии од вредност во економијата и б) применуваната монетарна стратегија. Генерално, изборот се сведува на избор помеѓу примарните пари и краткорочните каматни стапки. Каматните стапки се оптимален оперативен таргет во услови на развиени и ефикасни финансиски пазари, каде каматните стапки се релевантен индикатор за пазарните движења и очекувања. Притоа, каматната стапка може да биде користена како оперативен таргет, независно од избраната монетарна стратегија. Генерално **предностите** на каматните стапки, како оперативен таргет се рефлектираат преку:

1. Намалени флуктуации на каматните стапки;
2. Полесно следење и разбирање;
3. Јасно сигнализирање на интенциите на Централната банка;
4. Полесно и поефикасно управување со ликвидноста на банкарскиот сектор.

**Недостаток** претставува потребата од постоење на ефикасни и развиени пазари на пари.

Таргетирање на примарните пари е пожелно во услови на недоволно развиени финансиски пазари, со исполнети претпоставки за стабилен монетарен мултипликатор (при монетарно таргетирање) и постоење на рестрикции на капиталните трансакции (при стратегија на таргетирање на девизниот курс). **Предност** на таргетирањето на примарните пари претставува непостоењето потреба од развиен пазар на пари. **Недостатоците** на користењето на примарните пари, како оперативен таргет се манифестираат преку:

1. Потешко следење и разбирање на квантитативните варијабли;
2. Помалку ефикасно сигнализирање;
3. Флуктуации на каматните стапки.

Во земјите кои девизниот курс го користат како номинално сидро (на пример Македонија), потребата од постојано одржување на девизниот курс на таргетираното ниво во голема мерка го профилира сетот на оперативни инструменти и процедури на Централната банка и следствено, изборот на оперативниот таргет. Во Република Македонија, Централната банка не користи експлицитно дефиниран оперативен таргет. Притоа, согласно стратегијата на таргетирање на девизниот курс и постоечките рестрикции на капиталните трансакции, следењето на примарните пари, особено ликвидноста на банките во комбинација со каматната стапка на пазарот на пари (нивно користење како квази оперативен таргет), од аспект на нивното влијание врз движењата на девизниот пазар претставува оптимален механизам за контрола на интермедијарниот таргет.

Сепак, интенциите се насочени кон продлабочување и зголемување на ефикасноста на пазарот на пари. Така, реформирањето на инструментариумот за монетарно регулирање, како и реформите во платниот промет овозможуваат

поактивно управување со ликвидноста од страна на банките, помалку активен пристап на Централната банка во овој домен и следствено поголемо значење на пазарот на пари, како посредник во прераспределбата на ликвидноста помеѓу финансиските институции. Со тоа, каматната стапка на пазарот на пари постепено станува соодветна рефлексија на ликвидноста во банкарскиот систем. Воедно, ова го зголемува капацитетот на НБРМ за сигнализирање преку промените во монетарниот инструментариум.

Во крајна инстанца, предвидената либерализација на капиталните трансакции го наметнува како императив развојот на пазарот на пари, во вистинска смисла на зборот. Од друга страна, реформирањето на банкарскиот систем треба да овозможи и намалување на ригидноста на банкарските каматни стапки и функционирање на трансмисијата на монетарните импулси преку каналот на каматни стапки. Тоа ќе го зголеми значењето на промените на каматната стапка на пазарот на пари, како клучна алка на пренесување на монетарните импулси до банкарските каматни стапки. Следствено, НБРМ во иднина ќе треба да се фокусира пред сè на краткорочната каматна стапка на пазарот на пари, интегрирајќи се на тој начин во светските текови и тенденции на користење на каматните стапки како основен оперативен таргет на монетарната политика.

#### **Користена литература:**

1. Borio, E.V., The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey, BIS Economic Papers No.47, 1997;
2. Bisignano J., Varieties of Monetary Policy Operating Procedures: Balancing Monetary Objectives with Market Efficiency, BIS Working Paper No.35, 1996;
3. Билтени и годишни извештаи на НБРМ, различни изданија;
4. Наумовска А., Трансмисиониот механизам на монетарната политика и ефикасноста на банкарскиот систем - со посебен осврт на Република Македонија, НБРМ, 2002 година;
5. Schaechter A., Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Sheet, IMF Working Paper 01/149, 2001;
6. Ставрески З., Избор на оптимална монетарна стратегија и инструменти за монетарно регулирање на Народна банка на Република Македонија, НБРМ, 2002 година.



**М-р Анета Наумовска, Директор, Дирекција за истражување, НБРМ**  
**Билјана Давидовска, Виш истражувач, Дирекција за истражување, НБРМ**  
**Ѓорѓи Гоцков, Виш истражувач, Дирекција за истражување, НБРМ**

## **Македонската економија во десетгодишниот период на монетарна самостојност**

Дезинтеграционите процеси во поранешна СФРЈ во почетокот на 1990-те години резултираа со распаѓање на оваа федеративна заедница и создавање на неколку независни држави од нејзините дотогашни републики. Ваквите процеси беа резултат на напорите да се најде излез и решение за економската криза во поранешна СФРЈ која започна во осумдесетите години и која беше генерирана од следново: нерационален и неефикасен политички и економски систем; застарена и неадекватна стопанска структура; структурна неурамнотеженост; висока увозна зависност; висок степен на бирократизација во стопанството, нестопанските дејности и државните органи; заостанување во техничко-технолошкиот и научниот развој. Следствено, постоеше економска неефикасност и ниска продуктивност на трудот, општествениот капитал сè повеќе се прелеваше во непроизводна потрошувачка, слабееше акумулативната и репродуктивната способност на стопанството, растеа загубите во стопанството и великвидноста, при висок степен на надворешно-економска задолженост.

Излез од кризата преку создавање на нов политички и економски систем побара и Република Македонија. По спроведениот референдум за одвојување од поранешна СФРЈ, на 8 септември 1991 година Република Македонија стана суверена и самостојна држава, а со донесувањето на Уставот како највисок правен акт на државата (на 17 ноември истата година) беа утврдени темелните вредности на новиот уставен поредок. Воедно, со тоа беа поставени основите на новото општествено-економско уредување и на новите економски односи, со кои се гарантира слобода на пазарот и претприемништвото, еднаква правна положба на сите субјекти на пазарот и негова отвореност за странски субјекти и инвеститори.

По осамостојувањето, Република Македонија се соочи со проблемот на драстично стеснување на пазарот, како последица на исчезнувањето на единствениот пазар на територијата на поранешна СФРЈ. Истовремено, како последица на неповолното надворешно окружување поради војната на територијата на поранешна Југославија и санкциите на ООН кон СР Југославија, се прекинаа дотогашните економски врски со поранешните републики. Одржувањето на економските врски со земјите од Европа по заобиколен пат резултираше со зголемување на транспортните трошоци. Како мала и отворена економија, соочена со новонастанатите проблеми и низата наследени проблеми кои произлегуваа од продолжувањето на економската криза од осумдесетите години, Република Македонија во периодот непосредно по осамостојувањето им даде приоритет на следните задачи:

1. *Монетарно осамостојување*, односно воведување на национална парична единица - како симбол на суверенитетот и самостојноста;
2. Изработка и спроведување на *стабилизациона програма*, како предуслов за остварување на макроекономска стабилност;
3. *Санација на банкарскиот систем*, како составен дел и предуслов за развој на финансискиот систем во државата;

4. *Приватизација на општествениот капитал*, како значаен предуслов за транзиција кон пазарното стопанство.

## **I. Монетарно осамостојување на Република Македонија**

Институционалните основи на монетарниот систем на Република Македонија беа поставени на 26 април 1992 година со донесувањето на Законот за парична единица на Република Македонија, Законот за употреба на паричната единица на Република Македонија и Законот за Народна банка на Република Македонија. Монетарното осамостојување значеше создавање предуслови за дизајнирање и имплементирање на независна, самостојна макроекономска политика.

Со Законот за парична единица на Република Македонија беше воведена нова парична единица - македонски денар, како законско средство за плаќање на територијата на Република Македонија. Со Законот за употреба на паричната единица на Република Македонија беше утврдено денарот како законско средство за плаќање да почне да се употребува од 27 април 1992 година. Во периодот од 28 до 30 април 1992 година се изврши замена на југословенските динари за македонски денари (во однос 1:1) и на 30 април 1992 година книжните банкноти на југословенскиот динар престанаа да важат како законско платежно средство во Република Македонија (а од 27 април 1993 година и кованиците динари). Денарите првично беа воведени во вид на вредносни бонови, како привремена парична единица. Дефинитивните книжни и ковани денари беа пуштени во оптек на 10 мај 1993 година, со што вредносните бонови постепено беа истиснувани како законско средство за плаќање заклучно со 30 ноември 1993 година.

Во согласност со новиот Законот за Народна банка на Република Македонија, кој стапи во сила на 30.01.2002 година, основна цел на монетарната политика на Народна банка на Република Македонија (НБРМ) претставува одржување на ценовната стабилност. Притоа, НБРМ е наполно самостојна при спроведувањето на монетарната политика, односно при изборот на инструментите на монетарно регулирање. За остварување на крајната цел, НБРМ утврдува интермедијарен таргет на монетарната политика. Притоа, во периодот од април 1992 година до септември 1995 година, НБРМ применуваше стратегија на монетарно таргетирање, а интермедијарен таргет претставуваше паричната маса M1. Примената на оваа стратегија се покажа како најсоодветна во периодот непосредно по монетарното осамостојување, од следните причини: а/ непостоење на развиени финансиски инструменти и институционална структура; б/ отсуство на влијание на каматните стапки врз однесувањето на економските субјекти и економските активности, и в/ висок степен на меѓузависност помеѓу агрегатната побарувачка и паричната маса (монетарната понуда).

Реализацијата на монетарните таргети во 1992 и 1993 година се вршеше во услови кога покрај ценовната стабилност, монетарната политика требаше да овозможи финансиска поддршка на одредени приоритетни активности преку одобрување на селективни кредити, односно кредити за специјални намени (главно за поддршка на аграрот и извозот). Тоа го отежнуваше спроведувањето на монетарната политика и нејзината ефикасност. Поради тоа подоцна се пристапи кон сеопфатна монетарна реформа. Така, од почетокот на мај 1993 година се започна со постепено напуштање на селективните кредити како инструмент на монетарно регулирање, што заврши со нивно дефинитивно напуштање на 31 март 1994 година.

На почетокот, непосредно по монетарното осамостојување, НБРМ се служеше со следните инструменти (мерки) на монетарната политика: 1/ *Операции на рефинансирање на банките*, како основен инструмент за регулирање на монетарната понуда и остварување на политиката на монетарно таргетирање. Имено, операциите на рефинансирање се вршеа врз основа на реесконттирање на кредити кои банките им ги одобриле на крајните корисници за одредени намени. Со тоа, НБРМ извршуваше и селективна функција - функција на насочување на средствата од примарната емисија во одредени приоритетни стопански дејности. Притоа, можноста за реесконттирање на кредити беше лимитирана со квоти, со цел усогласување на квантитативната и селективната функција на монетарната политика; 2/ *Доброволни благајнички записи на НБРМ*, кои во праксата се користеа само за повлекување на примарни пари и апсорбирање на ликвидноста на банките, со што се создаваа вештачки рамки за дополнително креирање на примарни пари и се редистрибуираше ликвидноста меѓу поделните сектори. Со тоа се изгуби основната цел на нивното воведување, поради што овој инструмент беше укинат во јули 1992 година; 3/ *Задолжителна резерва*, чија основна намена е контрола на кредитниот потенцијал на банките и монетарната мултипликација. Со напуштањето на селективните инструменти на монетарната политика, се создадоа услови за ефикасно управување со монетарната понуда, преку постепено воведување на современи индиректни - пазарни инструменти на монетарна регулација.

По осамостојувањето, во Република Македонија не постоеше девизен пазар на кој девизните операции би се извршувале од страна на банките. Тргувањето со девизи главно се одвиваше на трг. “црн девизен пазар”, каде што тргувањето со девизи се вршеше исклучиво за готовина. Институционалните рамки на официјалниот девизен пазар во Република Македонија беа поставени со донесувањето на Законот за девизно работење во мај 1993 година. Според овој закон, НБРМ е надлежна за пропишувањето на начинот и организацијата на работа на девизниот пазар.

Основна претпоставка за успешно и ефикасно спроведување на стратегијата на монетарно таргетирање е постоење на стабилност на побарувачката за пари. Побарувачката за пари, по дефиниција, е детерминирана од нивото на доход, нивото на цени и краткорочните и долгорочните каматни стапки. Врз основа на досегашното практично искуство, побарувачката за пари во Република Македонија е релативно нестабилна, главно поради транзиционите и екстерните шокови, како и ефектот на валутна супституција. Така, од октомври 1995 година НБРМ премина кон примена на монетарна стратегија на таргетирање на номиналниот девизен курс на денарот во однос на германската марка, при што одржувањето на стабилноста на девизниот курс на денарот претставува интермедијарна цел на монетарната политика. Со тоа, монетарната понуда стана ендогена варијабла, подредена на остварувањето на интермедијарниот таргет.

## **II. Антиинфлациона програма**

Монетарното осамостојување на Република Македонија беше изведено во услови на хиперинфлација, како наследен проблем од поранешна СФРЈ. Главниот генератор на негативните економски перформанси (покрај висока инфлација уште и опаѓање на општествениот производ, висока невработеност, заостанување во технолошкиот и економскиот развој) се наоѓаше на страната на побарувачката, поради што како императив се постави барањето за воспоставување на макроекономска стабилизација, како претходна активност во структурните реформи, односно во процесот на трансформација на стариот во нов општествен, економски, политички, социјален и правен систем. Со други зборови, решението на економската

криза се бараше во радикални стабилизациони мерки, и тоа пред сè во рестриктивни монетарни и фискални политики. Ваквата определба е заснована на емпириски потврдените сознанија дека ценовната стабилност создава најповолен макроекономски амбиент за забрзан, долгорочно одржлив економски раст.

Поради тоа, заедно со монетарното осамостојување, македонскиот парламент во април 1992 година ја донесе и антиинфлационата програма. Главна цел на оваа програма беше елиминирање на хиперинфлацијата, која во април 1992 година достигна 86,1% на месечна основа, односно 1198,7% на годишно ниво, со тенденција за натамошно забрзување. Непосредно пред воведувањето на стабилизационата програма, менувачите на "црниот пазар" применуваа девизен курс кој беше драстично (за 300%) повисок од официјалниот, кој изнесуваше 200 динари за една германска марка. Антиинфлациониот пакет се состоеше од следните клучни мерки:

- воведување на нова валута-денар, со фиксен паритет во однос на германската марка од 360:1;
- рестриктивна монетарна политика, насочена кон редуцирање на понудата на пари и одржување на реално позитивни каматни стапки;
- редуцирање на делот од општествениот производ наменет за јавна потрошувачка од 38% на 35%, како одраз на определбата на владата за борба против инфлацијата;
- замрзнување на сите плати на нивото од 31 март, со можност за зголемување од 25-35% над тоа ниво во одредени дејности;
- ограничено замрзнување на цените, кое опфаќаше околу 18% од сите стоки, особено стратешките индустриски производи и неколку прехранбени артикли (леб, брашно, масло за јадење и шеќер). Цените на овие производи беа корегирани нагоре пред да бидат замрзнати, со цел да се намалат дисторзиите во постоечката структура на релативните цени.

Антиинфлационата (стабилизациона) програма се спроведуваше под многу тешки околности. Меѓу главните беа: неповолна состојба на платниот биланс, многу ниски девизни резерви, драстично опаѓање на општествениот производ како последица на брзата дезинтеграција на југословенскиот пазар, меѓународна изолација на земјата и економски блокади наметнати однадвор, особено од Грција. Исто така, во текот на спроведувањето на програмата се јавија и одредени девијации во смисла што конверзијата од динари во денари не беше адекватно изведена (беа разменети повеќе пари отколку што се очекуваше).

Сите овие тешкотии значае забавување, но не и прекин на прогресот кон стабилизација на стопанството. Така, по релативно високата месечна стапка на инфлација во април 1992 година, во мај и јуни таа забележа намалување и изнесуваше 72,4%, односно 17,0% соодветно. И покрај намалувањето, стапката на инфлација беше значително повисока од планираната месечна стапка за мај (45%) и јуни (8%). Неколку дена по воведувањето на стабилизациониот пакет, девизниот курс на странските валути на "црниот пазар" драстично се намали и се доближи до официјалниот курс на денарот. Инфлацијата продолжи да опаѓа и во наредните месеци, сведувајќи се на 8,3% во јули и 6,6% во август 1992 година. Истовремено, вкупното штедење оствари реален пораст и приносот од заштедите во домашна валута ја надмина премијата од курсни разлики на девизниот курс меѓу странските валути и денарот. Значаен придонес за ваквите движења имаше поставеноста на монетарната политика, чии цели и задачи по монетарното и економското осамостојување беа подредени на реализацијата на антиинфлационата програма. Притоа, основна квантитативна задача на монетарната политика беше порастот на паричната маса M1, кој на декемвриска основа (декември 1992 / декември 1991 година) беше утврден на 476,8%. Во периодот април-јуни 1992 година се изврши остра

децелерација на стапката на пораст на паричната маса M1. Така, во мај месечната стапка на пораст на овој монетарен агрегат беше соборена на 13,9%, додека во јуни таа беше сведена на 6,7%, што беше проследено со значително намалување на инфлацијата. Во периодот јули-септември 1992 година, како резултат на зголемената реална побарувачка за пари, беше извршено усогласување на понудата на пари, при што просечната месечна стапка на пораст на паричната маса во овој период изнесуваше 17,3%.

Но, кон крајот на јули 1992 година сериозно беше доведено во прашање натамошното опстојување на програмата. Имено, по изгласаната недоверба на експертската влада, во август 1992 година парламентот со амандмани го измени Законот за плати со кој се допушташе зголемување на платите за 50% во стопанските претпријатија и за 141% за вработените во јавните служби. Во исто време беше наметната и нафтената блокада од страна на Грција, која предизвика сериозни нарушувања во економијата. Овој двоен притисок предизвика прекин на трендот на намалување на инфлацијата, при што во септември таа се зголеми на 16,0%, а во октомври достигна 21,0% на месечно ниво. Следеше зголемување и на девизниот курс на "црниот" пазар, при што неофицијалниот курс на денарот беше за 60% повисок од официјалниот. Тоа детерминираше ревидирање на концептот на макроекономската политика за четвртиот квартал од 1992 година, при што се извршија прилагодувања на сите сегменти на економската политика. Девизниот курс на денарот во однос на германската марка девалвира за 66,7% во октомври. Новата задача на монетарната политика, во рамки на ревидираната антиинфлациона програма, беше остварување на пораст на паричната маса M1 во 1992 година од 755,1%, која речиси во целост беше остварена (на декемвриска основа паричната маса во 1992 година се зголеми за 704,5%).

Во текот на 1993 година, новата коалициона влада презеде нови стабилизациони мерки, но со слаб интензитет и со послаби резултати. И покрај тоа што движењето на инфлацијата и девизните курсеви беа високо осцилаторни и непредвидливи, сепак се успеа да се реализира натамошно децелерирање на инфлацијата. Кон крајот на 1993 година се инаугурира нова стабилизациона програма, изработена во соработка со Меѓународниот монетарен фонд и Светската банка. Имајќи ги предвид првичните резултати од соборувањето на инфлацијата во текот на 1992 година, новата стабилизациона програма даде дополнителен придонес во насока на натамошно намалување на инфлацијата. Така, резултатите од ваквата стабилизациона програма беа: рапидно опаѓање на меѓугодишната стапка на инфлација (229,6% во декември 1993 година, 55,4% во декември 1994 година) на едноцифрено ниво од 9,2% во декември 1995 година; стабилност на курсот на денарот; континуирано зголемување на девизните резерви; воспоставена контрола над монетарните агрегати и платите и консолидирање на фискалниот сектор. Со тоа се создаде постабилен макроекономски амбиент за работење, како значаен предуслов за остварување на позитивни стапки на економскиот раст во земјата.

### *II.1. Односи со меѓународните финансиски институции*

Спроведувањето на комплексна макроекономска програма во транзициониот период кон пазарно стопанисување, следена со многубројни реформски зафати во сите сфери од економијата, беше извршено со значајна поддршка од страна на меѓународните финансиски институции. Притоа, поддршката се состоеше како во конкретни финансиски аранжмани, така и во давање на совети и техничка помош во концепирањето и спроведувањето на макроекономските политики. Од односите со

меѓународните финансиски институции, по својот обем и квалитет, најзначајно место заземаат односите со Меѓународниот Монетарен Фонд (ММФ) и Светската Банка.

Табела 1

Финансиски аранжмани со Меѓународниот Монетарен Фонд и Светската Банка

<b>ВИД НА АРАНЖМАН</b>	Датум на склучување на договор	Одобрен износ во САД долари*	Искористен износ во САД долари*
<b>ММФ</b>			
<b>1 STF</b>	14.02.1994	30.896.784,00	30.896.784,00
<b>2 Stand - by</b>	10.05.1995	27.782.187,00	27.782.187,00
<b>3 ESAF</b>	18.04.1997	33.987.707,00	33.987.707,00
<b>4 CCFF</b>	09.08.1999	17.167.648,00	17.167.648,00
<b>5 EFF</b>	29.11.2000	1.430.637,00	1.430.637,00
<b>6 PRGF</b>	29.11.2000	2.145.956,00	2.145.956,00
<b>ВКУПНО</b>		<b>113.410.919,00</b>	<b>113.410.919,00</b>
<b>СВЕТСКА БАНКА</b>			
<b>1 IBRD</b>		<b>195.477.164,00</b>	<b>119.314.836,00</b>
ERL	14.02.1994	40.000.000,00	40.000.000,00
SAL	12.05.1997	19.250.763,00	19.250.763,00
FESAL II	15.12.2000	30.310.000,00	6.310.000,00
Останати проекти и заеми		105.916.401,00	53.754.073,00
<b>2 IDA</b>		<b>282.388.379,00</b>	<b>244.396.239,00</b>
ERL	14.02.1994	36.129.303,00	36.129.303,00
FESAC	27.06.1995	68.147.340,00	68.147.340,00
SRTAP-Социјални реформи	27.06.1995	11.107.147,00	11.107.147,00
SAL	12.05.1997	25.664.264,00	25.664.264,00
FESAL II	15.12.2000	18.936.738,00	3.737.514,00
TTFS	10.01.2001	8.720.866,00	522.502,00
Останати проекти и заеми		113.682.721,00	99.088.169,00
<b>ВКУПНО</b>		<b>477.865.543,00</b>	<b>363.711.075,00</b>

\* Според курсот на доларот на 30.06.2001 година.

Република Македонија со ММФ<sup>18</sup>, заклучно со 31.12.2001 година има склучено вкупно шест финансиски аранжмани. Првиот аранжман со оваа меѓународна финансиска институција беше склучен на почетокот на 1994 година и требаше да овозможи поддршка во реализацијата на Економската програма за макроекономска стабилизација и економски реформи во Република Македонија. Тоа е т.н. STF (Systemic Transformation Facility) аранжман, кој претставува временна финансиска помош за земјите членки на ММФ кои се соочуваат со проблеми во билансот на плаќање, кои произлегуваат од нарушувањата во нивната традиционална надворешна трговија и меѓународни плаќања при преориентацијата кон пазарно ориентиран систем.

Во мај 1995 година, заедно со втората транша од STF кредитот, Меѓународниот Монетарен Фонд одобри 13 месечен Stand-by аранжман, наменет за поддршка на стабилизационата политика и за интензивирање на структурните реформи. За поддршка на програмата за економски реформи (1997-1999 година), во април 1997 година на Република Македонија и е одобрен тригодишен аранжман во рамките на ESAF<sup>19</sup> (Enhanced Structural Adjustment Facility). Овој заем беше предвидено да се

<sup>18</sup> Република Македонија стана членка на Меѓународниот Монетарен Фонд на 14.12.1992 година.

<sup>19</sup> ESAF се концесиони средства на ММФ за помош на земјите членки кои спроведуваат програми за економски реформи за подобрување на билансот на плаќање и развојните можности на земјата. Овие

користи во шест транши, но беа искористени само три транши, бидејќи во 1999 година тој беше откажан. Имено, парламентарните избори во ноември 1998 година и Косовската криза во 1999 година негативно влијааа врз остварувањето на политиките и реформите предвидени со ESAF аранжманот во 1998 година. Соочена со опаѓање на извозните приходи, како последица на екстерниот шок од Косовската криза, а во услови на неможност за склучување на нов stand-by аранжман, како ефикасна замена на ESAF, на Република Македонија и беше одобрен CCF (Compensatory and Contingency Financing Facility). Ваквите компензаторски и вонредни финансиски средства беа одобрени со цел да се компензира привременото опаѓање на извозот на стоки и услуги како последица на Косовската криза. За поддршка на среднорочната економска програма за намалување на сиромаштијата и остварување брз економски пораст, преку одржување на макроекономската стабилност и забрзување на структурните реформи, во ноември 2000 година ММФ одобри два финансиски аранжмани: EFF<sup>20</sup> (Extended Fund Facility) и PRGF<sup>21</sup> (Poverty Reduction and Growth Facility).<sup>22</sup>

Во односите со Меѓународната Банка за обнова и развој (IBRD) и Меѓународното здружение за развој (IDA), заклучно со 31.12.2001 година, Република Македонија има склучено вкупно 19 аранжмани. Најголем дел од овие аранжмани се однесуваат на конкретни проекти од различни сектори во економијата (приватен сектор, електростопанство, транспортен сектор, здравството, социјален сектор, образование, земјоделство итн.) и претставуваат значајна поддршка на развојот, реконструкцијата и модернизацијата на одделните сектори. Од вкупните финансиски аранжмани со Светската банка, посебно место заземаат аранжманите за поддршка на спроведувањето на макроекономските политики во Република Македонија. Тоа се: ERL (Economic Recovery Loan), FESAC (Financial and Enterprise Sector Adjustment Credit), SAL (Structural Adjustment Loan) и FESAL II (Financial and Enterprise Sector Adjustment Loan).

Средствата од Заемот за економско заживување (ERL), одобрен во февруари 1994 година, беа наменети за поддршка на реструктурирањето на економијата на Република Македонија, при што аранжманот беше фокусиран во четири области: структурни реформи; реформи во банкарскиот сектор и негова приватизација; реструктурирање на претпријатијата и развој на приватниот сектор; и либерализација на пазарот на работна сила и прилагодување на системот за социјална заштита. Кредитот за прилагодување на финансискиот сектор и претпријатијата (FESAC), одобрен во јуни 1995 година претставува продолжение на активностите договорени во рамките на ЕРЛ аранжманот, со цел поддршка на стабилизационата програма и структурните реформи. Притоа, FESAC програмата беше фокусирана на следните четири основни пречки во спроведувањето на структурните реформи: бавниот тек на процесот на приватизација; проблемот со големите загубари; неликвидноста на банкарскиот систем и негативните ефекти на реформите врз вработеноста. Развојот на надворешната трговија и земјоделството, како значајни потенцијали за поттикнување на економскиот раст на Република Македонија, беше поддржан со Заемот за структурно прилагодување (SAL). Притоа, SAL програмата се состоеше од макроекономска рамка и структурни реформи: либерализација на

---

заеми имаат каматна стапка од 0,5% на годишна основа, рок на доспевање над 10 години и грејс период од 5 години и 6 месеци.

<sup>20</sup> EFF се одобрува за поддршка на среднорочни програми за надминување на проблемите во билансот на плаќање, предизвикани од макроекономски пореметувања и структурни проблеми.

<sup>21</sup> PRGF се концесиони или нискокаматни кредити наменети за нискодоходовните земји членки на ММФ, кои се одобруваат врз основа на Документ со стратегија за намалување на сиромаштијата, подготвен од соодветната земја.

<sup>22</sup> Поради влошените економски услови детерминирани од воената криза во 2001 година, при крајот на 2001 година финансиските аранжмани EFF и PRGF со ММФ беа прекинати, а во првиот квартал од 2002 година се премина на Staff-monitoring програма.

надворешно-трговскиот режим, намалување на контролата на цените во земјоделството, приватизација на општествените претпријатијата во земјоделскиот сектор и завршување на приватизацијата на индустриските и трговските претпријатија. Основна цел на FESAL-II аранжманот е поддршка на програмата на Владата за реформа на финансискиот сектор и секторот на претпријатијата преку: заздравување на банкарскиот сектор и подобрување на квалитетот на банкарското посредување; унапредување на приватниот сектор и решавање на проблемот со претпријатијата големи загубари, кои го потиснуваат развојот на приватниот сектор.

### **III. Санација на банкарскиот систем во Република Македонија**

Со цел спроведување на сеопфатна економска стабилизациона програма во Република Македонија, неопходно беше да се создаде здрав и ефикасен банкарски систем. Всушност, беше потребно да се превземат радикални мерки за санација на загубите на банките, како и извршување на неопходните структурни реформи во истите. Санацијата на банките во Република Македонија опфати чистење на билансите на банките од т.н. дубиози и нивна докапитализација.

Првите чекори во санацијата на банките во Република Македонија беа направени во 1990/91 година, во рамки на сојузната програма за санација на тогашниот банкарски систем на СФРЈ, кога започна процесот на т.н. линеарна санција на банките, која требаше да прерасне во процес на нивна натамошна поединечна санација. Меѓутоа, со распаѓањето на СФРЈ, овој процес беше прекинат уште на самиот почеток. Наследените економски проблеми и економската криза имаа негативно влијание врз ефикасноста на банкарскиот систем во Република Македонија. Покрај проблемот на лошите пласмани, несолвентноста и неликвидноста на банките, проблем претставуваше и непризнавањето на побарувањата од Народна банка на поранешна СФРЈ врз основа на редепонираните девизни депозити на населението. Имено, во поранешна СФРЈ, девизните депозити на населението од банките се префрлаа во девизните резерви на Централната банка на Југославија, при што по распаѓањето на СФРЈ овие средства останаа заробени, а обврските останаа кај македонските банки.

Со цел разрешување на овие проблеми, на почетокот на 1995 година Владата на Република Македонија превзеде конкретни мерки за финансиско реструктурирање на банките. Имено, беше спроведена линеарна санација на билансите на сите банки, односно државата ги превзеде сите побарувања и обврски на банките кон населението врз основа на “замрзнатите” девизни депозити (во износ од 1,4 милијарди САД долари) и дел од девизните обврски на банките спрема странство, односно странски влади и доверители. Во рамки на превземените мерки беше и санацијата на најголемата банка во Република Македонија (Стопанска банка), која се состоеше во следново:

- Замена на доспеаните ненаплатени денарски побарувања (кредити) на банката со државни обврзници;
- Наплатата на лошите кредити од домашните претпријатија беше префрлена во Агенцијата за санација на банки;
- Петте главни филијали на банката беа трансформирани во самостојни деловни банки, со цел децентрализација на најголемата банка, а со тоа и на банкарскиот систем;
- Превземање на мерки за подобрување на управувањето со банката.

Истовремено, беше извршена ликвидација на втората по големина банка во Република Македонија (Југобанка) и на три помали банки.



Како извори на средства за санација на банките во Република Македонија беа утврдени државниот буџет и евентуално добиените кредити од странство за таа намена. Процесот се одвиваше со посредство на посебна институција - Агенција за санација на банки, основана со Законот за измена на Законот за банки и штедилници (Сл. весник бр. 78/93). Притоа, процесот на санација на банките се одвиваше низ неколку главни форми: промптна продажба на побарувањата со дисконт, репрограмирање на долговите, продажба на побарувањата на инвеститори и конверзија на побарувањата во акционерски капитал на претпријатието.

Во периодот по санацијата, банкарскиот систем на Република Македонија се движеше по нагорна развојна линија (со исклучок на ефектот од пропаѓањето на една штедилница во 1997 година). Заклучно со 31.12.2001 година, банкарскиот систем на Република Македонија го сочинуваат 21 банка и 17 штедилници. Учеството на штедилниците во вкупната актива на банкарскиот систем од само 0,6% укажува на структурен примат на банките, наспроти маргиналната улога на штедилниците во банкарскиот систем на земјата. Притоа, двете најголеми банки во земјата и понатаму го држат приматот на банкарскиот пазар и во нив е концентриран најголем дел од финансискиот потенцијал. Влезот на странските директни инвестиции кај дел од поголемите банки во текот на 2000 година (особено продажбата на Стопанска банка а.д. Скопје на странски стратешки инвеститори) резултираше со зголемена конкурентност во банкарскиот систем и почеток на процесот на негово окрупнување и консолидација. Степенот на приватизираноста на банкарскиот капитал во Република Македонија изнесува 84,3%, при што кај 8 банки степенот на приватизираност се движи во интервал од 61,5% до 100%. Странскиот капитал е присутен во 17 банки, а неговото учество во вкупниот банкарски капитал во Република Македонија изнесува 40,1%.

#### **IV. Приватизацијата во Република Македонија**

Приватизацијата во Република Македонија започна во 1989 година според Законот за општествен капитал на тогашната СФРЈ. Согласно оваа законска рамка, беше воведен концептот на приватизација преку воткуп од страна на вработените, односно со издавање на интерни акции на сите вработени во претпријатијата. Така, повеќе од 600 претпријатија, или 37% од вкупната вредност на претпријатијата во Република Македонија беа трансформирани во акционерски друштва, односно друштва со ограничена одговорност.

По осамостојувањето во 1991 година, Владата на Република Македонија ги отфрли законите за приватизација од поранешна СФРЈ и го рedefинираше концептот на приватизацијата, меѓутоа беа прифатени дотогашните резултати. Новиот Закон за трансформација на претпријатијата со општествен капитал (донесен во јуни 1993 година) имаше основна цел - трансформација на општествените претпријатија во друштва со целосно дефинирани сопственички права и се базираше на примена на нов комерцијален модел на приватизација, при што за секоја акција од претпријатието, стекната низ процесот на приватизација, инвеститорите мораат да платат, а секое претпријатие се третира поединечно, како посебен случај.

Табела 2

Број на приватизирани претпријатија според моделот на приватизација и големината

<i>Модел</i>	<i>Број на претпријатија</i>
Стар закон	66
Откуп од вработени	394
Идеален дел	185
Превземање на управување	239
Закуп	4
Дополнителен капитал	27
Пренесување на Агенцијата	28
Конверзија	91
Странски капитал	155
Приватен капитал	142
Ликвидација	169
Откуп	178
<b>Сосвојба на 31.12.2001 година</b>	<b>1678</b>
<b>Големина</b>	
Големи	264
Средни	330
Мали	1084
<b>Сосвојба на 31.12.2001 година</b>	<b>1678</b>
<b>Сосвојба на 31.12.1994 година</b>	<b>1216</b>

Извор: Агенција за приватизација на Република Македонија

Приватизацијата во Република Македонија се одвива според следнава приватизациона шема: 30% од проценетата вредност на претпријатието во форма на обични акции прво им се нуди на вработените, по повластени услови за купување. Потоа, 15% од проценетата вредност во форма на обични акции му се пренесуваат (бесплатно) на Пензискиот фонд, а 55% од проценетата вредност на претпријатието останува на располагање за продажба во вид на обични акции, под еднакви услови за домашните и странските инвеститори, со примена на методите пропишани со Законот. Акциите на претпријатијата кои ќе останат непродадени, се нудат за продажба преку Агенцијата за приватизација (основана во 1993 година за да го организира, спроведува и контролира приватизациониот процес) на Македонската берза (или преку јавен повик за прибирање на понуди доколку се работи за продажба на удели). Притоа, Агенцијата при приватизација на претпријатијата го применува Методот на продажба на идеален дел од претпријатието.

Со Законот за трансформација на претпријатијата со општествен капитал беа опфатени околу 1200 претпријатија од комерцијалниот сектор. Со проширувањето на приватизацијата и во другите сектори оваа бројка достигна 1.678 правни субјекти, додека 89 правни лица се наоѓаат во процес на приватизација (заклучно со 31.12.2001 година). Анализирани од секторски аспект, најголем дел од вкупно приватизираните претпријатија припаѓаат на секторите: виндустијав (496 претпријатија, или 29,5%), земјоделство (425 претпријатија, или 25,3%) и втрговијав (350 претпријатија, или 20,9%). Од приватизацијата се уште е исклучен поголемиот дел од јавниот сектор (претпријатијата од областа на инфраструктурата, водоснабдувањето, шумарството, природните добра, градските комунални услуги). Направени се првите чекори кон приватизација на електростопанството, а Македонскиот Телеком се приватизираше со продажбата на 51% од неговата вредност на странски стратешки инвеститор во јануари 2001 година. Во согласност со преговорите со ММФ за нов аранжман, Владата

на Република Македонија го усвои Акциониот план за реструктурирање на државните и општествените претпријатија, според кој 40-те загубари ќе бидат реструктурирани најдоцна до 2003 година.

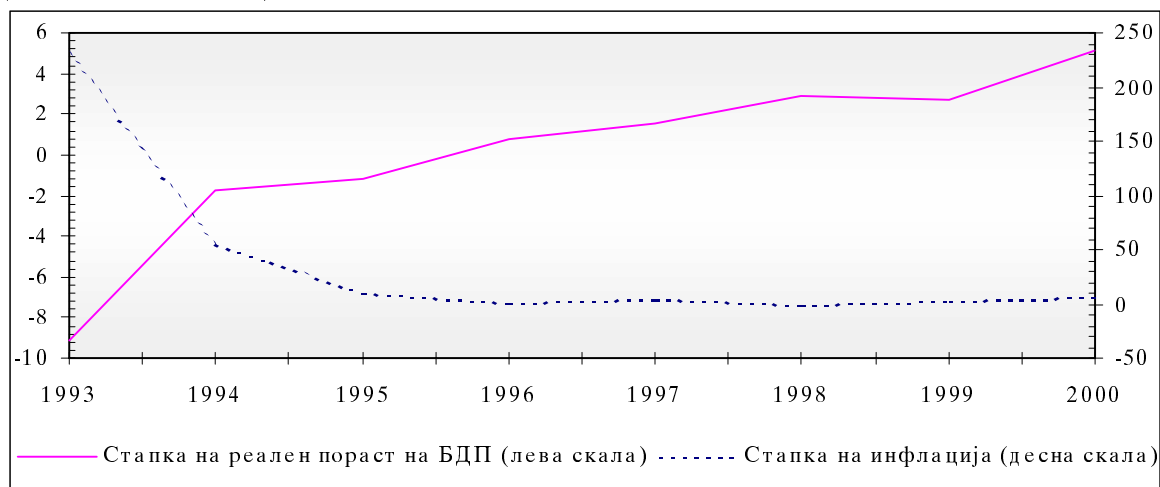
## V. Макроекономски остварувања

Република Македонија, по осамостојувањето, помина низ процес на комплексни економски и политички реформи, насочени кон изградба на современо демократско општество со пазарно ориентиран економски систем. Процесот на транзиција на македонската економија беше придружен со неколку екстерни шокови кои се одразија неповолно врз динамиката на реформите во економијата. Сепак, независно од неповолните околности, Република Македонија во периодот 1992-2002 година оствари солидни макроекономски резултати.

Како и многу други земји во транзиција, македонската економија во првите години на транзиција со соочи со хиперинфлација, која во моментот на осамостојување (април 1992 година) изнесуваше 1198,7% на годишно ниво. Со успешното спроведување на стабилизационата програма (1992-1994 година), за само неколку години се постигна намалување на инфлацијата, при што почнувајќи од 1995 година таа беше сведена на едноцифрено ниво (9,2%). Така, во однос на нивото на инфлација, Република Македонија се вбројува меѓу најуспешните земји во транзиција.

### Графикон 1

Бруто домашен производ и инфлација  
(во %, на годишно ниво)



Исто така, првите години на транзиција на македонската економија се карактеризираа и со голем пад на бруто домашниот производ (БДП). Имено, во периодот 1992 - 1995 година, акумулираниот пад на реалниот БДП изнесуваше 20,1%, детерминиран првенствено од значајниот пад на индустриското производство (за 41,9%). Покрај рецесионите фактори наследени од претходните години, основни причини за опаѓањето на БДП во овој период беа: затварањето на пазарите во републиките на поранешна Југославија, економските санкции воведени против СР Југославија од страна на Обиденетите Нации, економската блокада од страна на Грција и реализацијата на антиинфлационата макроекономска политика по економското осамостојување на Република Македонија. Но, со воспоставувањето и одржувањето на ценовна стабилност се создадоа поволни услови за остварување на позитивни стапки на економски раст. Така, почнувајќи од 1996 година наваму (со исклучок на 2001 година заради ефектот од воената криза), Република Македонија

континуирано бележи пораст на БДП, со што и во овој случај ценовната стабилност се потврди како најповолен амбиент за економски развој.

Значаен придонес за остварувањето и одржувањето на ценовната стабилност имаше и монетарната политика, која во изминатиот период ги следеше состојбите во економијата и утврдуваше соодветни интермедијарни таргети. Имено, во услови на нестабилна побарувачка за пари, а имајќи го предвид значењето на девизниот курс во мала и отворена економија и погодноста на девизниот курс како индикатор со најголема транспарентност и можност за негово секојдневно следење од страна на економските субјекти, во октомври 1995 година НБРМ премина од стратегија на монетарно таргетирање кон стратегија на таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка. Оваа стратегија се покажа како мошне успешна, што е потврдено со фактот дека од 1995 година наваму стапката на инфлација континуирано се одржува на едноцифрено ниво.

Ваквата поставеност на монетарната политика и нејзината координација со фискалната политика и политиката на плати се покажа како успешна во остварувањето на ценовната стабилност и во периодот на Косовската криза, како и за време на нарушената безбедносна состојба во Република Македонија во 2001 година, како последни во редицата шокови кои и се случија на македонската економија. Косовската криза од почетокот на 1999 година имаше негативно влијание врз македонската економија, поради затворањето на југословенскиот пазар, кој традиционално претставува значаен пазар за македонските производи. Притоа, беше затворен и транспортниот коридор кој поминува низ оваа земја, што резултираше со зголемени транспортни трошоци и намалена побарувачка за македонските производи. Избувнувањето и ескалирањето на безбедносната криза во Република Македонија од почетокот на 2001 година, како воена-политичка криза од интерен карактер, предизвика влошување на макроекономските перформанси, детерминирајќи рецесиони движења во македонската економија, изразени преку намалена економска и надворешно-трговска активност. Истовремено, на девизниот и менувачкиот пазар се појавија психолошки притисоци за депресирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка, кои со интервенирање на НБРМ (и на страната на понудата и на страната на побарувачката) беа остранети.

Остварената и одржаната макроекономска стабилност резултираше со стабилизирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка, кој од 1994 година па сè до денес се одржува на стабилно ниво (со исклучок на корекцијата на девизниот курс од 16% во јули 1997 година, детерминирана од значајното влошување на билансот на плаќање). Девизните резерви од монетарното осамостојување наваму постојано се зголемуваат. Така, од почетното ниво од 3-4 милиони САД долари во 1992 година, нараснаа до нивото од 775 милиони САД долари на крајот од 2001 година. Прифаќањето на обврските од член VIII од статутот на ММФ во јуни 1998 година, со кои официјално се потврди конвертабилноста на денарот за тековните плаќања спрема странство, претставува уште една потврда за успешно спроведување на конзистентна макроекономска политика во Република Македонија.

Постигнатата и континуирано одржувана ценовна стабилност, како и стабилноста на девизниот курс на денарот во однос на германската марка, влијаеа во насока на постепено и континуирано јакнење на довербата на економските субјекти во денарот, како национална парична единица. Тоа се огледа во постојаното зголемување на денарските депозити во банките, а особено од 1997 година наваму. Притоа, најголем пораст на денарските депозити кај банките беше регистриран во текот на 1999 година (за 38,8%) и 2000 година (за 16,4%). Паралелно со порастот на

денарските депозити, растат и девизните депозити и тоа со поголем интензитет, што детерминира релативно висок степен на валутна супституција<sup>23</sup> (30-35% во последните неколку години). Исклучително висок пораст на девизните депозити беше регистриран во последниот квартал од 2001 година, заради евро-конверзијата непосредно пред воведувањето на новата валута - еврото. Тоа резултираше со пораст на девизните депозити во 2001 година од 199% во однос со 2000 година. Со продолжување на водењето на конзистентна макроекономска политика, која се темели на одржување на стабилен девизен курс, а преку него и на ценовна стабилност, се создава најдобар макроекономски амбиент кој продуцира услови за натамошно јанкење на довербата на економските субјекти во денарот и во банкарскиот систем.

Реализацијата на монетарната политика неминовно подразбира употреба на соодветен инструментариум. Реформите во монетарната и девизната политика во текот на 1993 година вклучуваа и мерки кои значае транзиција од директни кон индиректни инструменти на монетарната политика, како и постепено напуштање на селективната компонента на монетарната политика. Така, во настојувањето да се осовремени спектарот на инструменти за оперативнo спроведување на монетарната политика, НБРМ почнувајќи од април 1994 година престана со примената на операциите на рефинансирање на банкарските кредити (т.н. селективно кредитирање), кои дотогаш беа основен тек на емисија и повлекување на примарни пари. Во ноември 1993 година беше воведен инструментот аукција на депозити (кредити), а во февруари 1994 година беа воведени аукциите на благајнички записи. Реформите во емисиониот механизам, што се реализираа преку имплементацијата на аукциите на депозити и благајнички записи во монетарната пракса на Република Македонија, имаа за цел воведување на пазарни, флексибилни и транспарентни инструменти за инјектирање и апсорбирање на ликвидни средства во и од банкарскиот систем.

Со цел натамошна квалитативна промена на инструментите за монетарно регулирање, во насока на нивно осовременување и целосен премин кон пазарни инструменти на монетарната политика, во април 2000 година НБРМ ги укина кредитните лимити на денарските пласмани. Истовремено, на аукциите на благајнички записи започнаа да се организираат два типа на тендери: "тендер со каматни стапки", каде каматната стапка се утврдува пазарно и "тендер со износи", каде каматната стапка ја утврдува НБРМ. Со тоа, аукциите на благајнички записи се промовираа во најнакаен инструмент за регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем. Во рамките на перманентните активности на НБРМ за осовременување на монетарниот инструментариум, во август 2000 година беше воведен девизниот своп (куповен и продажен), како инструмент за т.н. "фино" регулирање. Процесот на модернизирање на монетарниот инструментариум ќе продолжи и понатаму, паралелно со развојот на финансиските институции и инструменти.

Водењето на конзистентна макроекономска политика, во која ценовната стабилност и стабилноста на девизниот курс се одржува повеќе години наназад, заедно со либерализацијата (спогодба за асоцијативно членство со ЕУ, слободни трговски зони) и реформата на трговскиот режим, придонесоа за поголема интеграција на Република Македонија во меѓународната размена, поголема ликвидност на земјата во плаќањето со странство, поголеми странски вложувања и сл. Со зголемување на конкуренцијата во банкарскиот систем, како и со развојот на другите финансиски институции (пензиски фонд, берза, пазар на пари) постепено се изградува една современа финансиска структура, која е битен предуслов за економски развој. Процесот на комплексни и сеопфатни структурни реформи во Република

---

<sup>23</sup> Степенот на валутна супституција е пресметан како однос на девизните депозити и вкупните депозити на банките.

Македонија и понатаму продолжува сé до воспоставувањето на современ и ефикасен систем кој во целост ќе функционира според пазарните законитости.

**Користена литература:**

1. Годишни извештаи на Народна банка на Република Македонија - разни изданија;
2. Трајко Славески, "Приватизација, пазар, држава", 1997 година.