



Координација на монетарна и фискална политика во РМ

Анита Ангеловска – Бежоска
Ана Митреска

октомври, 2018 година



Содржина

- Кои се традиционалните видувања за улогата и координацијата на политиките и дали кризата доведе до преиспитување на овие парадигми?
- Дали монетарната и фискалната политика во случајот на РМ делуваа координирано во функција на одржување на макроекономската стабилност?
- Кои се идните предизвици во однос на координацијата на политиките?



Кои се традиционалните видувања за улогата и координацијата на политиките?

- Координираниот систем на макроекономски и структурни политики е предуслов за повисок економски раст и економска благосостојба - сепак истиот не беше во фокусот во предкризниот период
- **Консензус за разграничени цели и инструменти на двете политики**, со акцентирање на независноста на ЦБ и ограничувањата кај ФП (растечки јавни сектори, финансиска дерегулација, капиталната либерализација и напуштање на бретонвудскиот систем).
- Оттаму:
 - **МП:** ниска инфлација како основна цел и каматната стапка како основен инструмент, а ценовната стабилност значи и стабилност на растот (*divine coincidence*)
 - **ФП:** цели-обезбедување на јавни добра, редистрибуција на доход, *краткорочна стабилизација*, инструменти-приходни и расходни политики (дисциплинирана и оддржлива).
- Сепак, во случај на фиксен курс-“impossible trinity” (ако капиталните текови се либерализирани, во услови на фиксен режим, монетарната политика е помалку мокна за стабилизација, а поголема стабилизациона улога треба да имаат останатите политики (пред се структурните политики).
- Овој концепт се оценуваше како успешен, поткрепен со амбиентот на глобална стабилност.



Дали глобалната криза доведе до промени во традиционалните видувања?

- **Во кризата се покажа дека стабилизационата улога на МП има лимити и вниманието повторно се насочи кон фискалната политика.**
- **Преиспитување на монетарно – фискалниот микс** во услови на преиспитување на основните постулати на двете политики:
 - **МП:** дали е доволна само ценовна стабилност или поголем фокус и на финансиската стабилност? Дали постојните монетарни стратегии се адекватни или треба нови? Дали неконвенционалните инструменти треба да станат конвенционални? Дали неконвенционалните инструменти ги избришаа границите меѓу ФП и МП?
 - **ФП:** акцентот не само на краткорочната стабилизациона улога, туку и на долгорочната поддршка на растот преку (“growth – friendly” measures) и неговата инклузивност.
- Координација во услови на **ограничен простор на двете политики, а особено на фискален простор** (висок јавен долг), а историско ниски каматни стапки.
- **Збогатен сет на политики кои треба да се координираат** заради финансиска стабилност (МП, ФП и макропрudentна политика).



Дали постои монетарно – фискална координација во РМ?

- Во контекст на структурните карактеристики на македонската економија од 1995 година во примена стратегија на таргетирање на курсот-бара дисциплинирана МП и ФП, а ја потенцира улогата на структурните политики.
- **Најголем дел од постојните истражувања упатуваат на присутна координација,** во услови на генерално дисциплинирани политики, монетарно-доминантен режим, доминантно контрациклична политика во предкризниот период.
- Овој материјал го оценува степенот на координираност - дали насоката на реакција на двете политики е конзистентна со одржување на макроекономска стабилност во периодот 2002-2017 година со примена на **два пристапа**:
 - Преку соодносот на фискалниот импулс (насока на ФП) и промената на каматната стапка на БЗ (насока на МП); и
 - Преку ликвидносен пристап - дали политиките делувале во насока на креирање или повлекување на ликвидност и импликациите од тоа врз агрегатната побарувачка и стабилноста во економијата?



Сооднос меѓу фискалниот импулс и промена на каматната стапка на БЗ

- **Реакција на ФП-фискалниот импулс:** годишна промена на циклично прилагодено буџетско салдо (% од БДП) - негативен значи затегање, а позитивен олабавување на ФП.
- **Реакција на МП:** промена на каматната стапка на БЗ која рефлектира каматна стапка на земјата сидро, егзогена премија за ризик (структурни разлики), ендогена премија за ризик (отстапување на девизните резерви од рамнотежното ниво).

$$i = i^f + i_prem_{tot} + \varepsilon_t^i = i^f + i_prem_{s} + i_prem + \varepsilon_t^i$$



Сооднос меѓу фискалниот импулс и каматната стапка на БЗ

- **Пред кризата прудентна ФП**-циклично прилагоден суфицит од 0,5% од БДП, а фискалниот импулс негативен од 0,8 пп од БДП
- **Од 2008 наваму поекспанзивна ФП** – циклично прилагоден буџетски дефицит од 3,9% од БДП, а фискалниот импулс позитивен од 0,3% од БДП (сепак од 2015 присутна постепена консолидација-помал буџетски дефицит и мал негативен фискален импулс)
- **Пред кризата МП генерално акомодативна** - прудентната фискална политика и поволното екстерно окружување овозможи пад на основната каматна стапка од 7 п.п.
- **Во периодот 2008-2009 затегање** (во услови на притисоци на девизен пазар), а од 2010 генерално реласирање (поволни платно-биланси движења) со исклучок на 2016 година)
- **Генерално, во најголем дел од анализираниот период МП и ФП делуваат конзистентно.**





Ликвидносен пристап

- Насоката на политиките се оценува од аспект на тоа дали тие придонеле за креирање или стерилизирање на ликвидност од банкарскиот систем, со примена на следнава рамка:

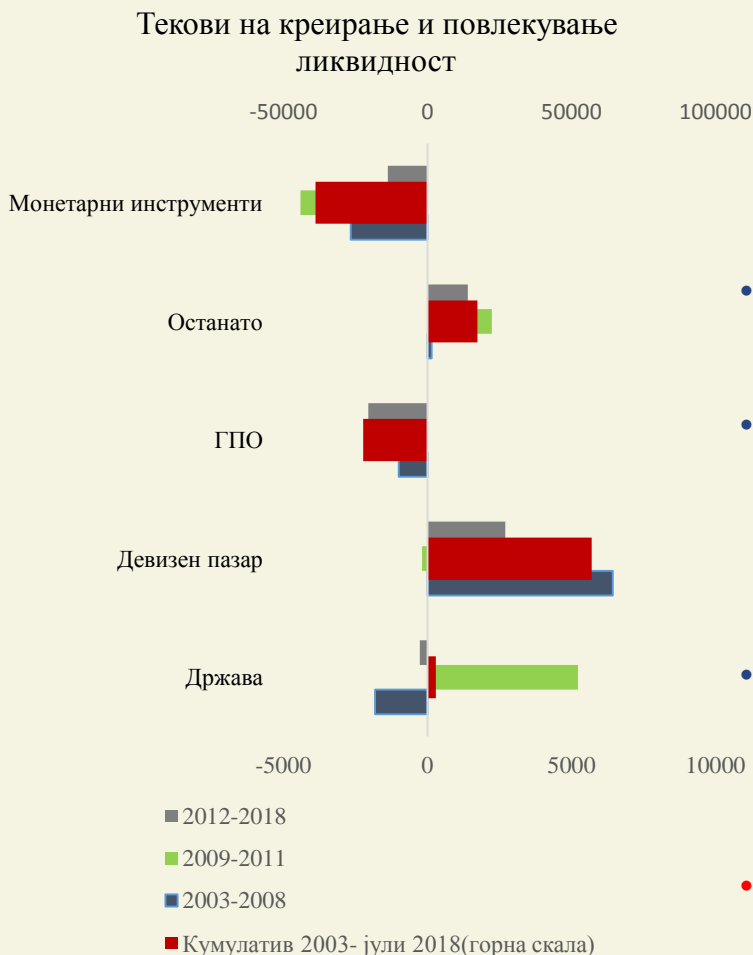
$$\Delta \text{ЛИКВИДНОСТ} = \Delta \text{АФ} + \Delta \text{ИЦБ}$$

$$\Delta \text{АФ} = \Delta \text{ТД} + \Delta \text{ГПО} + \Delta \text{ДИ} + \Delta \text{ОФ}$$

- Промени во ликвидноста (сметките на банки) се резултат на автономни фактори и **инструменти на НБРМ**. Автономните фактори опфаќаат **трансакции на државата**, готови пари во оптек, девизни интервенции на НБРМ.
- Целта на инструментите на НБРМ** да се стерилизира структурен вишок на ликвидност кој би можел потенцијално да креира нерамнотежи во економијата кои би се манифестирале во притисоци на девизниот курс или инфлацијата.



Ликвидносен пристап

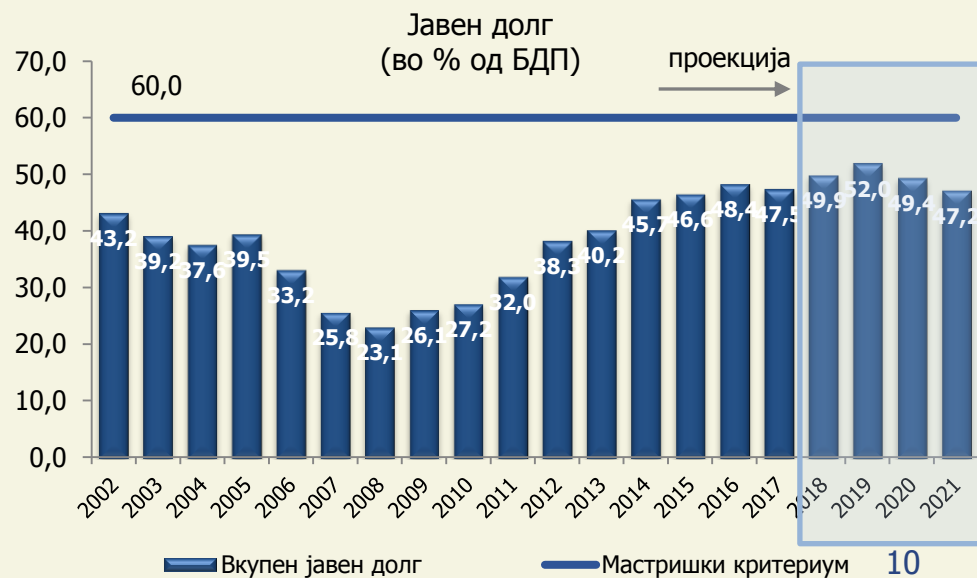
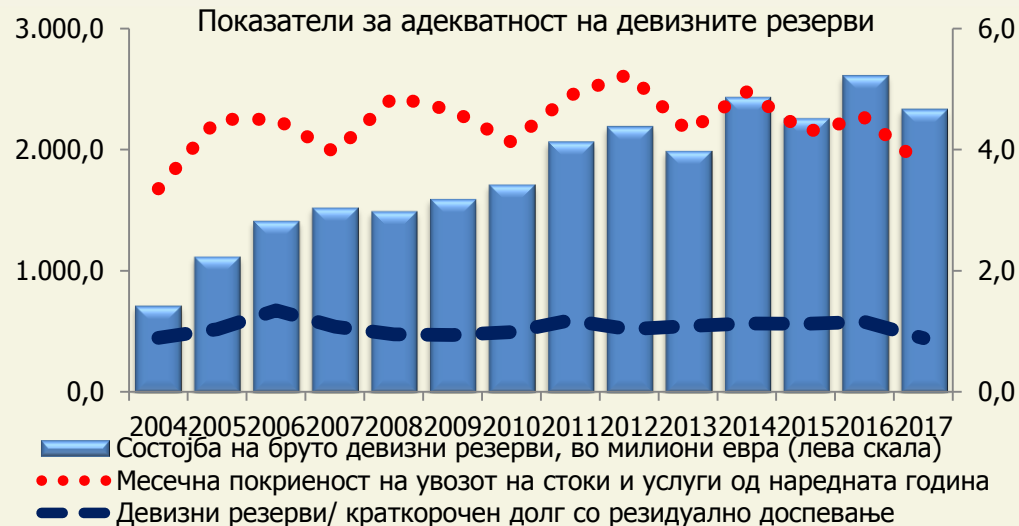


- **Кумулативно**, главен тек на креирање на ликвидност се **автономните фактори** со главен придонес на **девизните интервенции** во контекст на приливите на билансот на плаќања, при што вишокот структурна ликвидност бил стерилизиран од страна на НБРМ, при релативно мал придонес на државата за креирање ликвидност
- **Гледано по подпериоди**, слични констатации по одделни фактори, освен за државата
- **Фискалната позиција** во пред-кризниот период прудентна (во просек стерилизирала ликвидност), првите години на кризата експанзивна фискална политика (емитувала ликвидност).
- **Генерално**, нивото на ликвидност се **одржуваше во адекватни рамки**-отсуство на поголем произведен јаз и нерамнотежи, а стабилен курс и инфлација.
- **Важно е што двете политики имаа простор за делување во текот на кризата со истовремено задржување на макроекономската стабилност и поддршка на растот.**



Колку контрацикличното однесување го исцрпе просторот на политиките?

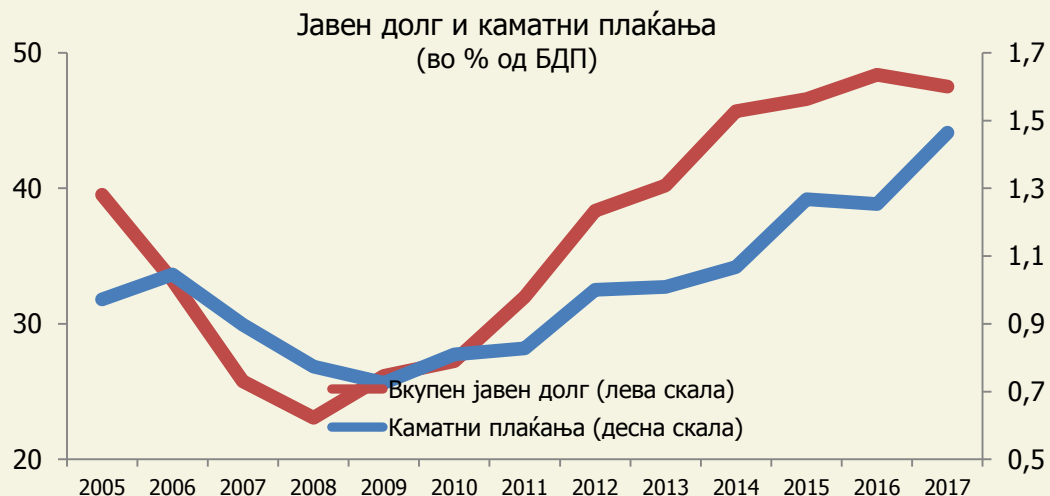
- **Задржан кај МП, а намален кај ФП:**
 - **девизните резерви** се одржуваат на континуирана основа на адекватно ниво.
 - **каматна стапка на БЗ** е на историско ниско ниво од 2,75%
- **Нивото на јавен долг** двојно повисоко од предкризниот период, иако сеуште под мадришкиот критериум и под референтната вредност на ММФ (од 23% на 47% од БДП)
- Релативно мало учество на дискреционите трошоци во Буџетот





Затегаето на глобалните финансиски услови ќе ја отежне фискалната консолидација

- Централните банки на развиените економии отпочнаа **процес на нормализација на МП** – помала глобална ликвидност, повисоки каматни стапки, одливи на капитал особено кај ранливите економии.
- Можните ефектите ќе зависат од повеќе фактори, вклучително и од претходните приливи (големина и структура). Анализите упатуваат дека **најголеми бенефити (директни и индиректни) од квантитативното олеснување на ЕЦБ во ЈИЕ, вклучително и РМ, имаше токму секторот држава.**
- **Ризик од поскапо надворешното задолжување, но и домашно доколку дојде до постепено затегање и на домашната МП.**



Извор: Пресметки на НБРМ врз основа на податоци од Министерството за финансии.

*Распонот се однесува на камати на десетгодишни германски обврзници и домашни хартии од вредност со најдолга рочност во соодветната година (до десет години). Каматните стапки се однесуваат на камати на хартиите од вредност со најдолга рочност во соодветната година (до десет години).



Политиките треба да се добро подготвени за претстојната капитална либерализација

- Повисок степен на либерализација на капиталните текови, во принцип значи **поголема можност за волатилност на тековите** и бара добра подготвеност на политиките за брза реакција.
- Ова особено во услови на и така релативно **висока финансиска интеграција** која се согледува преку високата негативна МИП (близу 60% од БДП).
- Со отпочнување на втората фаза од Спогодбата за СА **се либерализираат сите текови, освен депозитните.**
- Искуствата кај другите економии се хетерогени – примери на поинтензивни нето-приливи, но и на нето-одливи особено во сегментот на портфолио инвестиции.



Резимирано

- **Политиките доминантно беа конзистентни** обезбедувајќи поддршка на макроекономската стабилност.
- **Потребна е натамошна постепенa фискална консолидација** со цел градење на поголем капацитет за реакција на идни можни шокови (во спротивно целиот товар на МП) со испитување на можностите и на приходната страна (сивата економија) и на расходната (фокус на расходи со долгорочни, а не краткорочни ефекти врз растот, поголем акцент на приватните инвестиции).
- Од клучно значење за натамошно градење на капацитетот на политиките е **продолжување со структурни реформи** кои ќе резултираат со поголеми СДИ со позитивни ефекти врз БП и реалниот сектор забрзувајќи ја конвергенцијата, а сето тоа врз натамошен раст на девизните резерви и економскиот раст како значаен фактор за стабилизирање на јавниот долг.
- Овој процес може да биде олеснет преку спроведување на **институционални реформи** - зајакнување на процедурите при планирање (особено среднорочното), извршување на буџетот, управувањето со јавниот долг, известувањето и транспарентноста.
- Дополнително, треба да се зајакне и **координацијата со макропрudentната политика**, особено во контекст на висока финансиска интеграција и натамошна либерализација.
- Сето ова ќе придонесе и за задржување и натамошно градење на **довербата во носителите на политиките** од страна на инвеститорите и финансиските пазари, зошто, како што вели Ла Гард за довербата - "arrives on foot, but leaves on horseback"¹³