

Народна банка на Република Македонија

ЕКОНОМСКИ
ИСТРАЖУВАЊА

IV/2001

НАРОДНА БАНКА НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Економски истражувања Бр. 1

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

Погледиите изнесени во овие истражувања се на авторските на текстовите и не секогаш ги искажуваат погледиите и ставовите на Народна банка на Република Македонија.

Печати: Графотрејд, Скопје

ISBN 9989-9501-5-6

"Економски истражувања" се публикува четири пати годишно, од страна на Дирекцијата за истражување при Народна банка на Република Македонија. Публикацијата е достапна без надоместок. Коментарите и сугестиите можат да се испратат на следната адреса:

Народна банка на Република Македонија
Дирекција за истражување за "Економски истражувања"
Комплекс банки б.б.
1000 Скопје
Република Македонија
Тел. (02) 108 380 и 108 271;
Телфакс (02) 108 342; Телекс 51415 Narbam MB

Електронската верзија на "Економски истражувања" е достапна на следнава интернет адреса: 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.

Почитувани,

Со овој број на публикацијата “Економски исцрпувања“ Народна банка на Република Македонија (НБРМ) објавува нова едиција на публикации, со што се проширува списокот на публикации кои Централната банка ги илустрира во јавноста. За разлика од другите видови на публикации на НБРМ кои главно имаат информативен карактер и преку кои јавноста се информира за работењето и активностите на Централната банка, оваа публикација е посветена на публикување на материјали кои се однесуваат на економски исцрпувања на најразлични теми од областа на економијата.

На овој начин, се создаваат предуслови резултатите и согледувањата за одредени економски прашања да бидат достапни и за пошироката македонска јавност, а според квалитетот и согледувањата што ќе ги нудат, се надеваме дека ќе го привлечат вниманието и интересот на интелектуалните кругови, на взаемна и отворена корисност. Имено, намерата е да бидат презентирани трудови базирани на конкретни и продлабочени анализи и исцрпувања, кои ќе содржат констатации, независни, но аргументирани согледувања на авторите, решенија и предлози за соодветната проблематика, врз основа на примена на различни методи на исцрпување - од наједноставни до високо софистицирани економетриски методи на анализа.

Се надеваме дека на овој начин, НБРМ ќе даде своевиден придонес во развојот на економската мисла, ќе поттикне и овозможи подобро согледување, но и изнаоѓање на начини за разрешување на одредени економски проблеми во македонската економија. Освен за вработените во НБРМ, оваа публикација е отворена за широка македонска стручна јавност, како и за странски експерти од различни области на економијата. Во функција на подигнување на научно-исцрпувачката дејност и исцрпувачкиот дух, ве покануваме на соработка!

Дирекција за исцрпување-НБРМ

Во овој број:

- 1. Странските валути во оптек во земјите во транзиција и придонесот на Евро-конверзијата за мерење на нивниот износ - со посебен осврт на Република Македонија - м-р Анета Наумовска; Билјана Давидовска; Ѓорѓи Гоцков.....6**

На прагот на ерата на единствената европска валута - еврото, земјите во транзиција имаат историска можност за согледување на износот на странски валути кои циркулираат во овие економии. Овој труд детално се осврнува на причините за високиот износ на странски валути во оптек во овие земји, како и очекувањата за еврото во пет земји во транзиција. Воедно, врз основа на спроведено анкетно истражување во Република Македонија, се откриваат причините за држење на “девизи под перница”, намерите и очекувањата кај македонското население во пресрет на еврото. Воедно, направени се проценки за износот на девизни средства кај населението, како и евентуалниот ефект од мобилизирање на овие девизни заштеди во банките врз нивната кредитна активност и економскиот развој.

- 2. Девизниот курс - номинално сидро во македонската економија: емпириска и економетриска анализа - м-р Анета Наумовска37**

Светската практика познава неколку стратегии на монетарната политика. Во Република Македонија веќе неколку години се применува стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот. Во овој труд, преку анализа на емпириските резултати се утврдува успешното спроведување на оваа стратегија. Тоа се должи на значењето на стабилноста на девизниот курс во македонската економија, што е потврдено преку повеќе техники на економетриска анализа.

- 3. Стратегија на таргетирање на инфлацијата - Ана Врбоска48**

Забележителна тенденција кај Централните банки во светски рамки е прифаќање на стратегијата на таргетирање на инфлацијата. Оваа стратегија има низа предности, но претпоставува и исполнување на бројни предуслови. Овој труд нуди сеопфатна теоретска елаборација на оваа стратегија, збогатена со практичните искуства во одредени земји кои ја применуваат.

Странските валути во оптек во земјите во транзиција и придонесот на Евро-конверзијата за мерење на нивниот износ - осврт на Република Македонија



м-р Анета Наумовска- директор,
Дирекција за истражување во НБРМ

Билјана Давидовска
Дирекција за истражување во НБРМ

Ѓорги Гоцков
Дирекција за истражување во НБРМ

1. Вовед

Генерално, земјите во транзиција имаат високо ниво на странски валути во оптек, односно значаен дел од расположливите средства се држи во странска валута. Тоа практично значи дека овие земји имаат висок степен на “доларизација“, односно “маркизација“. Термините “доларизација“ или “маркизација“ вообичаено се користат како поими со кои се означува употребата на било која странска валута, а нивниот назив потекнува од фактот дека САД доларот и германската марка се најзастапени странски валути надвор од нивните национални рамки. Кога се зборува за земјите во транзиција на територијата на Централна и Источна Европа, посоодветен термин за присутноста на странските валути во овие економии е терминот “маркизација“, од причини што населението на овие простори, покрај постоечките национални валути, преферира држење и манипулација со германски марки. Тоа не е случај со Русија и Балтичките земји, кои имаат поголема преференција кон САД доларот.

За присутноста на странски валути во оптек во земјите во транзиција постојат повеќе причини. Една од нив е постоење на долг период на висока инфлација или хиперинфлација во националната економија, при што населението настојува да се заштити од високите трошоци (и загуби) од држењето на средства во домашна валута преку нивна замена со странски валути. Некои автори сметаат дека во такви услови, странските валути во прво време имаат улога на пресметковна единица и чувари на вредност, а дури подоцна тие добиваат карактер и на циркулирачко средство за размена (за трансакции). Високото ниво на странски валути во оптек вообичаено се јавува и како последица на недовербата на населението во националната валута, изразена преку нивната преференција за држење странски валути, поради што странските валути циркулираат надвор, односно не се мобилизирани од страна на банкарскиот систем на националната економија.

Кога се зборува за присутност на странски валути во една национална економија, потребно е да се направи разграничување помеѓу валутна супституција и супституција на средства.

Валутна супституција постои кога странската валута делумно или во целост се користи како пресметковна единица или средство за размена (за извршување на трансакции), супституирајќи ја притоа националната парична единица (домашната валута). Иако официјалната валутна супституција е многу ретка, неофицијалната валутна супституција е широко распространета. Валутната супституција се јавува во услови на висока инфлација или хиперинфлација, кога трошокот од употреба на домашната валута за трансакции е мошне висок.

Супституција на средства претставува држење на средства во странска валута во функција на чувари на вредност, наместо средства во домашна (национална) валута. Со други зборови, супституција на средства претставува штедење во странска валута. Имено, историски набљудувано, чувањето на средства во странска валута секогаш овозможува помал ризик при поголеми макроекономски потреси во земјата. Поради тоа оваа појава е посебно карактеристична за земјите во транзиција, кои се постојано изложени на такви потреси и во кои постои недоверба во банкарскиот систем (или кога се работи за негова недоволна развиеност).

При анализа на овие два вида супституција, треба да се има предвид дека иако во теоријата тие се дефинираат и набљудуваат одделно, во реалноста постои можност за нивна коегзистенција. Притоа, кога во една национална економија постои валутна супституција, таа вообичаено е проследена и со супституција на средства (бидејќи се работи за држење на средства во трансакциони валути). Меѓутоа, постоењето на супституција на средства не секогаш подразбира и постоење на валутна супституција.

Притоа, кога се утврдува степенот на “доларизација“ (односно “маркизација“) на една национална економија, треба да се земаат предвид и валутната и супституцијата на средства. Така, најточна пресметка за степенот на доларизација претставува утврдување на учеството на девизната готовина и девизните депозити во вкупната ефективна парична маса (ефективна, бидејќи ги опфаќа и девизната готовина и девизните депозити). Меѓутоа, најголем и вообичаен проблем во ваквата пресметка е непостоењето на (прецизен или воопшто на било каков) податок за износот на девизната готовина во оптек, поради што овој показател многу тешко може да се пресмета. Затоа, најчесто употребуван показател за степенот на доларизација е показателот кој го користи ММФ, според кој се пресметува учеството само на девизните депозити во најшироката дефиниција на паричната маса. Ова не е случајно, од причини што за девизните депозити постои статистички податок. Недостаток на овој показател е следен: во случај на високи износи на девизна готовина во оптек за трансакциони цели или девизна готовина која се чува како заштеда, тогаш овој показател нема да претставува реален одраз за фактичкиот (вистинскиот) степен на доларизација на националната економија, поради тоа што ваквата пресметка не го опфаќа циркулирањето на странските валути во оптек. Овој показател е во корелација со показателот за супституција на средства, додека е мошне непрецизен индикатор за валутната супституција.

Циркулирањето на девизна готовина во оптек (валутната супституција) има негативни импликации врз формулирањето и остварувањето на монетарната политика во националната економија, правејќи ја помалку прецизна. Имено, еден од

фундаменталните проблеми е непостоењето на прецизен податок за тоа колкав е фактичкиот износ на девизна готовина која циркулира во економијата. Поради тоа, еден дел од паричната маса во економијата останува неевидентен, со што се намалува контролата на централната банка врз ефективната парична маса. Истовремено е намалена и можноста на монетарната власт да оствари “seigniorage” од емисија на сопствената национална валута, од причини што употребата на странски валути ја намалува побарувачката за домашната валута.

Високиот степен на валутна супституција негативно се одразува врз девизната политика на националната економија. Имено, зголемената побарувачка за странски валути создава притисоци на девизниот пазар во насока на депресијација на курсот на домашната валута. Со тоа се наметнува потребата од постојано интервенирање на девизниот пазар, со цел да се спречат преголеми флукутации во нивото на девизниот курс. Исто така, отежнатото планирање на приливот и одливот на готовина во странска валута при високо ниво на девизна готовина во оптек создава проблеми и во планирањето на платно-билансните трансакции на земјата.

Валутната супституција во земјите во транзиција создава дополнителен проблем поврзан со сивата економија, со што неповолно влијае и врз фискалниот сектор. Имено, трансакциите од доменот на сивата економија најчесто се извршуваат со посредство на девизна готовина и за нив не постои пишан доказ или било каква евиденција. Поради тоа, високиот процент на валутна супституција стимулира пораст на обемот на сивата економија и даночната евазија. Следствено, доаѓа до продлабочување на фискалниот дефицит, со оглед на тоа што даночниот систем на државата нема опфат врз трансакциите и приходите од доменот на сивата економија.

Земјите емитенти на валутите кои во значителни износи циркулираат надвор од нивните национални граници, главно се соочуваат со проблемот на прецизно утврдување на готовината која циркулира во странство, бидејќи таа не може да се утврди директно, ниту пак може да се изведе од податоците што ги нуди статистиката. Имено, овие земји располагаат со податоци само за вкупниот износ на готовина во оптек кој циркулира надвор од банкарскиот систем, меѓутоа не е возможно да се направи прецизно разграничување колкав дел од готовината циркулира во национални рамки, а колкав во странство. Тоа го отежнува планирањето на оптималното ниво на парична маса во земјите емитенти. Во овој контекст, правени се истражувања во некои од земјите емитенти (како на пример во Германија, за германската марка). Притоа, дојдено е до заклучок дека готовината која циркулира во странство има карактер на “неактивни” пари, бидејќи генерално на краток до среден рок тие средства нема да се користат за финансирање на домашните трансакции. Евентуалните флукутации во нивото на “неактивните” пари го отежнува водењето на монетарната политика во практиката.

Во развиените земји досега само апроксимативно е утврдено колкав дел од готовината во оптек циркулира во странство. На пример, направени се одредени мерења и утврдено е дека приближно 40 до 60% од вкупниот износ на готовина во САД долари циркулира надвор од границите на САД. За германската марка овој распон изнесува 30 до 69%.

Притоа, се прават различни обиди за утврдување на износот на готовина кој циркулира во странство. На пример, во САД од 1977 година се врши еден вид на директно мерење, врз основа на податоци од посебни извештаи (CMIR - Currency and

Monetary Instruments Reports). Во овие извештаи се содржани податоци за приливите и одливите на САД долари преку границите на САД од, односно кон различни земји (само за износи поголеми од 5000 САД долари). Разликата меѓу приливите и одливите, или нето одливот кон овие земји се користи како индикатор за тоа колку САД долари приближно циркулираат во странство. Секако, ваквите мерења отстапуваат од реалната состојба за износот на долари кој потекнува од нелегални извори (криминални активности, перење на пари од вршење на нелегална активност и сл.) или од легални извори кои не се опфатени во извештаите заради тоа што гласат на износи под 5000 САД долари.

Покрај директно мерење, постојат и индиректни методи на оценување на девизната готовината во оптек. Еден од нив е методот на дислоцирање на деноминации. Станува збор за метод кој поаѓа од претпоставките дека во високо доларизираните земји, странските валути вообичаено се користат при поголеми трансакции (како на пример купување на автомобили, трајни добра или недвижности). За таа цел, населението користи странски валути кои гласат на поголем износ. Следствено, деноминациската структура на домашната валута добива специфичен карактер: во оптек главно доминираат банкноти кои гласат на помали износи, за сметка на банкнотите со поголеми деноминации. Всушност, дислоцирање на деноминации претставува супституција на домашните банкноти во големи деноминации, со странски банкноти во поголеми деноминации. Според тоа, податоците за деноминациската структура на домашната валута може да послужи како соодветен индикатор за обемот на странски валути во оптек.

Врз основа на досега изнесеното, може да се заклучи дека утврдувањето на нивото на странски валути во оптек претставува сложен и проблематичен процес. Воведувањето на единствената валута ЕВРО за земјите членки на ЕМУ и конверзијата на постојните евро-валути во ЕВРО, може да се окарактеризира како посебен предизвик и историска можност за европските земји и ЕЦБ за попрецизно извршување на вакви мерења. Придобивките од ваквиот историски експеримент ќе бидат огромни за истражувачки цели, доколку процесот на конверзија биде успешно набљудуван и доколку постепено се прибираат прецизни информации во врска со извршената конверзија на евро-валутите. Притоа треба да се следат сите можни канали на конверзија: во ЕВРО, во САД долари, во некоја друга валута, како и конверзијата во националните валути на земјите во кои евро-валутите циркулираат како девизна готовина. Од аспект на земјите во транзиција, каде има големи износи на странски валути во оптек, значењето на евро-конверзијата се состои во можноста да се утврди износот на потенцијалната парична маса во овие земји. Притоа, ќе се оствари пораст на штедењето и ќе дојде до интензивирање на кредитната и инвестиционата активност, што претставува основа за динамизирање на економскиот развој.

2. Странски парични средства во оптек во некои земји во транзиција -анкета

Значаен износ на парични единици циркулираат во оптек надвор од земјата која оригинално ги емитирала. Според проценките, една до две третини од емитираните САД долари и германски марки циркулираат во странство. Најголем износ на овие валути циркулираат во оптек во земјите од Јужна Америка и од Централна и Источна Европа. Во помалите и понови европски држави, Германските

марки често се среќаваат како валута која во оптек циркулира заедно со националната парична единица на земјата. Сепак, многу малку се знае за точната локација и за износот на валутната супституција во тие земји.

Со цел отстранување на ваквиот недостаток, Австриската Централна банка почнувајќи од 1997 година започнала да изготвува редовни извештаи за оценка на износот на странски валути во оптек во пет земји од Централна и Источна Европа (Хрватска, Словенија, Унгарија, Чешка и Словачка). Извештаите се темелат на анкети спроведени во април/мај и октомври/ноември секоја година, со кои во секоја земја биле испитувани околу 1000 лица со старост над 14 години. Притоа, лицата опфатени со анкетите биле прашувани за износот на Австриски шилинзи (ATS), Германски марки (DEM), САД долари (USD), Швајцарски франци (CHF) и "останати" валути кои ги држат кај себе. Дополнително, со анкетите се обезбедувале податоци и за идните планови, за мотивите на испитуваните лица за држење на странски валути, за навиките за патување, каде лицата планираат да ги разменат странските валути и во кои валути ќе ги разменат, итн. Имајќи го предвид фактот дека учеството на германските марки во оптек во паричната маса М3 во Германија забележа пад од 11% во 1997 година на помалку од 8% во 2000 година, една од целите на анкетите била да се даде одговор и на следните прашања: 1) дали ваквиот пад во најголем дел се должи на намалена домашна или странска побарувачка за германски марки; и 2) дали германските марки се заменуваат за САД долари во значаен обем.

Анализата на резултатите од анкетите покажува дека во мај 2001 година процентот на лица кои држат некој вид на странска валута е најголем во Словенија и Словачка (над 50%), нешто помал во Чешка (над 30%), во Хрватска изнесува околу 20%, додека во Унгарија е најмал (помалку од 10%). Динамички набљудувано, овој процент бележи значаен пад во Хрватска, Унгарија и во последно време во Чешка, додека во Словенија и Словачка не се регистрирани позначајни варијации. По поделни валути, во мај 2001 година најзастапена странска валута во сите земји, со исклучок на Словачка беше германската марка, по која следи австрискиот шилинг како втора најзастапена странска валута во сите земји, освен во Хрватска. Генерално, застапеноста на странските валути во овие земји е релативно дисперзирана помеѓу две или повеќе валути, со исклучок на Хрватска каде германската марка доминира, оставајќи им на другите валути маргинално значење. И покрај тоа, резултатите покажуваат дека процентот на лицата што држат германски марки е поголем во Чешка и Словенија отколку во Хрватска. Со ова се потврдува фактот дека населението во Хрватска германските марки ги користи како средство за размена само во трансакции со голема вредност, додека вообичените и мали купувања се извршуваат во националната парична единица (куни). Трета најзастапена валута е САД доларот, додека швајцарските франци со процентуално учество од 0-5% имаат маргинално значење. Интересно, категоријата "останати валути" има значајно учество во Словачка (над 20%), Словенија (околу 20%) и во Чешка (10-20%). Притоа, во Словачка оваа категорија има најголемо учество, што се должи на значајната застапеност на чешката коруна и унгарскиот форинт во прометот.

При оценката за износот на странски валути што циркулираат во оптек во овие земји, со цел да се елиминираат сезонските и случајните флукуации во текот на времето, користен е просек за анализираниот период, при што се отстранети оние обсервации што отстапуваат од примерокот за две стандардни девијации. Притоа, раграничени се два периода: од мај 1997 година до ноември 1998 година (период пред воведувањето на Европска Монетарна Унија (ЕМУ)) и од мај 1999 година до мај 2001 година (период по воведувањето на ЕМУ). Резултатите покажуваат дека во периодот

по воведувањето на ЕМУ просечниот износ на австриски шилинзи што циркулираат во оптек во петте анализирани земји се движи во распон од 440 ATS (Словачка) до 910 ATS (Хрватска). Истовремено, просечниот износ на германски марки се движи од 460 DEM до 520 DEM во Хрватска и Словенија и околу 170 DEM во останатите земји. Во однос на просечниот износ на американски долари, тој се движи меѓу 200 USD и 340 USD во Чешка и Хрватска и меѓу 120 USD и 140 USD во Унгарија, Словенија и Словачка. Притоа, највисок износ на странски валути циркулираат во оптек во Хрватска, при што е регистриран пораст на износот на секоја странска валута во двата периода. Спротивно од Хрватска, во Унгарија регистрирано е намалување на износот на секоја странска валута, додека во Чешка износот на американски долари и австриски шилинзи бележи зголемување, а износот на германски марки намалување. Во Словачка единствено пораст е регистриран кај износот на австриски шилинзи, а износите кај сите останати валути се речиси непроменети, додека во Словенија не се регистрирани промени во износите на сите странски валути во двата периода.

Од аспект на монетарната политика од посебно значење претставува податокот за апсолутниот нето износ на девизи што циркулираат во оптек. За да се добие ваков податок треба да се изврши пондерирање на износот на странски валути добиен од анкетата со процентуалното учество на испитуваните лица согласно износот на девизи што го држат кај себе.¹ Со множење на добиениот резултат, кој претставува просечно држење на странски валути по глава на жител, со вкупниот број на жители (постари од 14 години) се добива оценка за апсолутниот износ на странски валути што циркулираат во земјата. Оценката добиена на ваков начин покажува дека во периодот од мај 1999 година до мај 2001 година, во просек околу 7,9 милијарди австриски шилинзи, 4,1 милијарда германски марки, 1,5 милијарди американски долари циркулираа во оптек во анализираниите земји. Со други зборови, околу 5,3% од вкупните шилинзи во оптек, 1,7% од германските марки и 0,3% од американските долари циркулираат во оптек во овие пет земји.

Табела 1

Просечен износ на странски валути што циркулираат во оптек
(во милиони)

	Австриски шилинзи (ATS)		Германски марки (DEM)		Американски долари (USD)	
	11.1997-11.1998	05.1999-05.2001	11.1997-11.1998	05.1999-05.2001	11.1997-11.1998	05.1999-05.2001
Хрватска	368	317	1325	914	143	124
Чешка	2709	5058	2027	1828	737	974
Унгарија	776	744	374	185	87	81
Словачка	1128	1104	453	464	287	269
Словенија	786	647	700	606	31	68
<i>Вкупино</i>	<i>5768</i>	<i>7870</i>	<i>4901</i>	<i>4081</i>	<i>1467</i>	<i>1516</i>
% од ГПО	4,06	5,25	2,01	1,69	0,35	0,30

По поделни земји, најголеми износи на шилинзи, марки и долари циркулираат во Чешка, на шилинзи и долари во Словачка, а само на марки во Хрватска. Притоа, во периодот по воведувањето на ЕМУ во споредба со периодот пред воведувањето на ЕМУ износот на австриски шилинзи забележа зголемување само во Чешка, додека во останатите земји тоа бележи благо намалување. Апсолутниот износ на германски марки бележи намалување во петте земји, што се должи првенствено на интензивниот пад во Хрватска. Истовремено, вкупниот износ на американските долари во петте земји забележа зголемување, детерминиран од порастот во Чешка и Словенија.

¹ Со анкетата лицата не биле прашувани за точниот износ на девизи со кои располагаат, туку за категоризирани износи (на пр. <100, <500 итн.).

Анализата на поновите движења (од мај 2000 година до мај 2001 година) покажува значајно намалување на вкупниот износ на германски марки што циркулираат во оптек во петте земји (за 33%), што укажува на интензивирање на опаѓачкиот тренд на странската побарувачка за германски марки во овој период. По поделни земји, намалувањето се должи на значајниот пад во Чешка (за 56%) и Хрватска (за 25%). Речиси ист интензитет на намалување е регистрирано и кај вкупниот износ на американски долари во петте земји (за 32%), детерминиран во најголем дел од падот во Чешка (за 56%).

Анализата за егзистирањето и обемот на супституција меѓу германските марки и американските долари дава можност да се извлечат само генерални заклучоци. Имено, во периодот 1997-2001 година регистрирано е намалување на побарувачката за германски марки (во апсолутен износ и како процент од вкупните германски марки во оптек), со истовремено зголемување на износот на американски долари во оптек, но не со ист интензитет. Овие движења укажуваат на постоење на извесен степен на замена на германските марки во американски долари. Но, поновите движења (мај 2000-мај 2001 година) покажуваат намалена странска побарувачка не само за германски марки, туку и за американски долари, што ја замаглува претставата за супституција меѓу овие две валути. Земајќи ги заедно овие два резултата може да се заклучи дека постои супституција меѓу германските марки и американските долари од 1999 година до почетокот на 2000 година, но не и после 2000 година.

Анкетата исто така ги разоткрива и мотивите за држење на странски валути. Притоа, мотивот "купување во земјата" има минорно значење во сите земји со исклучок на Хрватска, каде околу 10% од испитуваните лица одговориле дека германските марки и американските долари ги чуваат за извршување на домашни трансакции. Од друга страна, околу 70% одговорија дека германските марки и американските долари ги чуват како заштеди, заради стабилноста на овие валути. Кај останатите земји, австрискиот шилинг се користи главно како средство за размена при извршување на странски трансакции (одмори, шопинг), додека американскиот долар за штедење (со исклучок на Унгарија, каде доминира мотивот "трошење во странство"). За земјите кои географски се блиску до Германија, како на пример Чешка, доминира трнсакциониот мотив, додека во Словенија и Хрватска мотивот "штедење" е најмногу застапен.

Табела 2

План за конверзија на австриските шилинзи и германските марки во Евра*
(во %)

		Евро	Други валути (USD, CHF и др.)
Вкупно	мај 2000	58	42
	мај 2001	58	42
Лица кои најмногу држат долари	мај 2000	47	53
	мај 2001	44	56
Лица кои најмногу држат германски марки	мај 2000	55	45
	мај 2001	59	41

* Процент од испитуваните лица кои знаат во која странска валута ќе ги разменат девизите.

Од одговорите на прашањето за идните планови на испитуваните лица во поглед на конверзијата на австриските шилинзи и германските марки, може да се добие груба оценка за довербата во еврото. Притоа, најголем дел од испитуваните лица (околу 58%) сеуште немаа одлучено што ќе прават со своите девизни заштеди во шилинзи и марки. Од испитуваните лица кои веќе знаат што ќе прават со своите заштеди (во марки и шилинзи), околу 58% планираат да ги заменат во евра, додека 42% во "други валути" вклучувајќи американски долари и швајцарски франци. Притоа, оваа пропорција не забележа промена во периодот од мај 2000 година до мај 2001 година. Меѓу испитуваните лица кои тековно држат најмногу американски долари, најголем дел планираат да ги заменат марките и шилинзите во "други валути" (56%), при што овој процент незначително е зголемен во периодот мај 2000-мај 2001 година. Спротивно на нив, меѓу лицата кои најголем дел од своите заштеди ги држат во германски марки, 59% од нив планираат да ги заменат марките и шилинзите во евра (во мај 2000 година овој процент изнесуваше 55%). Сепак, значаен дел од нив (41%) немаат намера да ги конвертираат марките и шилинзите во евра, туку во некоја друга валута.

2.1. Импликации и заклучоци за анализираниите земји во транзиција

При анализата на резултатите од спроведуваните анкети можат да се извлечат неколку заклучоци:

Прво, странската побарувачка за германски марки во набљудуваниот период забележа намалување, а побарувачката за австриски шилинзи и американски долари зголемување. Споредбата на периодот пред воведувањето на ЕМУ со периодот по воведувањето на ЕМУ покажува дека падот на просечниот износ на германски марки што циркулираат во оптек во петте земји изнесува околу 15%, со интензивирање на опаѓачкиот тренд во последната година. Ако резултатите за петте земји се земат како репрезентативни за општата побарувачка за германски марки во Централна и Источна Европа, тогаш може да се заклучи дека падот на вкупниот износ на германски марки во оптек во најголем дел се должи на падот на странската побарувачка, а не на домашната побарувачка. Земајќи ја предвид оценката дека една третина од износот на германски марки во оптек циркулира во странство, тогаш падот од 15% во странската побарувачка ќе предизвика пад од околу 5% во вкупниот износ на германските марки во оптек.

Второ, резултатите покажуваат дека постои супституција меѓу американските долари и германските марки само до крајот на 2000 година, додека после овој период падот на побарувачката за германски марки и американски долари укажува на тоа дека не постои супституција меѓу овие две валути, туку меѓу домашната и странската валута. Постојат неколку аргументи за ваквите движења: нормализација на Хрватска после воената криза, зголемена политичка и финансиска стабилност, зголемена доверба во банкарскиот систем, пониски стапки на инфлација во многу земји од Централна и Источна Европа. Влезот на странски банки во овие земји ја зголемува финансиската стабилност и можноста за отварање на девизни сметки во банките (на кои се добива камата). Поради ова присутен е тренд на намалување на учеството на лицата кои кај себе држат странски валути (во Хрватска, Чешка и Унгарија).

Трето, резултатите за плановите за конверзија на странските валути покажуваат дека во мај 2001 година сеуште значаен дел од населението што држат германски марки (и покрај падот од мај 2000 година до мај 2001 година) не планираат да ги разменат нивните марки и шилинзи во евра. Тоа во најголем дел се должи на недостатокот од информации, како и на неизвесноста во врска со евро замената. Сепак, информационата кампања поврзана со воведувањето на еврото треба да обезбеди разбирливи и транспарентни информации за сите поединости поврзани со евро замената, што ќе водат кон значително зголемување на довербата во еврото.

Од аспект на импликациите на овие резултати врз монетарната политика, за Системот на Европски Централни банки тие се маргинални, бидејќи измените во побарувачката за германски марки има ограничени последици за износот на евра што ќе циркулираат во оптек. Имено, ако една третина од вкупниот износ на германски марки во оптек циркулираат во странство, тоа кореспондира со околу 12% од износот на евра што ќе циркулираат во оптек. Поради тоа, падот од 15% во учеството на германските марки што циркулираат во петте анализирани земји (од 2% на помалку од 1,7%) ќе предизвика пад од 2,4% во вкупниот износ на евра што циркулираат во евро зоната. Кај пошироките монетарни агрегати (на пр. М3), што се од големо значење за водењето на монетарната политика, импликациите се дури и помали. Друга потенцијална импликација предизвикана од редуцираната побарувачка за странски валути во оптек се намалените "seignorage" приходи за земјата која оригинално ги емитирала паричните единици. Притоа, преку процесот на нормализација и јакнење на довербата во домашната парична единица, централните банки на земјите од Централна и Источна Европа постепено ги враќаат "seignorage" приходите назад.

Резултатите од анкетите треба да бидат користени со голема претпазливост, особено оние поврзани со големината на индивидуалното богатство, каде постои голема веројатност испитуваните лица да не дадат точни одговори. Исто така, оваа анализа не вклучува оценка за големината на паричните средства од нелегални активности, поради што оценетите податоци се под вистинскиот износ на парични единици што циркулираат во оптек во петте земји опфатени со анкетата. Сепак, користењето на временска серија дава можност за оценка на измените во однесувањето на испитуваните лица во текот на определен период, под претпоставка дека примерокот е константен и стандардизиран во текот на периодот.

3. Странски парични средства во оптек во Република Македонија

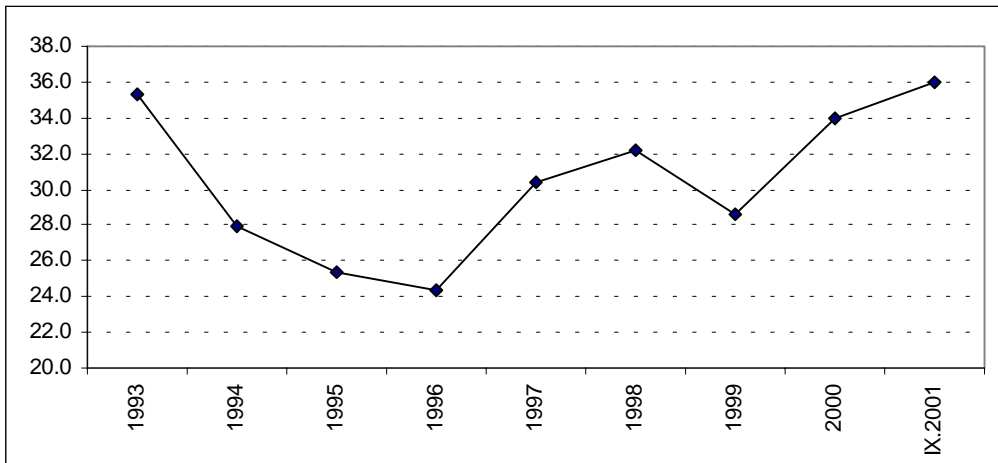
3.1. Стаејен на доларизираност на македонската економија

Монетарното осамостојување на Република Македонија беше изведено во услови на хиперинфлација, како наследен проблем од поранешна СФРЈ. Истовремено, Република Македонија го наследи и проблемот со "заробените" девизни заштеди, кој негативно се одрази врз развојот на финансискиот сектор, продуцирајќи недоверба во банкарскиот систем. По осамостојувањето, македонската економија помина низ процес на комплексни економски и политички реформи насочени кон изградба на современо демократско општество со пазарно ориентиран економски систем. Комплексноста на превзементите реформи значеше и неизвесност во поглед на нивниот исход. Исто така, процесот на транзиција на македонската економија беше придружен со неколку екстерни шокови кои неповолно се одразија врз динамиката на реформите во економијата.

Ваквите околности имаа неповолен одраз врз довербата на економските субјекти во денарот, детерминирајќи економските субјекти да располагаат со значаен износ на стабилна странска валута со цел заштита од потенцијалните ризици. Со други зборови, Република Македонија од осамостојувањето досега се соочува со релативно висок степен на доларизација². Имено, степенот на доларизација во Република Македонија, мерен преку учеството на девизните депозити во вкупните депозити на недржавниот сектор, се одржуваше во распон од 25-35% во периодот 1993-2001 година. Со ваквиот степен на "доларизација" Република Македонија се вбројува во групата на средно доларизирани економии. Пресметката на степенот на доларизација на овој начин е детерминиран од нерасполагањето на податоци за износот на девизни средства што циркулираат во оптек надвор од банкарскиот систем, како и на неможноста за прецизно пресметување на овој износ.

Графикон 1

Учество на девизните депозити во вкупните депозити
(во %)



Динамички набљудувано, од монетарното осамостојување до 1996 година степенот на доларизација на македонската економија имаше тренд на опаѓање (од 35% во 1993 година на 24% во 1996 година). Тоа во најголем дел беше резултат на постигнувањето на макроекономска стабилност, врз основа на спроведените мерки за постепено соборување и контролирање на стапката на инфлација, која во 1995 година беше сведена на едноцифрено ниво. Почнувајќи од 1997 година, со исклучок на 1999 година, степенот на доларизација имаше растечки тренд. Со оглед на постигнатата и перманентно одржувана ценовна стабилност, како и стабилност на девизниот курс на денарот во однос на германската марка (со исклучок на девалвацијата во 1997 година), зголемената доларизација во овој период не значеше намалување на довербата во денарот. Имено, имајќи ја предвид методологијата на пресметка на степенот на доларизација, според која не се опфатени девизите кои циркулираат во оптек надвор од банкарскиот систем, зголемената доларизација може да биде резултат на внесување на девизите од "под перница" во банките согласно зголемената доверба во банкарскиот систем. Доколку во анализата за степенот на доларизација на македонската економија се вклучат и девизните средства што циркулираат во оптек надвор од банкарскиот систем, тогаш доларизацијата би била значително повисока.

² "Доларизацијата" е употребена како термин за располагањето со било која странска валута во националната економија.

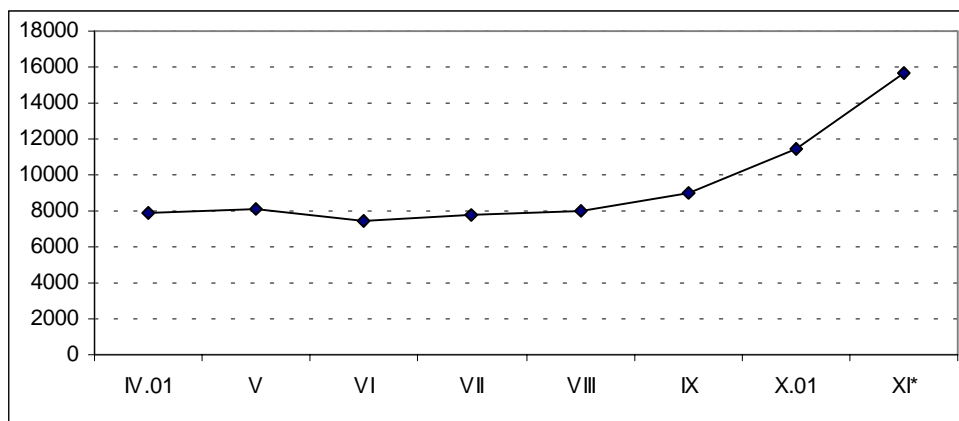
Најчести канали за влез на странски валути во Република Македонија се следните:

- а) надворешно-трговската размена. Имено, Република Македонија е мала и отворена земја во која учеството на извозот и увозот заедно надминува 80% од БДП. Притоа, воведувањето на внатрешната конвертибилност (мај 1993 година), а подоцна и надворешната конвертибилност на македонскиот денар (јули 1998 година), заедно со либерализацијата и реформата на трговскиот режим придонесоа за поголемо вклучување на Република Македонија во меѓународната размена;
- б) трансфери од странство, со оглед на големиот број на македонски државјани што работат во странство;
- в) нерегистрирана сива економија.

3.2. Македонската економија во пресреќ на Европско

Зголемениот степен на доларизација во Република Македонија во последните неколку месеци од 2001 година се должи на потребата од конверзија на валутите на 12 земји членки на ЕМУ, кои ќе престанат да постојат од почетокот на 2002 година. Имено, можноста за автоматска конверзија на овие валути без трошоци доколку се депонираат во банка резултираше во значаен пораст на девизните депозити во банкарскиот систем. Така, девизните депозити на населението во ноември 2001 година³ во однос на јули 2001 година се зголемени за 7.896 милиони денари, или за околу 255 милиони германски марки. Притоа, само во октомври девизните депозити на населението остварија пораст од 2.489 милиони денари (80 милиони германски марки), додека прелиминарните податоци за ноември укажуваат на месечен пораст од 4.253 милиони денари (137 милиони германски марки). Тоа укажува на постепено интензивирање на порастот на девизните депозити на населението, при што во декември 2001 година, како последен месец пред официјалното воведување на новата евро валута, се очекува тој да биде уште поизразен. Најголем дел, или 95,1% од порастот на девизните депозити на населението се однесува на краткорочните депозити, од кои повеќе од половината се однесуваат на депозитите по видување. Тоа укажува дека поголем дел од овие депозити ќе бидат повлечени на почетокот на 2002 година, согласно преференциите на економските субјекти за држење на готовина.

Графикон 2
Девизни депозити на населението
(во милиони денари)

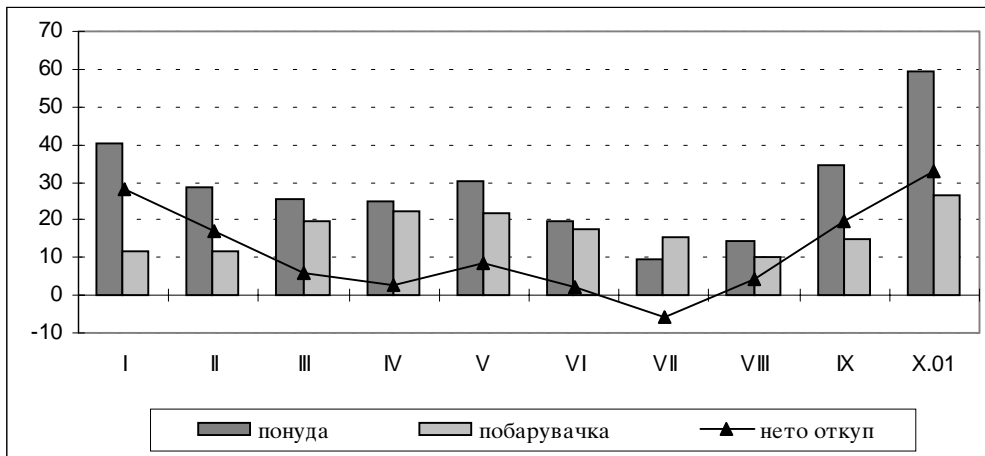


*Прелиминарен податок.

³ Прелиминарен податок.

Покрај вложување во банка, економските субјекти своите девизни заштеди (во германски марки и други валути од еврозоната) можат за ги конвертираат во валути на оние земји кои се надвор од еврозоната (САД долари, швајцарски франци, денари итн). Притоа, движењата на менувачкиот пазар во последно време покажуваат значително зголемување на прометот, со тенденција за негово интензивирање во последните два месеци од 2001 година. Тоа се должи на: а) преферирањето на економските субјекти да располагаат со готовина; б) неизвесноста од движењето на вредноста на еврото, и в) континуираното намалување на вредноста на еврото од неговото воведување досега (за 30%).

Графикон 3
Промет на менувачки пазар
(во милиони САД долари)



Така, во периодот септември-октомври 2001 година прометот на менувачкиот пазар е зголемен за 62,1 милион САД долари, при поинтензивен пораст на понудата (за 45,3 милиони САД долари) во однос на побарувачката (за 16,7 милиони САД долари). Притоа, треба да се има во предвид дека лицата што ќе ја изберат оваа можност се соочуваат со опасност од двојна загуба: а) по основ на разлика меѓу куповен и продажен курс и б) по основ на идно јакнење на вредноста на еврото во однос на останатите валути.

4. Анкејно истражување за ситранскије валуџи во оџџек и евро-конверзијата во Република Македонија

Со цел да се добијат пореални сознанија за износот на девизна готовина во оптек во Република Македонија, односно за износот и видот на девизи што населението ги чува народно речено “под перница”, во ноември 2001 година Народна банка на Република Македонија пристапи кон спроведување на анкетно истражување⁴. Спроведената анкета, дава корисни информации за тоа колкава е довербата на населението во банкарскиот систем и во ЕВРО-то, а воедно овозможува да се добијат идни насоки и да се согледаат очекувањата за процесот на замена на валутите во евра во Република Македонија. Резултатите од спроведената анкета се од големо значење, како за истражувачките потреби на НБРМ, така и за комерцијалните банки во

⁴ Анкетата е спроведена со посредство на Центарот за испитување на јавното мислење при Институтот за демократија, солидарност и цивилно општество (IDSCS), а на барање на НБРМ.

државата, од причини што досега во Република Македонија не е спроведена анкета од ваков вид.

При испитувањето е користен стандардизиран примерок, кој е стратификуван, двоетапен и со случаен избор на испитаниците. Испитувањето на јавното мислење е вршено по пат на телефонски јавувања, што овозможи ефикасно и релативно брзо спроведување на анкетата. Притоа, беа анкетирани вкупно 1055 лица на територијата на Република Македонија.

Структурата на анкетираниот примерок може да се разгледува од повеќе аспекти (види Прилог 1).

Од вкупно 1055 анкетирани лица, 48,1% се припадници на женскиот, а остатокот (51,9%) на машкиот пол. Од аспект на возраста на испитаниците, сразмерно се опфатени сите старосни групи на населението. Во поглед на степенот на образование, доминираат испитаници со завршено средно образование (60%), а 18,6% се со високо образование. Според занимањето, поголем дел се работници (29,2%), невработени (17,3%), службеници-чиновници (17,1%) и пензионери (12,2%). При спроведувањето на анкетата беа прашувани лица со различна етничка припадност, при што беше водена посебна грижа да бидат опфатени сите националности согласно нивната застапеност во различни региони. Најголем дел од испитуваните лица беа Македонци (73,7%), Албанци (18,0%), потоа Срби (2,4%), Роми (2,1%), Турци (1,4%) итн. Исто така, беа испитувани лица кои живеат во разни населени места, при што најголем дел од испитаниците живеат на село (29,4%) и во поголемите градови (без градот Скопје) (28,4%). Од вкупниот број на испитувани лица, 23,7% живеат во Скопје, а останатите 18,5% во помалите градови. Посебна грижа беше водена во примерокот да бидат застапени сите региони и општини, со соодветно учество. Така, најголем дел од испитаниците потекнуваат од Скопскиот (27,5%) и Брегалничкиот регион (16,6%). По општини, најголем дел, или 8,5% од испитаниците живеат во општина Тетово, 6,6% во општина Битола, по 5,2% во општините Гази Баба, Карпош, Центар, Гостивар и Куманово итн.

Анкетниот прашалник, кој беше составен од страна на Дирекцијата за истражување при НБРМ, содржи вкупно 14 анкетни прашања. Резултатите од анкетањето се следни:

Прашање бр. 1: Дали верувате во ЕВРО валутијата?

Опции: Да/Не/Не знам

Генерално, во Република Македонија населението има доверба во ЕВРО валутата. Ваквата констатација се потврдува со податокот дека 77,8% од вкупниот број испитаници позитивно се изјаснија по ова прашање, наспроти 17,9% кои изјавиле недоверба.

Прашање бр. 2: Дали сите добро информирани за замена на евро-валутијата во ЕВРО?

Опции: Да/Не/Не знам

Во Република Македонија постои релативно висок степен на информираност на граѓаните за ЕВРО конверзијата. Имено, повеќе од две третини од испитаниците (67,9%) одговорија потврдно на ова прашање, додека нешто помалку од една третина од анкетираниите (31,3%) се изјасниле дека не се добро информирани.

Прашање бр. 3: Од каде се информираат за ЕВРО конверзијата?

Опции: Медиумите/ НБРМ/комерцијалните банки/не знам

Според резултатите од анкетата, најголем придонес за информирање на граѓаните во врска со ЕВРО конверзијата имаат медиумите. Имено, 84,7% од анкетираниите се изјаснија дека најголемиот дел од информациите ги добиваат од медиумите, а само 6% од НБРМ и 5,5% од комерцијалните банки. Сепак, треба да се има предвид дека и НБРМ и банките делуваат и контактираат со јавноста со посредство на медиумите.

Прашање бр. 4: Дали чувате девизи дома или народно речено “под перница”?

Опции: Да/Не/Не знам

Со оглед на чувствителноста на ова прашање, одзивот кај испитаниците е солиден, што се гледа и во многу малиот бројот на одбиени одговори или одговори од типот “не знам”. Така, 64,6% од испитаниците се изјаснија дека чуваат, додека 34,4% се изјаснија дека не чуваат девизи во своите домови.

Прашање бр. 5: Во која валута ги чувате Вашите девизни заштеди?

Опции: DEM / USD / CHF / Друга валута / Не знам

Помеѓу опциите Германска марка, САД долар, Швајцарски франк или некоја друга валута, воочливо најголем дел од анкетираниите по ова прашање се изјаснија за Германската марка (74,6%). Преференција за САД доларот искажаа само 10% од испитаниците. Од тука, може да се заклучи дека најголем дел од заштедите под перница кај македонското население се во Германски марки кои во мошне скоро време ќе треба да бидат конвертирани во ЕВРА. Според тоа, оправдани се очекувањата дека ЕВРО конверзијата ќе овозможи приближно да се утврди колку изнесуваат девизните заштеди на населението надвор од банкарскиот систем во земјата.

Прашање бр. 6: Вашите заштеди ги чувате во девизи поради:

- *иполитичката неизвесност во државата;*
- *недовербата во комерцијалните банки;*
- *друга причина?*

Во однос на мотивите, 48% од анкетираниите лица се изјаснија дека главен мотив за чување девизи дома е недовербата во комерцијалните банки, додека помал процент (28,7%) се главно поттикнати од политичката неизвесност. Ваквите сознанија укажуваат на фактот дека довербата на македонските граѓаните во банките не е потполно придобиена и дека враќањето на довербата на штедачите во банкарскиот систем е долготраен и тежок процес, со кој комерцијалните банки во Република Македонија и понатаму ќе бидат соочени. Притоа, стабилизацијата на земјата и регионот претставува исто така значаен фактор што не е случај во другите земји во транзиција.

Прашање бр. 7: За која намена ги користите Вашите девизи?

Опции: за купување во земјата / за купување во странство / за штедење/ не знам

Во врска со ова прашање, 48,7% од испитаниците одговориле дека девизите ги користат за купување во земјата, 42,7% заради штедење, додека само 3,8% за купување во странство. Ваквите резултати укажуваат на истовремено постоење на

висок степен на валутна супституција и супституција на средства во Република Македонија. Валутната супституција создава подлога за развој на сива економија.

*Прашање бр. 8: Во која валута ќе ги замениш Вашите девизни заштеди?
Опции: EURO/USD/CHF/некоја друга валута/не знам*

Најголем дел, или 58,5% од испитуваните лица, своите девизни заштеди (во германски марки, и други валути на земјите од еврозоната) планираат да ги заменат во Евра. Со ова уште еднаш се потврдува релативно големата доверба што ја има населението во новата евро валута. Исто така, значаен дел од испитуваните лица (14,2%) имаат намера да ги заменат своите девизни заштеди во САД долари, како и во швајцарски франци (7,6%). И покрај воспоставената и континуирано одржувана ценовна стабилност, како и стабилност на девизниот курс на денарот во однос на германската марка, релативно мал е процентот на испитуваните лица (9,2%) кои планираат да ги конвертираат своите девизни средства во денари. Ова се воедно и главно преферираните валути во Република Македонија, при што процентот на лицата кои ќе ги конвертираат своите девизни заштеди во некоја друга валута е незначителен и изнесува 0,4%. Процентот на испитуваните лица кои сеуште не знаат во која валута ќе ги разменат своите девизни заштеди изнесува 8,3%. Одговор на ова прашање не дале 1,8% од вкупниот број на лица опфатени со анкетата.

*Прашање бр. 9: Доколку ја замениш Вашата девизна заштеда во денари дали би ја ставиле во банка?
Опции: Да/Не/Не знам*

Од одговорите на ова прашање генерален заклучок е сеуште големата недоверба на населението во банкарскиот систем. Имено, 65,2% од испитуваните лица не планираат денарската заштеда да ја стават во банка, односно само 28,3% од анкетираниите лица денарите добиени со замена на своите девизни заштеди имаат намера да ги депонираат во банка. Процентот на лицата кои спаѓаат во категоријата на одговори "не знам" и "нема одговор" изнесува 6,5%.

*Прашање бр. 10: Дали ставивш или планираш да ставиш девизи во банките пред 31.12.2001 година, со цел да ги конвертираш во ЕВРО без провизија?
Опции: Да/Не/Не знам*

Резултатите добиени од ова анкетно прашање укажуваат дека 44,5% од испитуваните лица ги ставиле или планираат да ги стават своите девизни заштеди во банките пред 31.12.2001 година, со цел нивна конверзија во ЕВРО без провизија. Процентот на лицата кои немаат намера да ги стават своите девизни заштеди во банките е малку повисок и изнесува 46,0%, а на лицата кои сеуште не знаат и кои не одговориле на ова прашање изнесува 9,6%. Одговорите на ова прашање кореспондираат со одговорите за довербата на населението во новата евро валута.

*Прашање бр. 11: Дали ќе ги замениш Вашите девизи во ЕВРО во банките со плаќање на провизија во текот на јануари и февруари?
Опции: Да/Не/Не знам*

Најголем дел, или 65,8% од испитаниците негативно се произнеле по ова прашање. Тоа претставува потврда дека најголем дел од населението во Република Македонија не ја преферира оваа "скапа" можност за конвертирање на своите девизни заштеди. Сепак, значаен дел од испитаниците (19,8%) планираат да ги заменат своите девизни средства во ЕВРО по 31.12.2001 година со плаќање на провизија, што укажува на исклучително големата недоверба што ја има значаен дел од населението во банкарскиот систем. Останатиот дел од анкетираниите лица сеуште не решиле дали ќе ја прифатат оваа варијанта за конверзија на своите девизни заштеди (11,8%), односно не дале одговор по ова прашање (2,7%).

Прашање бр. 12: Кога размислувајте да ги стивавите Вашите девизи во банките?

Опции: веќе ги стивав/во ноември/во декември/не знам

Анализата на одговорите по ова прашање укажува дека најголем дел од испитаниците (29,0%) своите девизни средства планираат да ги стават во банка во последниот месец од 2001 година, со цел да ги конвертираат во ЕВРО без провизија. Процентот на лицата кои веќе ги ставиле девизните средства во банка изнесува 13,6%, а на оние кои планираат да ги стават во ноември е релативно мал и изнесува 6,6%. Значаен дел од испитаниците одговориле со "не знам" (23,0%) или воопшто не одговориле на ова прашање (27,8%).

Прашање бр. 13: Дали по конверзијата во комерцијалните банки ќе ги повлечете Вашите девизи од банките?

Опции: Да/Не/Не знам

Најголем дел, или 45,1% од анкетираниите лица одговориле дека ќе ги повлечат своите девизи од банките по нивната конверзија во ЕВРО, што укажува на интенцијата на населението само да ги конвертираат своите девизни средства во новата евро валута, а не и да ги остават во банка. Сепак, значаен дел (25,8%) од испитаниците не планираат да ги повлечат своите девизи од банките, што е индикатор дека банкарскиот систем после сите шокови и кризи, со влезот на странски капитал и водење на соодветна каматна политика постепено го зазема своето место и вистинска улога во економијата. Релативно голем дел од анкетираниите лица одговориле со "не знам" (15,4%) или воопшто не одговориле на прашањето (13,7%).

Прашање бр. 14: Колкава сума на заштедени девизи имате во заштедина?

Опции: до 500ДЕМ/500-1000ДЕМ/1000-5000ДЕМ/5000-10000ДЕМ/над 10000ДЕМ

Имајќи во предвид дека станува збор за исклучително "чувствително" прашање, испитаниците не беа прашувани за точниот износ на девизни средства со кои располагаат, туку за категоризирани износи (до 500 ДЕМ, 500-1000 ДЕМ, 1.000-5.000 ДЕМ, 5.000-10.000ДЕМ, над 10.000 ДЕМ). И покрај тоа, релативно голем е процентот на анкетираниите лица кои одбиле да дадат одговор на ова прашање (21,0%). Анализата на одговорите покажува дека најголем дел од анкетираниите лица (26,3%) спаѓаат во најниската категорија (до 500 ДЕМ), по која следи категоријата од 1.000 ДЕМ до 5.000 ДЕМ, со учество од 19,2%, и категоријата 500-1.000 ДЕМ (17,0%).

Процентот на испитуваните лица кои располагаат со странски парични средства во готовина од 5.000 ДЕМ до 10.000 ДЕМ изнесува 7,1%, а на лицата со над 10.000 ДЕМ 9,4%.

Добиените резултати од спроведената анкета, понатаму детално се анализираат, со цел утврдување на нивната поврзаност, причинско-последична врска и конзистентност. Всушност, најзначајниот и најинтересниот дел од спроведеното истражување се т.н. вкрстени анализи (crosstabulations). Тие овозможуваат споредби на различни аспекти од проблематиката која е предмет на истражување. Можните комбинации на вкрстени анализи се бројни, поради што овде се издвоени само резултатите од оние, кои сметаме дека се најзначајни.

Најпрво е разгледана вкрстената анализа на степенот на доверба во ЕВРО валутата и старосната структура на населението. Од добиените резултати може да се заклучи дека и покрај тоа што генерално, населението во Република Македонија верува во ЕВРО-то, степенот на доверба е повисок кај помладата популација. Како се оди кон повисоките старосни групи, така тој степен благо се намалува. Имено, 83,4% од испитаниците до 29 години се изјасниле дека веруваат во Евро валутата, додека кај испитаниците на возраст од 60 и повеќе години доверба изјавиле 72,7%. Меѓутоа, најголем степен на недоверба искажале испитаниците на возраст од 40 до 49 години (20,0% од нив одговориле со “не”).

Од анкетираниите кои се изјасниле дека веруваат во Евро валутата, 48,5% одговориле дека веќе ги ставиле, односно планираат да ги стават девизите во банка (пред 31.12.2001 година), со цел да ги конвертираат без плаќање на провизија. Исто така, 20,5% од истите анкетирани се изјасниле дека ЕВРО конверзијата на нивните девизи ќе ја направат во текот на јануари и февруари, односно со плаќање на провизија.

Од вкупно 682 анкетирани лица кои потврдно се изјасниле на прашањето дали чуваат девизи дома (односно “под перница”), најголем дел чуваат германски марки (83,4%), а помал дел САД долари (10,3%) и швајцарски франци (2,6%). Притоа, 55,7% од испитаниците кои чуваат девизи дома, тоа го прават од причина што немаат доверба во комерцијалните банки, а 27,7% поради политичката неизвесност во земјата. Од аспект на намената, во најголем дел девизната готовина се користи за купување во земјата (51,6%) и за штедење (43,1%). Во согласност со анализите, дојдено е до сознание дека најголем дел од девизите што се чуваат “под перница”, ќе бидат конвертирани во евра (за ова се изјасниле 60,3% од анкетираниите кои чуваат девизи дома). Значително помал дел ќе бидат конвертирани во САД долари (15,2%), а постои интерес и за конверзија во денари (8,1%). Заинтересираност за конверзија во швајцарски франци е регистрирана кај 7,2%.

Понатаму, врз основа на направените анализи, добиени се сознанија и за тоа со која динамика лицата кои ги чуваат девизите во своите домови ќе ги внесуваат во банките пред 31.12.2001 година со цел да ги конвертираат во евра. Така, 11,0% одговориле дека веќе ги ставиле во банка, 6,5% дека тоа ќе го направат во ноември, а 31,1% (т.е. најмногу) во декември. Според ваквите резултати, може да се заклучи дека најголемиот прилив на девизи во банките би се остварил во декември 2001 година. Истовремено, една петтина (21,1%) се изјасниле дека конверзијата ќе ја реализираат во текот на јануари и февруари следната година, со плаќање на провизија. Притоа, треба да се има предвид дека е голем бројот на оние кои сè уште не се одлучени по ова прашање, како и на оние кои одбиле да одговорат.

Од посебен интерес се резултатите во врска со износите со кои располагаат лицата кои се изјасниле дека чуваат девизна готовина “под перница”. Најмногу се располага со износ помеѓу 1.000 и 5.000 ГМ (23,5%), потоа со девизи до 500 ГМ (23,2%) и 20,2% располагаат со 500 до 1.000 ГМ. Релативно е висок процентот на оние кои имаат девизна готовина во износи над 10.000 ГМ (11,9%), додека најмал е процентот на оние што имаат од 5.000 до 10.000 ГМ (8,1%) во своите домови.

Врз основа на резултатите од анкетата, најголем дел од вкупните девизни заштеди на населението во Република Македонија, се во германски марки (74,6%). Од тоа, 48,9% се користат за купување во земјата, додека нешто помал процент (44,6%) за штедење. Обратен е случајот со заштедите во САД долари. Имено, поголем дел од испитаниците (47,2%) ги користи за штедење, а 41,5% за купување во земјата. Ова зборува за широката прифатеност на германската марка во македонската економија како средство за размена и за чување на вредноста.

Од аспект на можните опции за конверзија, 64,8% од анкетираниите кои ги чуваат своите девизни заштеди во ГМ се изјасниле дека ќе ги конвертираат во евра, 11,6% во САД долари, 7,7% во денари, а 6,5% во швајцарски франци.

Во однос на временските аспекти на конверзијата, на општото прашање дали ЕВРО конверзијата би ја реализирале без плаќање на провизија, односно со депонирање на девизите во банките пред 31.12.2001 година, позитивно се изјасниле 48,7% од анкетираниите кои располагаат со заштеди во ГМ. Меѓутоа, се јавува мала неконзистентност со резултатите од прашањето за динамиката на ставањето на девизи во банките до крајот на оваа година. Имено, во овој случај 15,9% одговориле дека веќе ги ставиле своите девизи во банка, 7,2% дека тоа планираат да го сторат во ноември, а 31,0% во декември. Ако се соберат, всушност се добива дека 54,1% од анкетираниите кои располагаат со заштеди во ГМ ќе ги стават девизите во банка пред 31.12.2001 година, што е нешто поголем процент од оној добиен врз база на одговорите на општото прашање. Неконзистентноста се јавува поради поголемиот процент на испитаници кои не одговориле на општото прашање, или дале одговор од типот “незнам”. Притоа, помал дел од испитаниците (20,7%) се изјасниле дека замената ќе ја направат во текот на јануари и февруари 2002 година, односно со плаќање на провизија.

Во рамки на вкрстената анализа на одговорите од анкетираниите лица кои искажале недоверба во комерцијалните банки, интересен е податокот дека 50,5% од нив нема да ги стават своите девизни заштеди во банка до крајот на оваа година, а 20,7% планираат да ги конвертираат во текот на јануари и февруари наредната година, со плаќање на провизија. Исто така, висок процент од нив (50,0%) се изјасниле дека планираат да ги повлечат девизите од банките по конверзијата, додека 21,1% ќе ги остават во банките. Заслужува внимание и податокот дека од испитаниците на кои девизите им се наменети за штедење, 46,2% ги чуваат во готовина поради недовербата во комерцијалните банки, наспроти 33,8% поради политичката неизвесност во земјата. Ваквите изјави несомнено се резултат на сеуште присутната недоверба кај граѓаните во банкарскиот систем во Република Македонија. Притоа, од вкупниот број испитаници кои се изјасниле дека чуваат девизни заштеди поради недовербата во комерцијалните банки, најголем дел се од општините Тетово (11,7%), Битола (6,5%) и Гази Баба (5,9%).

Од анализата за начинот на конверзија на девизните заштеди во ЕВРО произлегува дека најголем дел (56%) од анкетираниите лица што планираат да ги заменат своите девизни заштеди во ЕВРО, имаат намера тоа да го направат со депонирање на девизните заштеди во банка до 31.12.2001 година. Процентот од испитаниците кои ја избраа можноста своите девизни заштеди да ги заменат во ЕВРО во текот на јануари и февруари 2002 година со плаќање на провизија е значително помал и изнесува 22%. Од ова може да се изведе генерална оценка дека населението во Република Македонија ја преферира можноста за депонирање на своите девизни заштеди во банка пред 31.12.2001 година, со цел автоматска конверзија на странските валути во ЕВРО без провизија. Респектирајќи ја временската димензија, најголем дел (46%) од анкетираниите лица што планираат да ги депонираат своите девизни заштеди во банките пред 31.12.2001 година, со цел да ги конвертираат во ЕВРО без провизија, тоа ќе го направат во последниот месец од 2001 година.

Анализата на девизните заштеди што ќе останат во банкарскиот сектор по конверзијата во ЕВРО покажува дека поголем дел (52%) од испитаниците што планираат да ги депонираат своите странски валути во банка изјавиле дека ќе ги повлечат своите девизни заштеди од банките веднаш по конверзијата. Притоа, најголем дел од нив се однесува на лицата кои планираат да ги депонираат своите девизни заштеди во декември 2001 година. Процентот на оние кои не планираат да ги повлечат своите девизни заштеди од банките изнесува 35%, а на оние кои сеуште не знаат што ќе направат 13%. Имајќи го во предвид вкупниот оценет износ на девизни средства што ќе се депонира во банките до крајот на 2001 година, тоа значи дека значаен износ на девизни заштеди ќе останат во банкарскиот систем и по конверзијата во ЕВРО (160-360 милиони германски марки).

Анкетата дава можност да се утврдат и причините поради кои испитаниците држат девизи во готовина, како и за која намена ги користат. Притоа, недовербата во комерцијалните банки е главната причина за држење на девизите "под перница" кај најголем дел (62%) од лицата кои располагаат со поголем износ на девизни заштеди (над 10.000 германски марки), додека овој процент е помал (46,5%) кај лицата кои располагаат со релативно помали износи на девизни во готовина (до 1000 германски марки). Од аспект на намената, кај лицата кои располагаат со помали износи на девизи во готовина (до 1000 германски марки), доминира мотивот купување во земјата над штедењето, за разлика од лицата кои располагаат со поголем износ на девизни заштеди (над 1000 германски марки) кај кои мотивот за штедење е доминантен.

Најголем дел од испитаниците (над 70%) своите девизни заштеди ги чуваат во германски марки, додека другите валути имаат маргинално значење. Исклучок од ова претставува онаа категорија на анкетирани лица кои располагаат со повисок износ на девизи во готовина (над 10.000 германски марки), кај кои учеството на американските долари во вкупното девизно портфолио зазема значајно место (21%). Исто така, најголем дел од испитаниците планираат да ги заменат своите девизни заштеди во ЕВРО (над 50%). Притоа, треба да се истакне дека значаен дел, или 16% од лицата со најмал износ на девизи во готовина (до 500 германски марки) планира да ги конвертира девизите во денари, додека 21%, односно 19% од лицата кои располагаат со најголем износ на девизи во готовина имаат намера да ги конвертираат девизите во американски долари, односно во швајцарски франци, соодветно. Општини во кои најголем дел од испитаниците се изјасниле дека чуваат странски валути во износ над 10.000 германски марки се Тетово (24,4%) и Берово/Пехчево (26,7%). Од друга страна,

општини во кои најголем дел од испитаниците се изјасниле дека чуваат најмал износ на странски валути (до 500 германски марки) се Крива Паланка (53,3%) и Карпош (45,5%).

4.1. Проценка на вкупниот износ на странски валути во оптек во Република Македонија

Износот на странски парични средства што циркулираат во оптек вообичаено не може точно да се пресмета. Во обидот да се добие податок кој би претставувал оценка на овој износ се користат најразлични методи (анкети, извештаи на лицата при премин на граница, итн). Спроведената анкета во Република Македонија дава можност за оценка на апсолутниот износ на странски парични средства што циркулираат во оптек⁵, или народно кажано се наоѓаат "под перница". Имајќи ја предвид неконзистентноста на одговорите на некои прашања кои се однесуваат на горната проблематика, анализата на вкупниот износ на странски парични средства што циркулираат во оптек во Република Македонија се состои од три сценарија кои се засновуваат на различни претпоставки. Целта е да се добие генерална, сеопфатна и неутрална оценка за износот на ефективни странски средства за плаќање што циркулираат во земјата. Притоа, трите сценарија се разликуваат во опфатот на домаќинствата што располагаат со странски парични средства.

Првото сценарио се засновува врз претпоставката дека 34,4% од вкупниот број на домаќинства⁶ во Република Македонија не располагаат со ефективни странски средства за плаќање. Овој процент произлегува од одговорите на испитаниците кои негативно се произнеле по прашањето: Дали чувате девизи дома или народно речено "под перница"? Согласно ова сценарио вкупниот износ на странски парични средства што циркулираат во оптек во Република Македонија изнесува 1.090 милиони германски марки. Притоа, имајќи го предвид релативно високиот процент на домаќинства кои не располагаат со странски валути, резултатот од ова сценарио го претставува најнискиот оценет износ на ефективни странски средства за плаќање што циркулираат во оптек.

Според второто сценарио извршена е корекција на бројот на домаќинствата што не располагаат со странски средства за плаќање согласно процентот на испитаниците кои не држат девизи, а кои дале одговорот дека размислуваат да ги стават своите девизни средства во банките. Согласно извршената корекција, претпоставено е дека 20% од вкупниот број на домаќинства во Република Македонија не располагаат со ефективни странски средства за плаќање. Оценетиот износ на странски парични средства што циркулираат во оптек во Република Македонија според ова сценарио изнесува 1.330 милиони германски марки.

И на крај, третото сценарио, мотивирано од желбата да се оцени максималниот износ на странски валути во оптек во Република Македонија, се заснова на претпоставката дека 10% од вкупниот број на домаќинства во Република Македонија

⁵ Оценката е добиена со пондерирање на износот на странски валути со процентуалното учество на испитуваните лица согласно износот што го држат кај себе. Потоа, овој резултат е помножен со соодветен број на домаќинства што располагаат со странски валути.

⁶ Согласно последниот попис на населението од 1994 година, вкупниот број на домаќинства во Република Македонија изнесува 501.963.

не располагаат со ефективни странски средства за плаќање. Овој процент е добиен со корегирање на процентот на испитаниците кои не држат девизи, а кои се изјасниле за износот со кои располагаат, како и за видот на валутата во која ги чуваат своите девизни заштеди. Според ова сценарио вкупниот износ на странски парични средства што циркулираат во оптек во Република Македонија изнесува 1.500 милиони германски марки.

Исто така, анкетата дава можност за оценка на износот на странски парични средства што ќе се депонираат во банките до крајот на 2001 година, согласно потребата за нивна конверзија во новата евро валута. Согласно резултатите од анкетата, според првото сценарио за вкупниот износ на странски парични средства во оптек во Република Македонија, околу 480-530 милиони германски марки ќе влезат во банкарскиот систем до крајот на 2001 година. Според второто сценарио, оценетиот износ на странски валути што ќе се депонираат во банките изнесува 590-650 германски марки, а според третото 670-740 германски марки. Притоа, треба да се потенцира дека износот на веќе депонирани странски валути во банките добиен од анкетата (220-300 германски марки, зависно од сценаријата) кореспондира со расположивите податоци за фактичкиот пораст на девизните депозити во банките во периодот август-ноември 2001 година. Тоа укажува на задоволителен степен на веродостојност на податоците добиени од анкетата.

4.2. Процесот на монетарно-кредитна мултипликација и економскиот развој

Сознанијата за немобилизираното штедење во Република Македонија откриваат можности за натамошни анализи во функција на откривање на можностите за интензивирање на економскиот развој. Имено, во секоја национална економија, домашното штедење претставува значаен предуслов за зголемување на кредитната активност, што е во функција на динамизирање на економскиот развој. Ова особено важи за земји како Република Македонија, каде банкарските кредити претставуваат најзначаен извор за кредитирање на економската активност, што се должи на нискиот степен на застапеност на директниот начин на финансирање (преку емисија на акции на берза). Така, Берзата на долгорочни хартии на вредност во Република Македонија, и покрај неколкугодишното функционирање, сеуште се одликува со ниско ниво на тргување, при што сите позначајни трансакции се извршени во рамки на приватизацијата. Истовремено, доминантната ориентираност на економските субјекти кон банкарски кредити и следствено високата побарувачка за кредити, се одразува неповолно врз нивото на активните каматни стапки на банките, кои континуирано се одржуваат на високо ниво (18-20% годишно).

Имајќи предвид дека банкарските кредити се најзначаен извор на финансирање на македонските претпријатија, од особено значење е нивото на депозитите во банките. Банкарскиот сектор во Република Македонија се одликува со релативно ниско ниво на домашно штедење, кое во 2000 година изнесуваше 15,8% од БДП. Покрај ниското ниво на доход во периодот на транзицијата на македонската економија и неизвесноста поради бројните екстерни шокови, главна детерминанта на ниското ниво на штедење во банките е недовербата во банкарскиот сектор, што е потврдено со резултатите од спроведената анкета. Од овие причини, приливот на средства во банкарскиот систем во процесот на конверзија на постојните европски валути во евра, претставува

извонредна можност за зголемување на депозитниот потенцијал на банките и следствено на нивната кредитна активност. Ефектите од овој процес би биле изразени преку соодветен пораст на БДП.

Врз основа на извршените проценки за износот на девизи кои се надвор од банкарскиот сектор и емпириски утврдениот сооднос меѓу порастот на депозитите и пласманите на банките од една страна и порастот на банкарските пласмани и БДП во последните неколку години, направена е проценка за придонесот на зголеменото штедење за потенцијалниот пораст на БДП. Така, под претпоставка средниот износ од вкупно проценетите средства кои се чуваат “под перница” од 1.295 милиони ДЕМ се депонира во банките, тоа би значело годишен пораст на вкупните депозити од 99,3%. Тоа кореспондира со пораст на банкарските кредити од 55,1%, што укажува дека вообичаено еден дел од порастот на депозитите заради издвојување на задолжителна резерва или задолжително издвојување во странство за девизните депозити или деловните политики на банките нема да се трансферира во пораст на кредитите. Согласно утврдените соодноси, тоа би резултирало со реален пораст на БДП од 12,0%, како оценет придонес на кредитите во динамизирањето на економскиот развој, при други непроменети услови.

Меѓутоа, спроведената анкета покажува дека при процесот на конверзија во евра, само еден дел од постојните девизни заштеди кај населението ќе биде депониран кај банките, што укажува на нецелосна доверба во банкарскиот сектор. Притоа, средниот износ од проценетите износи на депонирани средства е 610 милиони ДЕМ, што претставува пораст на вкупните депозити на банките од 41,3%. Овој пораст би овозможил зголемување на кредитните пласмани на банките за 22,9%, што претставува солидна основа за остварување на пораст на БДП од 5,0%.

Третото сценарио ја одсликува поблиску реалната способност на банкарскиот сектор во Република Македонија за финансирање на економскиот развој, со оглед на тоа што е земен во предвид фактот дека голем дел од македонското население депонира средства во банките само заради потребата од конверзија во евра. Така, согласно резултатите од анкетата, значаен дел од депонираните средства на почетокот на 2002 година би биле повлечени, поради што наместо иницијалниот прилив, во банките би останале околу 260 милиони ДЕМ. Така, фактичкото зголемување на депозитите кај банките би изнесувало 11,7%, што кореспондира со пораст на пласманите од 6,5% и соодветен пораст на БДП од само 1,4%.

Табела 3

Мобилизиран износ на девизни заштеди	Проценет пораст на вкупните депозити	Проценет пораст на вкупните кредити	Придонес на кредитите за порастот на БДП
1.295 милиони ДЕМ	99,3%	55,1%	12,0%
610 милиони ДЕМ	41,3%	22,9%	5,0%
260 милиони ДЕМ	11,7%	6,5%	1,4%

Ваквата анализа јасно ги покажува последиците од постојната недоверба во банкарскиот систем врз развојните перспективи на македонската економија. Имено, од големиот потенцијал за финансирање на развојни проекти, само еден релативно мал дел ќе биде оставен во функција на пораст на кредитната активност на банките. Од овие причини, неопходно е забрзување на процесот на реформи во банкарскиот систем, во функција на подобрување на нивните политики на привлекување и

мобилизирање на постојните заштеди. Истовремено, неопходно е натамошно јакнење на супервизијата над банките, како и одржување на макроеконската стабилност во економијата, како аспекти за кои е задолжена Централната банка. Заедно со успешното работење на Фондот за осигурување на депозити, на долг рок тоа треба да овозможи зголемување на депозитниот потенцијал на банките како солидна подлога за финансирање на економскиот развој.

5. Заклучок

Еден од проблемите со кои се соочуваат земјите во транзиција е високиот степен на “доларизација“ или “маркизација“, односно држење на значаен дел од расположливите средства во странска валута. Циркулирањето на странски валути во оптек има негативни импликации врз спроведувањето на монетарната и макроекономската политика и воедно претставува солидна подлога на сивата економија. Истовремено, земјите емитенти на валутите кои во значителни износи циркулираат надвор од нивните национални граници, главно се соочуваат со проблемот на адекватно планирање и регулирање на оптималното ниво на парична маса.

Воведувањето на единствената европска валута - евро за земјите членки на ЕМУ и конверзијата на постојните евро-валути во евро, претставува посебен предизвик и историска можност за европските земји и ЕЦБ за попрецизно утврдување на износот на нивни валути кои циркулираат надвор од нивните граници. Во овој контекст, Австриската Централна банка почнувајќи од 1997 година започнала да изготвува редовни извештаи, засновани на анкета, за износот на странски валути што циркулираат во оптек во пет земји од Централна и Источна Европа (Хрватска, Словенија, Унгарија, Чешка и Словачка).

Република Македонија од осамостојувањето досега се соочува со релативно висок степен на доларизација, детерминиран од одлуките на економските субјекти да располагаат со значаен износ на стабилна странска валута со цел заштита од потенцијалните ризици. Во последните неколку месеци од 2001 година е регистриран значаен пораст на девизните депозити во банкарскиот систем, заради можноста за автоматска конверзија на овие валути без трошоци, со нивно депонирање во банка.

Со цел да се добијат пореални сознанија за девизната готовина во оптек во Република Македонија, односно за износот и видот на девизи што населението ги чува народно речено “под перница“, во ноември 2001 година Народна банка на Република Македонија пристапи кон спроведување на анкетно истражување. Спроведената анкета, дава корисни информации за тоа колкава е довербата на населението во банкарскиот систем и во еврото, а воедно овозможува да се добијат идни насоки и да се согледаат очекувањата за процесот на замена на постојните валути во евра во Република Македонија. Согласно направените проценки и трите изготвени сценарија, вкупниот износ на ефективни странски средства за плаќање што циркулираат во земјата се движи од една до 1,5 милијарди ДЕМ. Тоа го покажува нивото на потенцијалната парична маса во Република Македонија, која е надвор од банкарските текови. Евентуалното мобилизирање и задржување на овие девизни заштеди во банките ќе има позитивен ефект врз нивната кредитна активност и економскиот развој, воопшто. Во овој контекст, резултатите од спроведената анкета се од големо значење како за истражувачките потреби на НБРМ, така и за деловните банки.

Користена литература:

1. IMF, "Monetary Policy in Dollarized Economies" - Occasional paper 171;
2. E. L. Feige, M. Faulend, V. Sonje, V. Susic, "Currency Substitution, Unofficial Dollarization and Estimates of Foreign Currency Held Abroad: The Case of Croatia", June 2000;
3. Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, "The Circulation of Deutsche Mark Abroad" - Discussion paper 1/95, May 1995;
4. Brian M. Doyle, "Here, Dollars, Dollars... - Estimating Currency Demand and Worldwide Currency Substitution" - International Finance Discussion Paper, January 2000;
5. Helmut Stix, "Survey Results about Foreign Currency Holdings in Five Central and Eastern European Countries" - Economic Studies Division, Oesterreichische Nationalbank, March 2001;
6. Месечни информации на НБРМ, различни изданија;
7. Годишни извештаи на НБРМ, различни изданија

Прилог 1

Структура на примерокот

Пол

	број на испитаници	процент
женски	507	48,1
машки	548	51,9
Вкупно	1055	100,0

Возраст

години	број на испитаници	процент
до 29	247	23,4
30-39	263	24,9
40-49	260	24,6
50-59	157	14,9
60 и повеќе	128	12,1
Вкупно	1055	100,0

Образование

	број на испитаници	процент
до основно	35	3,3
основно	126	11,9
средно со занимање	346	32,8
средно	287	27,2
вишо	65	6,2
високо	196	18,6
Вкупно	1055	100,0

Занимање

	број на испитаници	процент
студент, ученик	80	7,6
работник	308	29,2
службеник, чиновник	180	17,1
земјоделец	11	1,0
приватен бизнис - самовработен и слободна пракса	23	2,2
приватен бизнис со вработени	26	2,5
пензионер со хонорарна работа	1	0,1
пензионер	129	12,2
домаќинка	98	9,3
невработен	183	17,3
интелектуалец	16	1,5
Вкупно	1055	100,0

Етничка припадност

	број на испитаници	процент
Македонец	778	73,7
Албанец	190	18,0
Турчин	15	1,4
Ром	22	2,1
Србин/Црногорец	25	2,4
Влав	11	1,0
Бошњак	13	1,2
друго	1	0,1
Вкупно	1055	100,0

Населено место

	број на испитаници	процент
село	310	29,4
помал град	195	18,5
поголем град	300	28,4
Скопје	250	23,7
Вкупно	1055	100,0

Регион

	број на испитаници	процент
Скопски регион	290	27,5
Пелагониски регион	140	13,3
Охридски регион	130	12,3
Полошки регион	145	13,7
Повардарие	90	8,5
Кумановски регион	85	8,1
Брегалнички регион	175	16,6
Вкупно	1055	100,0

Општина

	број на испитаници	процент
Гази Баба	55	5,2
Карпош	55	5,2
Кисела Вода	50	4,7
Центар	55	5,2
Чаир	35	3,3
Ѓорче Петров	20	1,9
Шуто Оризари	20	1,9
Битола	70	6,6
Демир Хисар	15	1,4
Прилеп	40	3,8
Крушево	15	1,4
Охрид	45	4,3
Струга	40	3,8
Кичево	25	2,4
Ресен	20	1,9
Тетово	90	8,5
Гостивар	55	5,2
Велес	45	4,3
Каварадци	20	1,9
Неготино	10	0,9
Гевгелија	15	1,4
Куманово	55	5,2
Кратово	15	1,4
Крива Паланка	15	1,4
Штип	45	4,3
Свети Николе	20	1,9
Кочани	25	2,4
Виница	10	0,9
Берово/Пехчево	15	1,4
Струмица	35	3,3
Рeadовиш	15	1,4
Валандово	10	0,9
Вкупно	1055	100,0

Прилог 2*Резултати од анкејниот прашалник*

1. Дали верувате во ЕВРО валутата?

	број на испитаници	процент
да	821	77,8
не	189	17,9
не знам	45	4,3
Вкупно	1055	100,0

2. Дали сте добро информирани за замената на европските валути во ЕВРО?

	број на испитаници	процент
да	716	67,9
не	330	31,3
не знам	9	0,9
Вкупно	1055	100,0

3. Од каде сте информирани за ЕВРО конверзијата?

	број на испитаници	процент
од медиумите	894	84,7
од НБРМ	63	6,0
од комерцијалните банки	58	5,5
не знам	20	1,9
нема одговор	20	1,9
Вкупно	1055	100,0

4. Дали чувате девизи дома или народно речено под перница?

	број на испитаници	процент
да	682	64,6
не	363	34,4
не знам	5	0,5
нема одговор	5	0,5
Вкупно	1055	100,0

5. Во која валута ги чувате Вашите девизни заштеди?

	број на испитаници	процент
DEM	787	74,6
USD	106	10,0
CHF	54	5,1
друга валута	93	8,8
не знам	8	0,8
нема одговор	7	0,7
Вкупно	1055	100,0

6. Вашите заштеди ги чувате во девизи поради:

	број на испитаници	процент
политичката неизвесност во државата	303	28,7
недовербата во комерцијалните банки	506	48,0
друга причина	166	15,7
не знам	50	4,7
нема одговор	30	2,8
Вкупно	1055	100,0

7. За која намена ги користите Вашите девизи?

	број на испитаници	процент
за купување во земјата	514	48,7
за купување во странство	40	3,8
за штедење	450	42,7
не знам	17	1,6
нема одговор	34	3,2
Вкупно	1055	100,0

8. Во која валута ќе ги замените Вашите девизни заштеди?

	број на испитаници	процент
EURO	617	58,5
USD	150	14,2
CHF	80	7,6
MKD	97	9,2
некоја друга валута	4	0,4
не знае	88	8,3
нема одговор	19	1,8
Вкупно	1055	100,0

9. Доколку ја замените Вашата девизна заштеда во МКД дали би ја ставиле во банка?

	број на испитаници	процент
да	299	28,3
не	687	65,1
не знае	58	5,5
нема одговор	11	1,0
Вкупно	1055	100,0

10. Дали ставивте или планирате да ставите девизи во банките пред 31.12.2001, со цел да ги конвертирате во ЕВРО без провизија?

	број на испитаници	процент
да	469	44,5
не	485	46,0
не знае	84	8,0
нема одговор	17	1,6
Вкупно	1055	100,0

11. Дали ќе ги замените Вашите девизи во ЕВРО во банките со плаќање на провизија во текот на јануари и февруари?

	број на испитаници	процент
да	209	19,8
не	694	65,8
не знае	124	11,8
нема одговор	28	2,7
Вкупно	1055	100,0

12. Кога размислувате да ги ставите Вашите девизи во банките?

	број на испитаници	процент
веќе ги ставив	143	13,6
во ноември	70	6,6
во декември	306	29,0
не знае	243	23,0
нема одговор	293	27,8
Вкупно	1055	100,0

13. Дали по конверзијата во комерцијалните банки ќе ги повлечете Вашите девизи од банките?

	број на испитаници	процент
да	476	45,1
не	272	25,8
не знае	162	15,4
нема одговор	145	13,7
Вкупно	1055	100,0

14. И на крајот, Ве молиме да ни одговорите колкава сума на заштедени девизи имате во готовина?

	број на испитаници	процент
до 500 ДЕМ	277	26,3
500-1000 ДЕМ	179	17,0
1000-5000 ДЕМ	203	19,2
5000-10000 ДЕМ	75	7,1
над 10000	99	9,4
не знае	15	1,4
нема одговор	207	19,6
Вкупно	1055	100,0

Девизниот курс - номинално сидро во македонската економија: емпириска и економетриска анализа

м-р Анета Наумовска- директор,
Дирекција за истражување во НБРМ



1. Вовед

Монетарната теорија и практика познаваат неколку основни концепти - стратегии на монетарна политика: монетарно таргетирање, таргетирање на девизниот курс, директно таргетирање на инфлацијата, валутен одбор. Прифаќањето и примената на било која од наведените стратегии е условено од влијанието на повеќе фактори, како што се: степенот на развиеност на финансиската структура и финансиските пазари, монетарниот инструментариум на Централната банка, степенот на независност на монетарната власт, карактерот на фискалната политика, отвореноста на економијата кон странство, вкупните социјално - политички консидарации во земјата и окружувањето.

Во суштина, секоја од наведените стратегии е насочена кон остварување на ценовната стабилност како општо прифатена крајна цел на монетарната политика, која во крајна линија обезбедува амбиент за динамичен економски развој. Разликите се состојат во начинот на остварување на оваа цел, при што може да се издвојат следните пристапи:

- a) дефинирање на интермедијарни таргети, чие остварување е во функција на крајната цел на монетарната политика - Изборот на интермедијарен таргет е детерминиран од неговата стабилна врска и меѓузависност со крајната цел на монетарната политика, можноста за негово следење и транспарентност за широката јавност. Вообичаено како посредни таргети на монетарната политика се утврдуваат монетарните агрегати или девизниот курс на националната валута спрема одредена странска валута (исклучително ретко каматни стапки). Притоа, како резултат на развојот на финансиските инструменти и појава на парични супститути, паричната маса станува нестабилна и со тоа неефикасна како интермедијарен таргет. Во овој контекст, предност се повеќе му се дава на девизниот курс како интермедијарен таргет, особено во мали и отворени економии каде неговото влијание врз нивото на цените е исклучително големо;

- б) директно таргетирање на крајната цел на монетарната политика, односно одредена (ниска) стапка на инфлација - на овој начин се обезбедува поголема одговорност на монетарната власт во однос на одржувањето на ценовната стабилност, имајќи предвид дека одредена ниска стапка на инфлација која треба да се одржи е утврдена како таргет. Ваквиот пристап претпоставува: висок степен на независност на Централната банка како предуслов за нејзино фокусирање на ценовната стабилност, транспарентност во нејзиното работење, добро познавање на факторите кои влијаат врз ценовната стабилност, располагање со софистицирани модели и користење на соодветни економетриски техники при проектирањето на идните движења на инфлацијата. Овие предуслови претставуваат воедно и ограничувачки фактори, но сепак во практиката постојано се зголемува бројот на земји кои ја прифаќаат стратегијата на таргетирање на инфлацијата;
- в) директно врзување на паричната маса за девизните резерви на националната економија - ваквиот пристап има за цел да обезбеди дисциплинирање на монетарната и фискалната политика и следствено контрола врз стапката на инфлација. Сепак, воведувањето на валутен одбор се сведува на механичко водење на макроекономската политика, без можност за нејзино флексибилно користење во функција на динамизирање на економскиот развој. Така, во услови на висок девизен прилив и соодветен пораст на паричната маса се појавува опасност од инфлација, додека при отсуство на девизен прилив од странство се загрозуваат перспективите на економскиот развој. Следствено, валутниот одбор се применува главно во земји кои ја загубиле контролата врз инфлацијата заради неекономски (политички) фактори или вонредни околности (војни и други непогоди).

Република Македонија во однос на спроведувањето на монетарната политика е приврзаник на првата опција - остварување на крајната цел (ценовна стабилност) преку утврдување на интермедијарен таргет. Притоа, од монетарното осамостојување до октомври 1995 година се практикуваше таргетирање на паричната маса M1, додека од последниот квартал на 1995 година наваму се применува таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка. Согласно оваа стратегија, паричната маса претставува ендогена варијабла која е подредена на одржувањето на стабилен девизен курс на националната валута, кој посредно треба да овозможи остварување на крајната цел на монетарната политика - ценовна стабилност. Преминот од една кон друга стратегија првенствено се должи на значењето на девизниот курс во мала и отворена економија, нестабилната побарувачка за пари во транзициониот период, како и погодноста на девизниот курс како интермедијарен таргет на монетарната политика поради неговата транспарентност и можноста за секојдневно следење од страна на економските субјекти. Изборот на девизниот курс на денарот како интермедијарен таргет на монетарната политика во Република Македонија се покажа како правилен, што се потврдува со емпириските резултати од досегашната примена на стратегијата на таргетирање на девизниот курс, како и со соодветна економетриска анализа.

2. Девизниот курс како интермедијарен шарџеј на монетарната политика

2.1. Основни карактеристики

Стратегијата на таргетирање на девизниот курс е прифатена од релативно голем број на земји во транзиција (Хрватска, Молдова, Белорусија), како и развиени земји кои имаат карактеристики на мали и отворени економии (Австрија, Холандија). Имено, овие економии се упатени на соработка и размена со странство, при што на светските пазари се јавуваат во улога на апсорбери на екстерните шокови, без можност за позначајно влијание врз нивото на светските цени. Од овие причини, девизниот курс е најзначајна детерминанта за нивото на цените во мали и отворени економии. Преку врзување на девизниот курс за валутата на земјата која е најзначаен трговски партнер се избегнува потенцијалната опасност од загрозување на ценовната стабилност преку евентуалната нестабилност на неговото ниво како одраз на флукуациите на светскиот пазар. Следствено, нивната монетарна и фискална политика на долг рок мора да биде усогласена со соодветните на земјата - најзначаен трговски партнер. Притоа, монетарната понуда добива ендеген карактер и нејзиниот пораст е детерминиран од соодветниот во земјата чија валута се користи како номинално сидро. Одржувањето на стабилен девизен курс кој може да се следи на дневна основа, обезбедува потиснување на инфлаторните очекувања и консеквентно стабилност на цените во домашната економија. Воедно, тоа значи и остварување на крајната цел на монетарната политика.

2.2. Можни импликации од шарџеирање на девизен курс

1. Преку врзување на девизниот курс и монетарната политика со земјата - номинално сидро, домашната економија се заштитува од неповолните екстерни влијанија и шокови кои истовремено ги погодуваат двете економии. Таквата политика не би имала негативни последици доколку потенцијалните стапки на економски растеж меѓу двете земји се приближно еднакви и ако постои висока мобилност на капитал и работна сила, односно симетрични шокови кај двете земји. Меѓутоа, бидејќи тоа е редок случај во практиката, при прифаќање на фиксно врзување на девизниот курс за странска валута значаен фактор претставува можноста за апсорпција на асиметричните шокови. Предуслов за зголемена способност за совладување на асиметричните шокови е задоволителен степен на производна и извозна диверсификација на економијата, кој би овозможил евентуалните негативни шокови врз одредени гранки да бидат неутрализирани со позитивните ефекти кај други гранки, со што би се избегнале посилни удари врз економијата. Во спротивно, асиметричните шокови не можат да се компензираат во рамки на домашната економија, поради што се јавува потреба од користење на девизниот курс како корективен инструмент.

Во услови на таргетирање на девизниот курс, монетарната политика во домашната економија е поставена во функција на одржување на стабилноста на девизниот курс поради што не може да се користи за апсорбирање на шоките кои не ја погодуваат земјата - номинално сидро. Во такви услови, шоките се исцрпуваат преку високи флукуации на каматните стапки на пазарот на пари. Од овие причини се избегнува режимот на неотповикливо фиксен девизен курс и предност им се дава

фиксниот отповиклив девизен курс и раководено флукуирачки девизен курс, односно дефинирање на интервал во кој се дозволени флукуации на девизниот курс. На тој начин, во случај на значајни капитални приливи и одливи се избегнуваат преголеми флукуации во каматните стапки.

2. Во случај на посериозен шок или пореметување кај фундаменталните фактори можна е опција на утврдување на нов паритет на девизниот курс во однос на валутата - сидро. Сите останати ефекти врз девизниот курс треба да бидат неутрализирани преку соодветно прилагодување на монетарната и фискалната политика, флексибилност на платите и мобилност на работната сила. Со тоа, девизниот курс ја губи улогата на инструмент на макроекономската политика за корегирање на екстерната нерамнотежа. Тоа претпоставува дека девизниот курс не може да се користи како инструмент за подобрување на извозната конкурентност, што овозможува да се согледаат сите аномалии во реалниот сектор на економијата (поради што Централната банка во јавноста е често критикувана од извозниците). Крајната цел на оваа стратегија е преку стабилен девизен курс да се обезбеди макроекономска стабилност, што на долг рок треба да обезбеди услови за динамизирање на економската активност, рационално работење, зголемена ефикасност и продуктивност и следствено подобрена конкурентност на странските пазари.

3. Таргетирање на девизниот курс во Република Македонија

3.1. Значење на девизниот курс во македонската економија

Во прилог на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на германската марка во Република Македонија се следните аргументи:

1. Податоците за степенот на отвореност кон странство и за учеството во светското производство и светската трговска размена ја потврдуваат констатацијата за *Република Македонија како мала и отворена економија*. Имено, БДП на Република Македонија остварен во 2000 година изнесуваше само 0,01% од светското производство, додека вредноста на македонскиот извоз сочинуваше 0,02% од светскиот извоз на стоки. Притоа, како релативно мал пазар, македонската економија покажува висок степен на упатеност кон светските трговски текови. Така, во просек вредноста на надворешно - трговската размена на Република Македонија сочинува околу 80% од остварениот БДП.

2. Со оглед на фактот што *Германија е најзначаен трговски партнер* на Република Македонија (просечно учество во македонскиот извоз и увоз од околу 20% и 12%, соодветно), а имајќи го предвид и изградениот кредибилитет на германската централна банка и *стабилноста на германската марка*, како оптимална алтернатива се потврди врзувањето на денарот за германската марка. На тој начин, всушност се увезува кредибилитетот на германската централна банка, кој се очекува да резултира со јакнење на кредибилитет во националната централна банка во поглед на одржувањето на ценовната стабилност. Истовремено, ваквото врзување за германската економија се смета за оправдано со оглед на можноста за побрзо конвергирање кон економските перформанси на оваа земја и на европската интеграција воопшто. Со воведувањето на еврото од почетокот на 2002 година, ќе се премине кон таргетирање на девизниот курс на денарот во однос на еврото.

3. Во Република Македонија постои *релативно висок степен на валутна свисливост*, односно маркизација на македонската економија, имајќи ја предвид склоноста кај јавноста за користење на германската марка како средство за изразување и чување на вредноста. Така, доминантно учество во валутната структура на прометот на девизниот и менувачкиот пазар имаат евро - валутите, меѓу кои доминира германската марка (во просек околу 45%). Истовремено, валутната структура на девизните штедни влогови на населението покажува доминантно учество на депозитите деноминирани во евро - валути (во просек околу околу 60%). Степенот на маркизација / доларизација на македонската економија пресметан како учество на девизните депозити во вкупните депозити во периодот 1993 - 2000 година во просек изнесува околу 30%.

4. Македонската економија, како земја во транзиција, се одликува со *плинрок финансиски и девизен пазар*. Така, во периодот 1993 - 2000 година просечното учество на паричната маса M1 и M4 во БДП изнесуваше околу 8,5%, односно околу 18%, соодветно, додека прометот на девизниот пазар во БДП во просек учествуваше со 30-40%. Поради тоа, мал број на трансакции можат да предизвикаат големи и нежелни флукуации во движењето на каматните стапки и девизниот курс. Со оглед на тешкотиите околу утврдувањето на рамнотежниот девизен курс од страна на учесниците на девизниот пазар и значењето на неговата стабилност во мала отворена економија, во вакви услови неопходна е соодветна политика на регулирање на девизниот курс. Оттука, плиткоста на финансискиот и девизниот пазар е уште еден фактор кој е во прилог на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот.

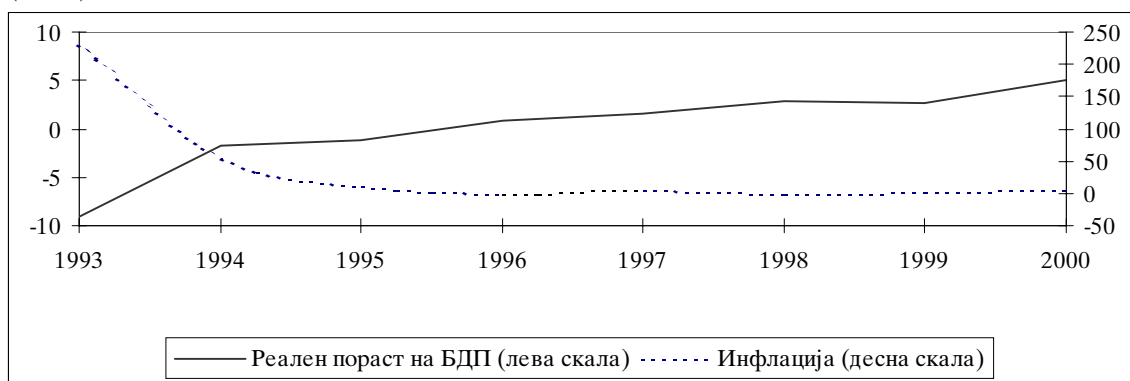
5. Во Република Македонија е регистрирана *висока производна и извозна концентracија*, односно незадоволителен степен на диверсификација на производството и извозот. Така, трите најзначајни дејности (индустрија и рибарство, земјоделство и шумарство и трговијата) во периодот 1997 - 1999 година формираа во просек 42% од БДП. На страната на извозот, во периодот 1997 - 1999 година текстилните производи, железото и челикот и тутунот учествуваа со 45,8%, додека на страната на увозот доминираа суровините и полупроизводите со 46,2%. Ваквата состојба ја наметнува потребата од одржување на стабилен девизен курс, бидејќи секој шок врз носечките извозни гранки при флексибилен девизен курс би резултирал со сериозни пореметувања во нивото на цените.

3.2. Емпириски резултати

Имајќи ги предвид претходно наведените карактеристики на македонската економија, стратегијата на таргетирање на девизниот курс во досегашниот период се потврди како успешна. Поради високиот степен на отвореност на економијата кон странство, движењето на девизниот курс во значајна мерка се одразува врз инфлаторните очекувања на економските субјекти и движењето на цените на домашниот пазар. Така, почнувајќи од 1995 година, кога се усвои стратегијата на таргетирање на девизниот курс, стапката на инфлација се одржува на едноцифрено ниво и воедно е една од најниските меѓу транзиционите економии. Притоа, и во случајот на Република Македонија ценовната стабилност се потврди како поволен амбиент за економски развој. Така, почнувајќи од 1996 година Република Македонија континуирано бележи позитивни стапки на економски развој, независно од неповолните екстерни влијанија и шокови.

Графикон 1

Движење на БДП и инфлацијата во Република Македонија
(во %)



НБРМ во изминатиот период успешно ја одржуваше стабилноста на девизниот курс на националната валута, што се покажа како значаен предуслов за одржаната ценовна стабилност. Девизниот курс на денарот во однос на другите странски валути зависи од интервалутарниот сооднос меѓу германската марка и другите валути на Франкфуртската девизна берза.

Со исклучок на еднократното намалување на екстерната вредност на денарот во однос на германската марка во јули 1997 година за 16,1% (извршено во услови на фундаментални пореметувања на девизниот пазар - недостиг на девизи на девизниот пазар и следователно одлив на девизни резерви и монетарна контракција), девизниот курс на денарот во однос на германската марка се одржува на стабилно ниво. Анализирани динамички, позначајни флукуации на девизниот курс се регистрирани во периодот на Косовската криза во 1999 година и за време на воената криза во Република Македонија во 2001 година. Станува збор за притисоци за депресирање на девизниот курс детрминирани од зголемената побарувачка за девизи под влијание на психолошки фактори, при што не беа регистрирани фундаментални пореметувања во економијата. И во двата случаи, нивото на девизниот курс беше нормализирано со примена на пазарни инструменти на монетарната и девизната политика. Истовремено, движењето на реалниот ефективен девизен курс на денарот во изминатите неколку години е релативно стабилно, без позначајни укажувања за влошена конкурентност.

3.3. Економетриска анализа

Економетриските техники и методи на анализа овозможуваат продлабочено анализирање на врските и односите меѓу економските варијабли, како и квантификација на степенот на нивната меѓузависност и взаемна условеност. Поради исклучителната флексибилност и бројните аспекти на анализа, економетриските техники на анализа наоѓаат се поголема примена во практиката. Економетриската анализа треба да овозможи дополнителна димензија при разгледувањето на одредена проблематика, во функција на донесување на одлуките. Во овој контекст, преку економетриски методи на анализа се настојува да се утврди значењето и оправданоста на девизниот курс како номинално сидро во македонската економија.

Во Република Македонија, како и во многу други земји во транзиција, при економетриските истражувања се среќава проблемот на релативно кратки временски

серии. Сепак, со користење на серии со месечни податоци се обезбедуваат доволен број на обсервации за донесување на одредени валидни заклучоци. Така, анализата се однесува на периодот јануари 1993 - септември 2001 година, при што се опфатени месечни податоци за девизниот курс на денарот во однос на германската марка, инфлацијата, индустриското производство, паричната маса и активните каматни стапки.

Неопходен предуслов за валидни резултати во економетриската анализа е постоење на т.н. stationarity на сериите на податоци, односно нивна способност да се враќаат кон средната линија, односно трендот. Тоа значи дека серијата треба да се одликува со иста средна вредност, варијанса и коваријанси во текот на времето. Податоците за македонската економија, со оглед на тоа што ги опфаќаат првите години на транзицијата и стабилизацијата на економијата, неизбежно се карактеризираат со одреден прекин во трендот и движење кое не е стационарно. Заради тоа, при анализата се земени апсолутните промени (first differences) на оригиналните податоци во сериите, како вообичаен начин за отстранување на овој недостаток на расположливите податоци. На тој начин се релативизираат отстапувањата, односно податоците во серијата добиваат порамномерно движење.

Економетриското истражување за значењето на девизниот курс во македонската економија ги вклучува следните видови на анализа:

- 1/ анализа на меѓузависноста;
- 2/ регресиона анализа;
- 3/ impulse response функција и декомпозиција на варијансата.

1/ Анализа на меѓузависноста. Како основни показатели на меѓузависност на варијаблите, во статистиката се користат коефициентите на коваријанса и корелација. Коефициентот на коваријанса го покажува соодносот меѓу варијациите во две варијабли. Позитивниот сооднос меѓу две варијабли означува дека на високите вредности од едната варијабла им одговараат високи вредности од другата варијабла и обратно. Коефициентот на корелација се смета за подобар показател за јачината на поврзаноста на движењето на две варијабли наспроти коефициентот на коваријансата, а неговата предност се состои во начинот на изразување. Имено, коефициентот на корелација се движи меѓу -1 и +1, при што коефициент на корелација од -1 покажува јака негативна линеарна врска, коефициент на корелација од +1 покажува јака позитивна врска, додека коефициентот на корелација кој има вредност 0 означува отсуство на корелација меѓу варијаблите. Коефициентите на корелација меѓу девизниот курс, стапката на инфлација и паричната маса (во парови) во периодот јануари 1993 - септември 2001 година се дадени во следната корелациона матрица:

Табела 1
Корелациона матрица⁷

	DP	DM	DER
DP	1	0.097916	0.414211
DM	0.097916	1	0.162072
DER	0.414211	0.162072	1

⁷ Легенда:

- DP - инфлација;
- DM - парична маса;
- DER - девизен курс МКД/ДЕМ;
- DIP - индустриско производство;
- DLIR - активни каматни стапки на банките.
- S1...S12 – сезонски фактори;
- D1 – dummy варијабла.

Од табелата се гледа дека стапката на инфлација во Република Македонија во изминатиот период имала најјака позитивна корелациона врска со девизниот курс на денарот во однос на германската марка (0,41). Ова го нагласува значењето на трансмисиониот канал преку девизниот курс. Од друга страна, цените покажуваат многу послаба позитивна корелација со паричната маса (0,09). Непостоењето на јака позитивна корелација меѓу цените на мало и паричната маса на долг рок се должи на нестабилноста на паричната маса, што беше и една од причините за напуштање на стратегијата на монетарно таргетирање и прифаќање на стратегијата на таргетирање на девизниот курс.

2/ *Регресиона анализа.* При анализа на степенот на корелација, се има предвид соодносот меѓу две варијабли изолирани од влијанието на другите варијабли. Регресионата анализа е погодна со оглед на тоа што овозможува прегледност на сите или на најзначајните варијабли кои ја детерминираат анализираната варијабла. На тој начин, се овозможува да се спореди влијанието на одредена независна варијабла со влијанието на другите независни варијабли врз зависната варијабла, односно да се оцени нивното релативно значење.

Во продолжение се презентирани резултатите од регресионата анализа во која како зависна варијабла е земена инфлацијата. Целта на оваа регресија е да се утврдат варијаблите од кои зависи стабилноста на цените, која е воедно и основна цел на монетарната политика.

Табела 2
Регресиона равенка за инфлација

Dependent Variable: DP				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 1993:04 2001:09				
Included observations: 102 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.101252	0.174303	-0.580894	0.5627
DP(-1)	0.350534	0.076231	4.59831	0
DER(-1)	1.061246	0.213357	4.974034	0
DIP(-2)	0.00622	0.009607	0.647447	0.5189
DM(-2)	0.000277	0.000208	1.329161	0.187
DLIR(-2)	-0.001651	0.002475	-0.666815	0.5065
S1	1.882819	0.572992	3.28594	0.0014
S10	2.134986	0.541974	3.939276	0.0002
D1	5.206531	1.490744	3.492571	0.0007
R-squared	0.587811	Mean dependent var	0.933333	
Adjusted R-squared	0.552354	S.D. dependent var	2.158214	
S.E. of regression	1.443982	Akaike info criterion	3.656783	
Sum squared resid	193.9128	Schwarz criterion	3.888399	
Log likelihood	-177.4959	F-statistic	16.57811	
Durbin-Watson stat	2.272929	Prob(F-statistic)	0	

Во оваа регресиона анализа инфлацијата е објаснета преку следните варијабли: девизниот курс на денарот во однос на германската марка, индустриското производство и паричната маса, при што вклучени се вредностите на овие варијабли

во претходните месеци, зависно со какво временско задоцнување се покажуваат како порелевантни во објаснувањето на зависната варијабла. Во регресионата анализа вклучени се и сезонските фактори, чие влијание како релевантно се покажа во првиот и десетиот месец од годината. Сезонското влијание во десетиот месец од годината се должи на преминот од една кон друга тарифа на електрична енергија, што беше вообичаена практика до 1999 година. Во равенката е вклучена и една *dummy* варијабла, со која се објаснува еднократниот ефект врз нивото на цените при воведувањето на данокот на додадена вредност во април 2000 година.

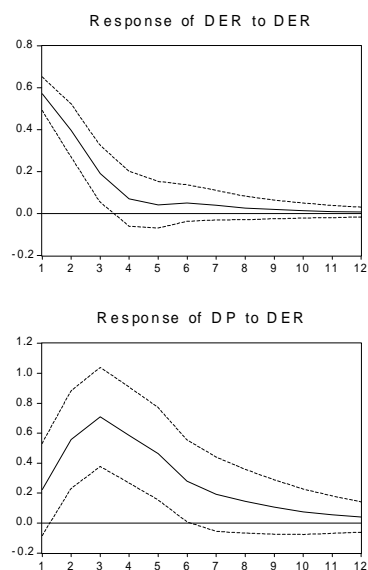
Ваквиот опфат на експлаторни варијабли објаснува 58,8% од варијациите во инфлацијата во Република Македонија, согласно вредноста на коефициентот на детерминација. Истовремено, коефициентот на детерминација корелиран за бројот на вклучени варијабли е релативно висок (55,2%), што потврдува дека со анализата е објаснет значаен дел од варијациите во зависната варијабла. Ограничувачки фактор при оваа анализа е нерасполагањето со серија на податоци за цените на увозот, кои се очекува да имаат значајно влијание врз цените во македонската економија и со кои би се подобриле резултатите на регресионата анализа.

Вредноста на регресионите коефициенти покажува дека најголемо влијание врз движењето на цените во Република Македонија има девизниот курс на денарот во однос на германската марка, и тоа со временско заостанување од само еден месец. Ова заостанување е потврдено и со примена на т.н. *Granger causality test*, кој овозможува да се утврдат причинско-последичните односи меѓу варијаблите. Релативно брзиот одраз на промените во девизниот курс врз нивото на цените се согледа и во текот на 2001 година, кога флукуациите на девизниот курс на менувачкиот пазар, детерминирани главно од психолошки причини, беа проследени со одредено зголемување на нивото на цените (во јуни), меѓудругото и како последица на променетите инфлациони очекувања. Значењето на девизниот курс на денарот за движењето на цените во македонската економија, го оправдува неговото користење како номинална котва во економијата.

3/ *Impulse response функција и декомпозиција на варијансајта*. *Vector Autoregressive* моделот (VAR) е широко применуван модел за анализа на временски серии, кој не оперира со скаларни големини, туку со вектори и матрици на коефициенти. Со примена на овој модел се добива претстава за детерминираноста на одредена варијабла од нејзините движења во минатото, односно од движењата во минатото на останатите варијабли кои ја условуваат. Притоа, секоја варијабла во моделот е претставена како функција на сите останати варијабли во моделот и нивните вредности во претходните периоди. Дополнителни инструменти за анализа во рамки на *Vector Autoregressive* моделот (VAR) се *Impulse response* функцијата и декомпозицијата на варијансата.

Имено, VAR анализата овозможува да се согледа евентуалниот ефект од промената на одредена независна варијабла врз одредена зависна варијабла, преку приказ на т.н. *impulse response function*. Станува збор за импутирање на шок во системот, при што целта е да се видат ефектите кај останатите варијабли. На тој начин се обезбедува динамичка компонента во анализата на меѓузависноста на варијаблите. Во рамки на оваа анализа, значаен е видот и степенот на реакција на инфлацијата во Република Македонија како резултат на одредени импулси во девизниот курс.

Графикон 2 Response to One S.D. Innovations ± 2 S.E.



На графиконот 2 е дадена реакцијата на инфлацијата на промена во движењето на девизниот курс на денарот во однос на германската марка. Така, евентуалното намалување на курсот на денарот во однос на германската марка (ап्रेसијација на вредноста на денарот) е придружено со соодветно намалување на нивото на цените, со одредено временско задоцнување. Тоа покажува дека движењето на цените во голема мерка е детерминирано од движењето на девизниот курс.

Во рамки на VAR анализата, со користење на т.н. декомпозиција на варијансата се овозможува да се согледа структурата на варијациите на одредена варијабла во функција на времето. На овој начин се добива претстава за релативното значење на варијациите на секоја од варијаблите опфатени во моделот за варијациите во набљудуваната варијабла. Во контекст на оваа анализа, значајно да се согледа структурата на варијациите на инфлацијата, со цел да се добие претстава за релативното значење на евентуалните дестабилизатори на ценовната стабилност.

Табела 3

Variance Decomposition of DP:					
Period	S.E.	DER	DIP	DM	DP
1	1.563544	2.056521	0.242905	0.335046	97.36553
2	1.728049	12.06117	0.596287	2.801579	84.54096
3	1.916578	23.4603	0.659547	3.719251	72.1609
4	2.023853	29.43746	0.648069	3.724988	66.18948
5	2.091146	32.46683	0.636348	3.838407	63.05842
6	2.116567	33.4497	0.634197	3.786375	62.12973
7	2.128764	33.87994	0.627182	3.800868	61.692
8	2.135457	34.12986	0.62381	3.812895	61.43343
9	2.139038	34.26356	0.623423	3.814741	61.29828
10	2.140809	34.32956	0.622537	3.814967	61.23294
11	2.14178	34.36582	0.622045	3.816217	61.19592
12	2.142286	34.38474	0.621885	3.816481	61.17689

Во табела 3 е дадена декомпозиција на варијансата на инфлацијата за 12 последователни периоди. Се забележува дека со исклучување на варијациите од автономен карактер, најзначајниот дел од варијациите кај цените се должи на

иновациите во девизниот курс (34,4%). Иновациите во паричната маса детерминираат само 3,8% од вкупните варијации на цените, додека влијанието на индустриското производство е најмало (0,6% од вкупните варијации).

4. Заклучок

Емпириската и економетриската анализа покажуваат дека стабилноста на девизниот курс на денарот во однос на германската марка (односно еврото) во Република Македонија е во директна врска со ценовната стабилност. Оттука, примената на стратегијата на таргетирање на девизниот курс на денарот се покажува како оправдана, а истовремено и успешна. Имено, стабилниот девизен курс на денарот во македонската економија ја исполнува функцијата на номинална котва, бидејќи успева да ги стабилизира, односно “закотви” инфлаторните очекувања и следствено стабилноста на цените.

Светските трендови покажуваат се поголема ориентација на Централните банки кон користење на стратегијата на таргетирање на инфлацијата, главно поради нејзините предности. Гледано на подолг рок, оваа стратегија би претставувала своевидна опција и за Народна банка на Република Македонија. Имено, примената на директното таргетирање на инфлацијата претпоставува исполнување на одредени предуслови (наведени претходно), а истовремено многу е значајно при преминот кон овој вид на стратегија да постојат соодветни услови, за да не биде загрозено нејзиното реализирање во практиката.

Во овој контекст, значајни се следните аспекти:

- постоење на доволно развиен и здрав банкарски систем, што претпоставува помал степен на упатеност на банките кон користење на кредити од Централната банка, бидејќи таквите интервенции можат неповолно да се одразат врз нивото на инфлацијата, која при оваа стратегија е директен таргет на монетарната политика;
- стабилизација на состојбата во земјата и регионот, односно релативно подолг период без екстерни шокови и други нарушувања во економијата, што би овозможило стабилизирање на инфлаторните очекувања кај економските субјекти детерминирани од овие причини;
- повисока фаза од транзицијата и развојот на економијата, односно делумно заокружување на бројните структурни промени во економијата, кои оневозможуваат попрецизно утврдување на сите врски и интеракции меѓу секторите во економијата и факторите кои би влијаеле врз инфлацијата, како предуслов за нејзино успешно проектирање и одржување на проектираното ниво.

Користена литература:

1. Наумовска Анета - Трансмисионен механизам на монетарната политика и ефикасноста на банкарскиот систем - со посебен осврт на Република Македонија, магистерски труд, 2000 година;
2. Bishev Gligor - Reliability of the exchange rate as a monetary target in an unoptimal currency area: Macedonian case - Vienna, 1998;
3. Mishkin S. Frederic - The Economics of Money, Banking and Financial markets, 5-th edition, Harper Collins, 1998;
4. Годишни извештаи и Билтени на НБРМ, различни изданија.

Стратегија на таргетирање на инфлацијата

Ана Врбоска
Дирекција за истражување во НБРМ



1. Концепции

Носителите на економската политика и економските теоретичари несомнено постигнаа консензус по прашањето за крајната цел на монетарната политика. Така, постигнувањето на ценовна стабилност на среден или долг рок е крајната определба на централните банки. Притоа, дефинирањето на ценовната стабилност претпоставува одржување на ниска и стабилна стапка на инфлација (како последица на социјалната и економската неприфатливост на високите и варијабилни стапки на инфлација).

Независно од постигнатиот консензус за негативните последици од високите и варијабилни стапки на инфлација, прашањето за нивната природа и големина и понатаму останува дилема. И покрај тоа што литературата прави дистинкција помеѓу трошоците од очекуваната и трошоците од неочекуваната инфлација, сепак можат да се наведат неколку генерални заклучоци во однос на карактерот на инфлационите трошоци. Високите стапки на инфлација предизвикуваат:

1. Дисторзии на цените;
2. Дерогирање на штедно инвестициониот циклус;
3. Дисторзии во релативните цени на различни добра и услуги, притоа намалувајќи ја економската ефикасност;
4. Арбитрарна редистрибуција на доходот, особено во услови на фиксни каматни стапки, кои не ја заштитуваат капиталната вредност на финансиската категорија;
5. Нејасна претстава за движењето на инфлацијата во наредниот период. Тоа ги принудува луѓето да вложуваат време и ресурси во функција на заштита од идните движења на инфлацијата;
6. Го депресираат потенцијалот на финансискиот систем за рационална и ефикасна интермедијација, особено поради нарушувањата во сметководствениот систем.

Трошоците од инфлацијата варираат во зависност од спецификите на државата (механизмот на индексација, начинот на кој финансискиот систем го развива својот капацитет за да се справи со неизвесностите наметнати од движењето на стапката на

инфлација). Земјите кои имаат не така далечна историја на висока инфлација вообичаено имаат развиен систем на индексација, што успева да ги редуцира годишните трошоци од инфлацијата, но истовремено наметнува опасност од нејзино трајно задржување на релативно високо ниво.

Дебатите во врска со инфлацијата, како облик на монетарна нерамнотежа се фокусираат и на прашањата за капацитетот на умерената инфлација во процесот на економско динамизирање, како и за границите помеѓу умерената, толерантната и високата деструктивна инфлација. Литературата не дава конечни заклучоци. Сепак, во најголем број случаи едноцифрената стапка на инфлација има третман на умерена инфлација.

Со оглед на општоприфатениот став за стабилното макроекономското опкружување како основна премиса за здрав и одржлив економски развој во последните 15 години голем број на Централни банки како своја крајна цел ја декларираат стабилноста на цените. Утврдувањето на стабилноста на цените како клучна крајна цел на монетарната политика ја наметна потребата и од нејзино законско стипулирање, заедно со потребата од поголема независност на Централната банка (со апострофирање пред сè на нејзината оперативната независност).

Табела 1

Стапки на инфлација мерени преку Consumer Price Index

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
САД	4.8	5.4	4.2	3.0	3.0	2.6	2.8	2.9	2.3	1.6	2.2
Канада	5.0	4.8	5.6	1.5	1.8	0.2	2.2	1.6	1.6	1.0	1.7
Нов Зеланд	5.7	6.1	2.6	1.0	1.3	1.7	3.8	2.3	1.2	1.3	-1.0
Австралија	7.6	7.3	3.2	1.0	1.8	1.9	4.6	2.6	0.3	0.9	1.5
Велика Британија	7.8	9.5	5.9	3.7	1.6	2.5	3.4	2.4	3.1	3.4	1.6
Шведска	6.4	10.5	9.3	2.3	4.6	2.2	2.5	0.5	0.5	-1.0	0.5
Шпанија	6.8	6.7	5.9	5.9	4.6	4.7	4.7	3.6	2.0	1.8	2.3
Финска	6.6	6.1	4.1	2.6	2.1	1.1	1.0	0.6	1.2	1.4	1.2
Полска	251.1	585.8	70.3	43.0	36.9	33.3	26.8	19.8	15.1	11.7	7.3
Чешка	1.4	10.0	57.7	10.8				8.8	8.4	10.7	2.1
Мексико	20.0	26.7	22.7	15.5	9.8	7.0	35.0	34.4	20.6	15.9	16.6
Бразил	1,287.0	2,937.8	44.9	1,008.7	2,148.4	2,668.5	84.4	15.8	6.9	3.2	4.9
Чиле	17.0	26.0	21.8	15.4	12.7	11.4	8.2	7.4	6.1	5.1	3.3

Извор: International Finance Statistics

Почетокот на 90-те години е период во кој светот од зоните на високи стапки на инфлација започна да влегува во зоните на поголема стабилност на цените. Оваа констатација се однесува не само на високо развиените земји туку и за земјите во развој. Трендот на опаѓачки стапки на инфлација се смета дека во најголема мерка е детерминиран од курсот на политиката на Централната банка. Од почетокот на деведесеттите години, монетарната власт акцентот при конципирањето и имплементацијата на монетарната политика сè повеќе го става на принципот на транспарентност. Тоа имплицира јавно објавување на клучните номинални варијабли, односно крајните и интермедијарните цели, како оптимален начин за делување врз формирањето на инфлационите очекувања. Притоа, интермедијарните цели имаат функција на посредни цели и треба да придонесат за попрецизна реализација на крајните цели. Објавените интермедијарни таргети придонесуваат кон зголемување на кредибилитетот на монетарната политика и лимитирање на иницијативите на Централната банка за искористување на кусорочниот trade-off помеѓу растот на аутпутот и растот на стапката на инфлација.

Оптималниот таргет на монетарната политика треба да ги има следните квалификативи: можност за егзактна контрола од страна на Централната банка и цврста корелираност со крајните цели на монетарната политика. Воедно како битен критериум за прифаќање на една варијабла како таргет на монетарната политика е и нејзината стабилност. Во овој контекст, на почетокот на деведесеттите години резултатите од примената на стратегијата на монетарно таргетирање во некои земји се покажаа како незадоволителни. Динамиката на промените во финансиската структура (промени во физиономијата на финансиските институции и воведувањето на нови финансиски инструменти) детерминираше појава на низа парични супститути кои ја дестабилизираа функцијата на паричната маса. Воедно, ваквите тенденции укажуваа на недоволно високиот коефициент на корелација на паричната маса и инфлацијата на кус рок. Од тие причини на почетокот на деведесеттите години неколку земји (Нов Зеланд, Канада, Израел, Велика Британија, Финска, Шпанија, Полска, Чешка), започнаа со имплементација на стратегија на експлицитно таргетирање на инфлацијата или стратегија на таргетирање на инфлацијата (Inflation Targeting Strategy).

Наспроти традиционалните концепти на стратегии на монетарната политика, монетарно таргетирање и таргетирање на девизниот курс, *свршијата на експлицитно таргетирање на инфлацијата* (inflation targeting) недвосмислено укажува на јасно дефинираниот приоритет на ценовна стабилност.

Стратегијата на таргетирање на инфлацијата претставува рамка на монетарната политика, што ја обврзува Централната банка на постигнување на утврдената стапка на инфлација. Често оваа стратегија се дефинира како “рамка за спроведување на монетарната политика со ограничена дискреција”.

Иницијалниот чекор во имплементацијата на стратегијата на таргетирање на инфлацијата е јавното објавување, заедничко на Централната банка и Министерството за финансии, на експлицитен, квантифициран таргет и на временската димензија за негово реализирање. Одговорноста за постигнување на инфлациониот таргет ѝ припаѓа на Централната банка и претпоставува потполна оперативна независност. Тоа подразбира можност Централната банка автономно да направи избор и соодветно да ги дизајнира инструментите на монетарната политика, поставени во функција на реализација на таргетот. Одговорноста за реализација на таргетираната стапка на инфлација, подразбира и обврска на Централната банка за јавно објавување на информации за нејзината стратегија и нејзините одлуки. Овој принцип на транспарентност делува во правец на редуцирање на неизвесноста за насоките на монетарната политика, зајакнувајќи ја одговорноста на Централната банка.

Дефинирањето на стратегијата на таргетирање на инфлацијата како стратегија со ограничена дискреција произлегува оттаму што таа е базирана на правила, наметнати од поставувањето на квантифициран таргет, а од друга страна Централната банка располага со потполна дискреција во доменот на избор и дизајнирање на инструментите на монетарната политика. Така, се создава основа за поголема флексибилност на Централната банка во процесот на апсорпција на домашните и екстерните шокови.

Вообичаено, Централната банка ги поставува своите инструменти (на пример каматните стапки) на ниво преку кое би требало во определен временски интервал (најчесто две години), да се обезбеди минимално отстапување на прогнозираната

стапка на инфлација (inflation forecast) од инфлациониот таргет во рамките на тој период. Очигледно е дека при имплементацијата на оваа стратегија, не постои експлицитен интермедијарен таргет. Сепак, нејзиното спроведување индицира на прогнозираната стапка на инфлација како имплицитен интермедијарен таргет.

Одлуките на Централната банка за идните насоки на монетарната политика се донесуваат по извршената процена на низа индикатори, како што се прогнозираните стапки на инфлација (утврдени преку определени макроекономски структурни модели, прогнози операционализирани преку повеќе механички модели, пр. Vector Autoregressive Models, како и прегледи базирани на пазарните инфлациони очекувања), клучните монетарни и финансиски индикатори (парични и кредитни агрегати), рочната структура на каматните стапки, движењата на пазарот на работна сила. Во онаа мерка во која некои од овие индикатори индицира на евентуално пробивање на инфлациониот таргет, во таа мерка евидентна е и потребата од активирање на инструментите на монетарната политика.

Голем број на високо развиени земји, како и некои транзициони економии одлучија да ја имплементираат стратегијата на таргетирање на инфлацијата како механизам за успешно и транспарентно реализирање на ценовната стабилност (Нов Зеланд, Канада, Велика Британија, Финска, Шведска, Австралија, Шпанија, Полска, Чешка). Неостварувањето на очекуваните перформанси преку примена на стратегиите на монетарно таргетирање или режимот на фиксен девизен курс, претставува една од клучните причини за прифаќање на овој нов концепт. Успешноста на стратегијата на таргетирање на инфлацијата, како инструмент за решавање на инфлационите проблеми во земјите каде за првпат беше воведена (Нов Зеланд и Канада), делуваше каталитички врз прифаќањето на стратегијата од страна на останатите земји.

Заедничка карактеристика на земјите со стратегија на таргетирање на инфлацијата е нивното “лошо досие”, од аспект на инфлационите перформанси во последните три децении во однос на земјите како што се: САД, Јапонија и Швајцарија. Се смета дека една од причините за воведување на стратегијата на експлицитно таргетирање на инфлацијата е ниското ниво на кредибилитет на носителите на монетарната политика. Следствено, прифаќањето на една ваква лимитирана дискреција е насочено кон редуцирање на високите стапки на инфлација од една страна и зајакнување на кредибилитетот на монетарната политика од друга страна.

И покрај тоа што денес бројот на Централни банки кои не ја наведуваат ценовната стабилност како своја крајна определба е мал, таргетирањето на инфлацијата претставува сосема поинаков концепт. Имено, при таргетирање на инфлацијата Централната банка не е во позиција да наметнува временски неконзистентни цели (види подолу), односно да ја изигра довербата на економските субјекти во однос на поставениот таргет. Со тоа, автоматски се елиминира и евентуалната дилема за ефектите од монетарната политика во правец на стабилизирање или динамизирање на економијата.

Концепции на временска (не) конзистентност на монетарната политика

Инфлационните проблеми во седумдесеттите години беа карактеристични не само за нискоразвиените земји, туку и за високо развиените земји како на пример, САД. И покрај тоа што денес голем број од овие земји не се соочуваат со високи стапки на инфлација, загриженоста од ценовна нестабилност сепак постои. Се смета дека долгиот период на ниска инфлација може да предизвика заборав во однос на високите проценти на процесот на редуцирање на инфлацијата, со што Централна банка без независност би можела повторно да води инфлаторна монетарна политика во функција на поттикнување на економскиот раст. Аналитичките објаснувања на овој концепт како појдовна точка ја земаат модифицираната Филипсова крива, како однос помеѓу стапката на невработеност и инфлацијата.

$$u = u^n - \alpha(\pi - \pi^e)$$

α - коефициент

u - стапка на невработеност

u^n - природна стапка на невработеност

π - стапка на инфлација

π^e - очекувана стапка на инфлација

Равенката покажува дека невработеноста е пониска при стапка на инфлација повисока од очекуваната и обратно.

Централната банка истовремено покажува интерес за пониска стапка на инфлација и пониска стапка на невработеност. Оваа цел на Централната банка математички се изразува преку н.н. функција на загуба (Loss Function):

$$L(u, \pi) = u + \gamma\pi^2$$

Параметарот γ претставува степеној на преференција на Централната банка на определена стапка на инфлација во однос на определена стапка на вработеност.

Врз основа на овие премиси се прави споредба помеѓу монетарната политика во услови на постоење на ригидно, фиксно, правило и во услови на дискреција.

а) Монетарна политика во услови на фиксно правило

Постоењето на правило ја обврзува Централната банка да одржува определено ниво на инфлација. Тоа создава подлога за формирање на ниски инфлациони очекувања односно сè додека економските субјекти очекуваат дека Централната банка ќе се придржува до ова правило, стапката на инфлација ќе биде идентична со очекуваната стапка на инфлација ($\pi = \pi^e$), односно стапката на невработеност ќе се одржува на нивој на природната стапка на невработеност. Така, Централната банка нема интерес да води инфлаторна политика во функција на динамизирање на економскиот раст. Следствено, оптималното фиксно правило ја наминува на Централната банка стапка на инфлација од 0%.

б) Дискрециона монетарна политика

Во услови на дискрециона монетарна политика, π не е идентично со π^e , односно:

- Приватниите субјекти ги формираат своите инфлациони очекувања;
- Централната банка го избира целното ниво на инфлација;
- Двете варијабли ја детерминираат стапката на невработеност.

При посвоење на trade-off помеѓу стапката на инфлација и стапката на невработеност Централната банка ќе настојува да ја минимизира својата функција на загуба. При тоа, во функцијата ја суспендираме равенката на модифицираната Филипсова крива. Мајемајички, минимизирањето на функцијата на загуба значи диференцирање од прв ред, односно:

$$L(u, \pi) = u^n - \alpha (\pi - \pi^e) + \gamma \pi^2$$

$$DL/d\pi = -\alpha + 2\gamma\pi$$

или

$$\pi = \alpha / 2 \gamma$$

Резултатот во првиот случај, во услови на посвоење на фиксно правило е инфлација од 0%, додека резултатот во вториот случај е различен од 0%.

Зошто Централната банка посвоева подобри резултати при примена на фиксно правило, во споредба со резултатите од водењето на дискрециона монетарна политика? Приватниите субјекти формираат рационални очекувања. Без објавување на фиксно правило, приватните субјекти нема да имаат доверба во политиката на Централната банка.

Имено, во вториот случај се јавува проблем на временска неконзистентност, особено за монетарните политики кои ја декларираат ориентацијата кон ниска инфлација. Иако ваквата политика се чини оптимална во моментот кога се донесуваат одлуките, сепак во времето кога одлуката треба да почне да се спроведува, таа и не изгледа толку многу пожелна. Тоа значи дека Централната банка, по формирањето на очекувањата на приватните субјекти има можност да не се придржува на правилото и да се насочи кон динамизирање на развојот, намалување на невработеноста, што следствено може да доведе до пораст на стапката на инфлација.

Постојат две главни причини кои ја наметнаа потребата од воведување на стратегијата на таргетирање на инфлацијата:

1. Апострофирањето на ценовната стабилност како основна цел на Централната банка;
2. Изборот на стапка на инфлација како таргет значи и поголема веројатност за кредибилитет на Централната банка, транспарентност во нејзиното работење и поголема одговорност, од аспект на остварувањето на целите.

Овие аргументи не се детерминистички во поглед на изборот на стапката на инфлација како таргет. Користењето на интермедијарните таргети би можело да претставува оптимална оперативна рамка на монетарната политика, доколку постои висок степен на корелираност помеѓу интермедијарниот таргет и крајната цел и доколку интермедијарниот таргет може во задоволителна мерка да биде контролиран преку инструментите на монетарната политика.

Меѓутоа, нестабилноста на функцијата на побарувачката на пари, предизвикана пред сè од силните трансформациони процеси на финансискиот систем, во правец на негова либерализација и дерегулација, укажа на поцврстата корелација помеѓу краткорочните каматни стапки и стапката на инфлација, во споредба со корелацијата помеѓу паричната маса, како интермедијарен таргет и краткорочните каматни стапки како оперативен таргет. Од друга страна потребата за таргет каков што е стапката на инфлација, произлегува од потребата за доволно разбирлива варијабла, која ќе може лесно да се следи.

2. Препорки за воведување на стратегијата на таргетирање на инфлацијата

Воведувањето на стратегијата на таргетирање на инфлацијата, претпоставува исполнување на определени предуслови. Инхерентните карактеристики на стратегијата и начинот на нејзиното операционализирање наметнуваат потреба од исполнување на следниве три критериуми:

1. Независност и кредибилитет на Централната банка;
2. Отсуство на *de facto* таргетирање на номиналниот девизен курс;
3. Транспарентност и одговорност на Централната банка.

2.1. Независност и кредибилитет на Централната банка

Независноста на Централната банка претставува основна детерминанта на успешноста на стратегијата на таргетирање на инфлацијата. Имено, постоењето на било каков облик на политичко влијание во имплементацијата на монетарната политика многу веројатно може да доведе до неуспех од аспект на реализирањето на инфлациониот таргет.

Кога се зборува за потребата од независност на Централната банка од аспект на стратегијата на таргетирање на инфлацијата, станува збор пред сè за оперативна независност.

Централната банка мора да биде имуна на политичките притисоци за динамизирање на економијата на кус рок и мора да го елиминира постоењето на т.н. фискална доминација. Фискалната доминација е концепт кој претпоставува доминантна позиција на фискалните консидарации во процесот на донесување на монетарните одлуки. Ова особено е карактеристично за земјите каде приходите од *seignorage* - от⁸ се сеуште високи како резултат на големото задолжување на државата кај Централната банка. Со тоа се создаваат фискално индуцирани инфлаторни

⁸ Приход на државата врз основа на печатење на пари.

притисоци кои можат да го доведат во прашање реализирањето на таргетот. Тие можат да предизвикаат неефикасност на монетарната политика, доколку Централната банка е приморана да ги балансира овие појави со држење на каматните стапки на високо ниво.

Еклатантен пример за земја каде непостоењето на оперативна независност на Централната банка детерминираше неуспешни резултати при водењето на монетарната политика е Велика Британија. Воведувањето на стратегијата на таргетирање на инфлацијата, во октомври 1992 година е резултат пред сè на неуспехите на стратегиите на монетарно таргетирање во осумдесеттите години и стратегијата на таргетирање на девизниот курс преку Механизмот на девизни курсеви (МДК) во деведесеттите години. Иницијалниот инфлационен таргет поставен како интервал од 1 - 4%, подоцна е супституиран со релативно поексплицитен таргет од 2,5%, или помалку. Оваа стратегија даде придобивки од аспект на поголемата транспарентност и кредибилитет на Централната банка, преку објавувањето на Кварталниот извештај за инфлацијата (Quarterly Inflation Report) кој вклучува проекција на стапката на инфлација и протоколи од месечните состаноци за монетарната политика помеѓу Премиерот и Гувернерот. И покрај подобрувањата во процесот на операционализирање на монетарната политика, како и постигнатиот успех во доменот на контролирање на инфлацијата, сепак политичката склоност кон повисоки стапки на инфлација како елемент за динамизирање на економијата не беше елиминирана. Овие фактори придонесоа кон идентификувањето на оперативната независност на Централната банка, како основна детерминанта на успешна стратегија на таргетирање на инфлацијата.

Успешноста на стратегијата на таргетирање на инфлацијата не е детерминирана единствено од степенот на независност на Централната банка, туку и од нејзиниот кредибилитет. Недоволно високата репутација на Централната банка, при декларирањето на ценовната стабилност како цел, може да значи формирање на инфлационите очекувања на високо ниво, со што инфлационите тенденции ќе се провлекуваат подолг временски период. Ова е особено карактеристично за недоволно развиените земји, кои се соочуваат со континуирани притисоци врз девизниот курс (и во правец на апресирање и во правец на депресирање). Од друга страна, се смета дека постои можност инфлационите таргети да бидат искористени како инструмент за надминување на овие проблеми. Тие можат да делуваат како гаранција дека приоритетите на Централната банка нема да бидат променети во еден определен временски период.

2.2. Описување на таргетирање на девизниот курс, *de facto*

Прифаќањето на ниска и стабилна стапка на инфлација, како таргет на монетарната политика подразбира исклучување на евентуално таргетирање на девизниот курс. Практиката покажува дека во некои земји во развој, *de jure* девизниот курс како номинално сидро е напуштен, но Централната банка сеуште *de facto* поставува таргетирана патека на девизниот курс. Постојат неколку причини за ваквото однесување на Централната банка:

1. Промените во нивото на девизниот курс, преку трансмисионите канали директно и индиректно влијаат врз нивото на цените во националната економија. Воедно неговата улога во трансмитирањето на сигналите на монетарната политика во реалниот сектор на економијата е голема. Доколку

влијанието (pass – through effect) на девизниот курс е значително, во тој случај постои можност Централната банка да преземе активност за неутрализирање на неговите флукуации;

2. Флукуациите во нивото на номиналниот девизен курс имплицираат и флукуации во нивото на реалниот девизен курс што создава погрешни сигнали за носителите на домашната производствена активност;
3. Во високо доларизираните економии флукуациите на девизниот курс можат да предизвикаат промени во вредноста на портфолијата и следствено, потенцијална криза во банкарскиот и финансискиот систем. Овој проблем особено би бил изразен кај оние институции кои имаат повисоко ниво на обврски деноминирани во странска валута. При евентуална депресијација на девизниот курс, нето вредноста на субјектот, а со тоа и неговата пазарна вредност исто така депресира.

Напорите за постојано враќање на девизниот курс на неговото иницијално ниво се во функција на промовирањето на стабилноста на цените како клучна цел на монетарната политика. Според Агенор таргетирањето на инфлацијата во функција на одржување на макроекономска и финансиска стабилност може да обезбеди многу поголема стабилност на номиналниот девизен курс, во споредба со режимот на фиксен девизен курс (подложен на постојани шпекулативни притисоци во услови на спроведување на неконзистентни макроекономски политики). Сепак, Централната банка во речиси сите земји се јавува во улога на интервент на девизните пазари, спречувајќи екстремни флукуации во нивото на девизен курс.

2.3. Транспарентноси и одговорноси

Транспарентноста на Централната банка во спроведувањето на монетарната политика е фактор кој придонесува кон зголемување на кредибилитетот на монетарната власт. Транспарентноста значи и поголема одговорност на Централната банка во реализацијата на нејзините цели. Таа ја зацврстува и довербата на економските субјекти во однос на декларациите на монетарната власт. Од друга страна, јавното објавување на одлуките на монетарната политика придонесува и кон подобрување на процесот на одлучување во доменот на монетарната политика. Кога Централната банка воведува промени во насоките или во механизмите на монетарната политика и тоа јавно го објавува, таа е воедно обврзана да даде образложение за овие промени. Со тоа неизвесноста во поглед на идните економски движења се намалува, што во крајна инстанца доведува и до намалување на нивото на кое се формираат инфлационите очекувања.

Се смета дека можеен проблем во овој процес е опасноста од оценување на перформансите на економијата единствено преку остварената стапка на инфлација, без притоа да се земат предвид и останатите показатели. Овој проблем е наметнат од постоењето на временско задоцување, односно временски јаз помеѓу моментот на донесување на одлука и нејзиното влијание врз економските варијабли. Тоа создава можност евентуалните лоши економски перформанси Централната банка да ги припишува на некои непредвидени околности, а не на начинот на водење на монетарната политика. Оттука, во услови на примена на стратегија на таргетирање на инфлацијата, монетарната власт е обврзана да дава јавни образложенија за преземените активности и за причините за такво делување.

Одговорноста на Централната банка во услови на примена на стратегијата на таргетирање на инфлацијата особено се манифестира преку обврската за презентирање на движењето на стапката на инфлација, евентуалното отстапување од таргетираната вредност, активностите кои ќе се преземат за враќање на инфлацијата на таргетираното ниво итн.

3. Оперативна рамка

Механизмот на примена на стратегијата на таргетирање на инфлацијата од теоретски аспект е многу едноставен. Централната банка ја формира прогнозата за движењето на инфлацијата во некој нареден период, прогнозираната стапка на инфлација се споредува со таргетираното ниво, при што евентуалното отстапување претставува сигнал за насоката на движење, односно прилагодувањето на инструментите на монетарната политика. Од друга страна, практичните аспекти на нејзината примена имплицираат преземање на повеќе чекори, кои се образложени во продолжение.

3.1. Утврдување на таргетот

Утврдувањето и објавувањето на таргетот е директно поврзано со степенот на независност на Централната банка. Сепак, постоењето на оперативната независност на Централната банка како клучна претпоставка за успешна стратегија на таргетирање на инфлацијата, прашањето за тоа кој го утврдува и објавува таргетот го наметнува како секундарно.

Искуствата се различни. Така, во Австралија, Шведска и Финска таргетот го објавува Централната банка, без никакво инволвирање на државата. Во Канада и Нов Зеланд објавувањето на таргетот е заедничко на Министерот за финансии и Гувернерот на Централната банка. Воедно, во Нов Зеланд Спогодбата за таргетот на политиката (Policy Target Agreement) се потпишува од страна на Гувернерот и Министерот за финансии. Спогодбата ги дефинира практичните аспекти на остварувањето на крајната цел на монетарната политика, стабилност на цените. Притоа, условите на спогодбата се договорени помеѓу Централната банка и Државата, а самата Спогодба се потпишува пред почетокот на секој мандат на Гувернерот и трае во текот на мандатот. Исполнувањето на таргетот претставува основен критериум (performance criterion) во договорот за работен однос на Гувернерот.

3.2. Односи со остварувањето на целите на макроекономската политика

При примена на стратегијата на таргетирање на инфлација, клучната цел на монетарната политика е одржување на стапката на инфлација близу до таргетираното ниво, односно одржување на стабилноста на економијата. Остварувањето на било која друга цел може да биде реализирано до онаа точка до која не покажува конфликтност со целта на макроекономска стабилност.

Така, одржувањето на определено ниво на инфлација е неконзистентно со **режимот на фиксен девизен курс** (види претпоставки за примена на стратегијата на таргетирање на инфлацијата). Постоењето на de facto фиксен режим на девизен курс,

имплицира постојани интервенции на Централната банка на девизниот пазар. Со тоа, при непостоење на механизми за неутрализирање на ваквите движења постои ризик од нарушување на ценовната стабилност.

Инфлациониот таргет може, но и не мора да биде неконзистентен со целта на **полна вработеност**. Макроекономските теоретски и емпириски истражувања покажуваат дека одржувањето на макроекономската стабилност во голем процент придонесува кон остварување на адекватна динамика на економски развој и одржување на полна вработеност. Сепак, на кус рок конфликтност на овие две цели е возможна. Реакцијата на Централната банка на шок на страната на побарувачката е идентична, без разлика на доминантноста на едната или другата цел. Користењето на варијаблата трајна инфлација (core inflation, underlying inflation) во функцијата на монетарната политика, имплицира дека реакцијата на Централната банка на определен шок на страната на понудата не секогаш ќе биде подеднакво компатибилна со целта на инфлација и целта на полна вработеност.

Одржувањето на стабилноста на финансискиот систем како целина претставува една од целите на Централната банка. Нестабилноста на финансискиот систем, во смисла на висок степен на фрагилност⁹ ја депресира улогата на финансискиот систем како алка во трансмисиониот механизам на монетарната политика. Имено, ваквата состојба имплицира флукуации во нивото на каматните стапки или евентуална нивна нереспонзивност на сигналите на монетарната политика, што во крајна инстанца ја доведува во прашање можноста за успешно и континуирано остварување на инфлациониот таргет. На долг рок се смета дека дефлаторните / инфлаторните притисоци кои доаѓаат од банкарскиот систем, можат да доведат до остварување на стапка на инфлација под / над таргетираното ниво.

Потребата од активна координација помеѓу монетарната и фискалната политика претставува основна премиса во економската теорија и практика. Имено, евентуалниот висок јавен долг, може да резултира во зголемување на нивото на инфлационите очекувања, чие вградување во номиналните каматни стапки ги прави неизвесни резултатите од напорите на Централната банка за исполнување на инфлациониот таргет. Од друга страна, порастот на номиналните каматни стапки може да доведе до зголемување на товарот за сервисирање на каматите по јавниот долг на Државата. Тоа го затвора магичниот круг на повисоки каматни стапки и повисок јавен долг. Оваа појава била карактеристична за почетните фази на имплементацијата на стратегијата на таргетирање на инфлација во Канада и Нов Зеланд. Во двете земји, во моментот на воведување на стратегијата нивото на јавниот долг изнесувало 60% и 50% од БДП, соодветно. Еклатантен пример за интеракциите помеѓу монетарната и фискалната политика е примерот на Нов Зеланд. Во 1996 година владата на Нов Зеланд донела одлука за намалување на нивото на даночното оптоварување. Истражувањата покажале дека одлуката ќе резултира во пораст на побарувачката и потреба од монетарна политика со повисок степен на рестриктивност. Следствено, монетарната политика треба да реагира на промените во насоките на фискалната политика, до оној степен до кој фискалната политика влијае врз инфлациониот таргет.

⁹Фрагилноста на финансискиот систем се дефинира како состојба на намалена профитабилност на финансиските институции и вложување на квалитетот на нивната актива.

3.3. Дефинирање на таргети

При дефинирањето на инфлациониот таргет се јавуваат неколку технички прашања:

- а. Периодот на важење на таргетот (horizon of the target);
- б. Избор на индексот на мерење на инфлацијата (choice of price index);
- в. Ширина на интервалот на таргетот (width of the band);
- г. Процес на прогнозирање на стапката на инфлација како интермедијарен таргет (forecasting procedure).

а. Период на важење на таргетот

Земјите чии монетарни политики базираат на инфлациони таргети вообичаено настојуваат остварување на таргетот на крајот на секоја година. Остварувањето на таргетот претпоставува располагање со оперативна стратегија, која најчесто значи фокусирање на идната, очекувана инфлација, детерминирано од постоењето на временски задоцнувања во трансмисијата на монетарните сигнали. При појава на шок во економијата, враќањето на стапката на инфлација на таргетираното ниво може да наметне големи трошоци, од причина што прилагодувањето може да бара големи поместувања во поставеноста на инструментот, што понатаму може да имплицира намалување во нивото на производството. Едно од решенијата претставува антиципирање на движењето на инфлацијата и градуално реагирање на евентуалните шокови. Со тоа, преку редуцирање на потребното поместување на инструментите во функција на контролирање на инфлацијата Централната банка ја минимизира функцијата на загуба.

Имајќи предвид дека во своето функционирање економијата се соочува со низа шокови, а монетарната политика своите сигнали ги трансмитира до реалните варијабли со извесно временско задоцнување, остварувањето на инфлациониот таргет не може да биде временски неограничено. Оттаму, теоријата и практиката се обидуваат да го утврдат оптималниот временски хоризонт на утврдениот таргет. Утврдувањето на периодот на кој ќе се однесува инфлациониот таргет варира од една до друга земја, во зависност од нивото на инфлација во моментот на воведување на стратегијата на таргетирање на инфлацијата. Така, во оние земји каде иницијалното ниво на инфлација е повисоко од пожелното, периодот на имплементација на таргетот изнесува апроксимативно две години, имајќи го предвид временското задоцнување во процесот на имплементација на монетарната политика. Во оние земји каде стапката на инфлација е иницијално ниска, таргетот се утврдува веднаш и се однесува на неограничен период. Воедно, временскиот хоризонт претставува рефлексивна на можноста монетарната политика да ги неутрализира евентуалните краткорочни флукуации кои би можеле да го загрозат таргетот.

Постојат два аспекта на оптималниот временски хоризонт. Првиот, во случај кога монетарната политика се базира на очекуваната стапка на инфлација, при што оптималниот временски хоризонт би се базирал на оптималниот период за успешно прогнозирање на стапката на инфлација од страна на Централната банка. Вториот, во случај кога политиката се базира на оптимално правило за поставеноста на инструментите, при што оптималниот временски хоризонт се однесува на периодот во кој стапката на инфлација треба да го постигне таргетираното ниво, во услови на

минимизирање на функцијата на загуба, при претпоставка дека извесен шок се јавува во тековниот период. Овој концепт го дефинира периодот кој е потребен за враќање на стапката на инфлација на таргетираното ниво, по појавата на определен шок. Во првиот случај зборуваме за *Оптимален фидбек хоризонт* (*Optimal feedback horizon*), додека во вториот случај станува збор за *Оптимален хоризонт на полицајата* (*Optimal policy horizon*).

Batini, Haldane, McCallum и Nelson таргетирањето на идната очекувана инфлација го разгледуваат како едноставно поставување на инструментите на монетарната политика и нивно флексибилно користење како одговор на девијациите на остварената стапка на инфлација од таргетираното ниво. Односно:

$$R_t = \text{constant} + \psi r (E_t \pi_{t+k} - \pi^*)$$

Каде:

R_t – краткорочна номинална каматна стапка

$E_t \pi_{t+k}$ – проектирана стапка на инфлација во периодот $t+k$

π^* – таргетирана стапка на инфлација

$\psi r > 1$

Во процесот на таргетирање на инфлацијата битно е да се даде квалитетна апроксимација на временското задоцнување на монетарната политика. Притоа, најновите економетриски истражувања се фокусираат на истражување на мерките на монетарната политика базирани на промените во нивото на каматните стапки како оперативен таргет. Значењето на познавањето на временското задоцнување може да се објасни на следниов едноставен пример: проектираните стапки на инфлација покажуваат дека при непроменето ниво на каматни стапки стапката на инфлација веќе во наредната година ќе се движи над таргетот, поради што потребно е преземање на соодветни промени кај инструментите. Притоа, утврдено е дека временското задоцнување помеѓу промената на каматната стапка и реакцијата на инфлацијата изнесува две години. Следствено, секое намалување на каматната стапка би значело пролонгирање на влијанието на промената за две години, што значи дека во овој случај тоа би било неефикасно решение. Доколку временското задоцнување изнесува само неколку месеци, тековното намалување на каматните стапки ќе започне да делува во моментот кога стапката на инфлација ќе покаже тенденција за движење над таргетираното ниво.

Истовремено, Централната банка мора да ги земе предвид и краткорочните флукуации во нивото на производството, кои можат да се појават при редуцирањето на отстапувањата на инфлацијата од таргетираното ниво. Така, при негативен шок на страната на понудата инфлацијата ќе се движи над таргетираното ниво. Притоа, се поставува прашањето за динамиката со која Централната банка треба да го спроведува дезинфлаторниот процес. Доколку процесот биде изведен со поголема брзина инфлацијата со поголема брзина ќе се врати на таргетираното ниво, но од друга страна тоа ќе предизвика и релативно остро редуцирање на нивото на производството. Градуалното решавање на проблемот може го доведе во прашање кредибилитетот на Централната банка и да предизвика пореметување во механизмот на формирање на инфлационите очекувања. Оттука, оптималниот период на таргетирање е детерминиран и од преференциите на политиката во однос на стабилното производство, односно стабилната инфлација. Временскиот хоризонт

потребно е да биде програмиран така што ќе обезбеди рамнотежа помеѓу флексибилноста во остварувањето на таргетот и кредибилитетот на Централната банка.

б.Избор на индекс

Изборот на индекс, како мерка на стапката на инфлација претставува еден од најсуптилните чекори во процесот на имплементација на стратегијата на таргетирање на инфлацијата. Опфатноста и начинот на пресметка на индексот треба да ја одразуваат онаа стапка на инфлација која е предмет на интерес на Централната банка, односно на монетарната политика. Во таа смисла, Централните банки најчесто не го таргетираат индексот на трошоци на живот или индексот на цени на мало во чиста форма, односно онака како што го објавува институцијата која истите ги пресметува. Така, често за варијабла која се таргетира се зема т.н. трајна инфлација (core inflation, underlying inflation). Иако значењето на трајната инфлација во процесот на монетарното одлучување е големо, сеуште постојат полемики околу начинот на нејзиното пресметување. Дилемата лежи во прашањето што всушност оваа варијабла треба да мери. Теоретичарите ја нагласуваат потребата од варијабла која ќе претставува монетарен концепт на инфлацијата, а не традиционален микроекономски концепт на трошоци на живот. Вториот претставува високо развиена и кохерентна рамка на мерење на инфлацијата, но во принцип не е од интерес за монетарните власти. Од друга страна, трајната инфлација има карактер на монетарен концепт и е варијабла на која се фокусира Централната банка.

Зошто индексот на трошоци на живот не е адекватна мерка на инфлацијата и што претставува концептот на трајна инфлација, во контекст на стратегијата на таргетирање на инфлацијата?

Индексот на трошоци на живот претставува категорија разбирлива за пошироката јавност, расположлива на месечна основа, без поголеми временски задоцнувања и без чести ревизии. Утврдувањето на индексот на трошоци на живот во најголем број случаи базира на пондериран просек на една фиксна кошничка на производи и услуги. Пондерите се утврдуваат врз основа на дистрибуцијата на потрошувачката по производи, при што се врши нивно редовно ревидирање. Така, овој индекс нема за цел да ги следи промените во квалитетот, видовите или количината на производи (кои се фиксирани во еден определен временски период). Следствено, како основни недостатоци на индексот на трошоци на живот (Consumer Price Index) се наведуваат следниве:

Супституција: при пораст на цените на определен производ, потрошувачите можат да го супституираат истиот со друг производ со пониска цена. Индексот на трошоци на живот, особено оној кој не често е подложен на ревидирање не го рефлектира ефектот на супституција;

Квалитет: квалитетот на определени производи, кои се вклучени во потрошувачката кошница со тек на време може да се подобрува, но промената најверојатно нема целосно да биде инкорпорирана при калкулацијата на индексот на трошоци на живот. Тоа може да доведе до преценување / подценување на нивото на инфлација, мерена преку индексот на трошоци на живот;

Нови производи: на пазарот постојано се воведуваат нови производи, при што не доаѓа до постојано повлекување на веќе постојните. Со тоа се прошируваат алтернативите на потрошувачите за комбинација на производите и постигнување на оптималното ниво на корисност со трошоци кои се пониски од оние во претходниот месец. Тоа повторно може да имплицира преценување / подценување на нивото на инфлација, мерено преку индексот на трошоци на живот.

Овие проблеми, ни оддалеку не се занемарливи, особено од аспект на водењето на монетарната политика при примена на инфлационо таргетирање. Така, во една студија направени се процени на примерот на САД (период 1995 - 96 година), кои покажуваат дека проблемот на супституција изнесувал 0,5% на годишно ниво, мерен преку индексот на трошоци на живот, додека процената на неопфаќањето на квалитетот и воведувањето на нови производи изнесувало 0,6%.

Во земјите во транзиција проблемите се поголеми, особено во оние земји каде индексот на трошоци на живот базира на индексот на Laspeyre, во кој како пондер се користат количините на производи од базниот период. Со тоа, доколку некои производи се подложни на краткорочни ценовни флукуации, истите ќе предизвикаат краткорочни флукуации и во стапката на инфлација, во онаа мерка во која пондерите претставуваат добри репрезенти на количината на тие производи. Во земјите во кои доминираат прехранбените производи овие проблеми се мошне изразени. Истражувањата покажуваат дека коефициентот на корелација помеѓу флукуациите на цените на прехранбените производи и флукуациите на општото ниво на цени во земјите во развој е релативно висок. Овие флукуации, како и шоките врз девизниот курс, наемнините, администрираните цени, увезената инфлација најчесто се надвор од контрола на монетарната власт.

Од овие причини, Централните банки настојуваат во своите анализи да користат модифицирана варијанта на индексот на трошоци на живот, односно концептот на трајна инфлација (базична стапка на инфлација). Традиционалната дефиниција на базичната стапка на инфлација е стапката која ги исклучува **цените на прехранбените производи и цените на енергијата (Ex. Food and Energy)**. Потребата за пресметување на ваков индекс се должи на големите флукуации на цените на енергијата во '70-тите години и на природната нестабилност на цените на прехранбените производи. Денес концептот на базична стапка на инфлација е предмет на постојани модификации. Генерално, пресметувањето на базичната стапка на инфлација базира на исклучување на некои компоненти од ценовните индекси, особено оние кои покажуваат поголеми ценовни флукуации. Притоа, според Агенот краткорочните флукуации претставуваат одраз на рапидните прилагодувања на честите реални шокови, со што индексот на цени не го изразува долгорочниот тренд на движење на инфлацијата. Со негово прилагодување, Централните банки ги избегнуваат евентуалните флукуации во каматните стапки, вработеноста и производството.

Современиот концепт на базична инфлација го исклучува (освен ефектот на промени на цените на храната и енергијата) и ефектот на **промени на индиректните даноци**. Се смета дека порастот на стапката на инфлација детерминиран од порастот на индиректните даноци не е предмет на интерес на Централната банка. Утврдувањето на стапката на инфлација нето од индиректните даноци е базирано на егзактни методи.

Базичната стапка на инфлација, во голем број на земји ги исклучува и **трошоците за камати по хипотекарни заеми**. Така, доколку Централната банка реагира на евентуалното зголемување на нивото на очекуваната инфлација над таргетираното ниво преку прилагодување на каматните стапки нагоре, исклучувањето на каматите по хипотеки од индексот на инфлацијата нема да доведе до негово повторно зголемување. Оваа компонента на индексот на трошоци на живот лесно може да се идентификува, а стапката на инфлација која ја исклучува и нејзиното објавување најчесто се во надлежност на институцијата задолжена за објавување на статистички податоци, а не на Централната банка.

Се смета дека механичкото, едноставно исклучување на определени производи или групи на производи од индексот на цените ја дерогира перцепцијата за идното движење на инфлацијата. Оттаму софистицираните статистички методи се критичниот фактор за правилно утврдување на онаа стапка на инфлација која е предмет на интерес на монетарната власт.

Практични проблеми околу утврдувањето на релевантен индекс на цени, погоден како предмет на таргетирање постојат во речиси сите земји. Сериозноста на проблемите е уште поголема, имајќи предвид дека во економијата не секоја турбуленција е од привремен карактер. Од друга страна мошне често е тешко да се утврди дали шокот е транзиторен или постојан. Во овој контекст Агенот го посочува следниот пример:

Донесена е одлука за зголемување на индиректните даноци, што на кус рок доведува до зголемување на стапката на инфлација, при што по извесен временски период стапката на инфлација повторно почнува да се движи околу нејзиното иницијално ниво. Оваа промена ќе има ефекти врз економијата во целина. Така, порастот на индиректните даноци може да имплицира редуцирање на домашната побарувачка и следствено, намалување на побарувачката. Тоа може да предизвика доволно висок притисок за намалување на цените на долг рок. Овие движења ќе предизвикаат и промени во начинот на формирање на инфлационите очекувања и донесувањето на одлуките за висината на наемнините. Дејството на овие ефекти може да се провлекува подолг временски период. Тоа претставува сигнал за Централната банка за намалување на нивото на каматните стапки, и покрај што прв поглед се чини дека зголемувањето на индиректните даноци ќе имплицира зголемување на каматните стапки, во функција на одржување на стабилноста на економијата.

Очигледно трајната стапка на инфлација ги содржи оние информации кои се значајни во механизмот на монетарната политика. И покрај тоа концептот на трајна стапка на инфлација има недостатоци:

Прво, утврдувањето на трајната стапка на инфлација е арбитарно. Одлуката за елементите кои ќе бидат исклучени од индексот на инфлацијата или начинот на нивното прилагодување е во дискреција на оние кои го изработуваат. Пресметувањето на трајната стапка на инфлација е флексибилно и не постои меѓународно прифатен, унифициран метод за нејзино утврдување;

Второ, транспарентноста на стапката на трајната инфлација е многу помала во однос на онаа стапка која официјално се публикува;

Трето, ценовните одлуки, како и одлуките за нивото на платите базираат на публикуваната стапка на инфлација (headline rate of inflation), што може да имплицира нивна нерационалност. Така, реакциите на цените и на платите (како трошок на производство се вклучуваат во крајната цена) се рефлектираат врз компонентите на стапката на трајна инфлација.

Независно од начинот на утврдување на стапката на трајна инфлација, секој обид за нејзино пресметување значи напор за поадекватно изразување на инфлацијата од аспект на потребите на носителите на монетарната политика.

Вистинска мерка на инфлацијата?

Како да го идентификуваме т.н. концепт на монетарната инфлација и дали е тоа возможно?

Реакцијата на Централната банка на потенцијалните промени во нивото на инфлацијата, во исто време не може да претставува и причина за истите. Така, да претпоставиме еквилибриум на пазарот на пари:

$$M^s/P = L(Y, i)$$

каде,

M^s/P – реална понуда на пари

L - побарувачка за пари

Y - доход

i - каматна стапка

Во услови на негативен шок на страната на понудата, реалната побарувачка за пари забележува намалување. Тоа претставува сигнал за Централната банка за намалување на монетарната понуда. Во спротивно нивото на цените ќе забележи пораст, како механизам за повторно воспоставување на пазарната рамнотежа. Оваа инфлација очигледно е монетарна инфлација до онаа точка до која е последица на нереагирањето на Централната банка. Иницијалниот фактор (генератор на инфлацијата) потекнува од реалниот сектор на економијата. Следствено, стапката на инфлација е детерминирана од интеракциите помеѓу монетарната власт и субјектите од реалниот сектор

в. Ширина на интервалот

Функционирањето на економијата во целина е детерминирано од низа механизми. Тие не можат да бидат потполно идентификувани, имајќи предвид дека не се базирани на некои дефинитивни квантитативни пропорции. Економските движења имаат стохастичен карактер, што ја отежнува можноста за нивно антиципирање и преземање на соодветни мерки. Тоа пред сè е последица на подложноста на економијата на различни, неантиципирани шокови. Воедно, резултатите од мерките на економската политика честопати се детерминирани од однесувањето и преференциите на економските субјекти кои се тешко предвидливи.

Овие премиси, како и постоењето на релативно долги и варијабилни временски задоцнувања на монетарната политика и лимитирачките фактори во процесот на прогнозирање на стапката на инфлација, детерминираат потреба од така дефиниран таргет или интервал на негово движење кој ќе ја зголеми веројатноста за негово реализирање. Од овој аспект постојат разлики помеѓу земјите кои ја имплементираат стратегијата на таргетирање на инфлацијата.

Табела 2
Инфлационен таргет во неколку одбрани земји

	Нов Зеланд	Канада	Велика Британија	Шведска	Австралија
Таргет	0-3%	1-3%	2,5%	2% (+/- 1 процентен поен)	2-3%

Дилемата дали инфлациониот таргет да се дефинира на конкретно ниво или во рамките на определен толерантен интервал произлегува од неможноста проценката за варијабилноста на стапката на инфлација да се лимитира под определено ниво. Утврдувањето на инфлациониот таргет како интервал не значи и нарушување на кредибилитетот на Централната банка или декларирање на неспособност за успешно контролирање на инфлационите движења. Таргетирањето на интервал овозможува поголема флексибилност на Централната банка при реагирањето на определени шокови.

Втора дилема која се наметнува е прашањето за ширината на таргетираниот интервал. Изборот на тесен интервал (tight hard-edged band) може да имплицира од една страна негово неисполнување, но од друга страна може да значи цврста определба на Централната банка за остварување на таргетот. Тесниот интервал ја рефлектира и потребата за одговорност на Централната банка. Следствено, секое неисполнување на таргетот наметнува потреба од објаснување на Централната банка на причините за неисполнувањето. Изборот на поширок интервал значи поголем простор за маневрирање на Централната банка. Оттука, во ваков случај можноста за оценување на перформансите на Централната банка е значително намалена.

Некои автори развиваат систематски пристап кон проблемот на избор на интервал во процесот на таргетирање на инфлацијата, преку користење на мали макро - економетриски модели (кои најчесто се состојат од равенка на инфлација, производство и функцијата на реакција на политиката). Врз основа на овие модели се симулираат шокови во економијата и се оценува нивното влијание врз остварувањето на таргетот. Haldane и Salmon, на примерот на Велика Британија утврдија дека при интервал на доверба од 95%, веројатноста да се исполни инфлациониот таргет (1 - 4%) изнесува само 50%.

Резултатите од економетриските истражувања укажуваат на недостатоците од дефинирање на потесен интервал на движење на инфлацијата. Се смета дека и покрај водењето на оптимална монетарна политика неисполнувањето на вака дефинираните интервали може да претставува честа појава. Сепак, доколку инфлациониот таргет е дефиниран преку стапката на трајна инфлација (core inflation), влијанието на домашните и екстерните шокови кои се надвор од контролата на Централната банка ќе биде елиминирано. Со тоа Централната банка може

флексибилно да ги користи инструментите на монетарната политика и успешно да го остварува таргетираното ниво на инфлација (и при потесен интервал).

г. Процес на прогнозирање на стапката на инфлација

Стратегијата на таргетирање на инфлацијата подразбира манипулирање со инструментите на монетарната политика во зависност од отстапувањето на прогнозираната стапка на инфлација од таргетираното ниво. Следствено, Централната банка која ја применува оваа стратегија мора да располага со добра техничка и кадровска опременост за ефикасно економетриско моделирање. Примената на економетриските модели и техники имплицира формулирање на низа претпоставки чие остварување е неизвесно.

Прогнозирањето подразбира располагање со задоволително долги серии на квалитетни податоци. Оттаму, процесот на прогнозирање може да биде заснован на синтеза и анализа на информации од различни извори, но поради поголема прецизност и квантификација на проценките пожелно е користењето на економетриски техники. Прогнозирањето на идното движење на инфлацијата го наметнува и проблемот на грешки, имајќи во предвид дека тоа базира на дистрибуција на веројатности за идните вредности на економските варијабли. Затоа, водењето на монетарната политика не е засновано единствено на прогнозите за идното движење на инфлацијата, туку и на следењето на т.н. водечки индикатори (leading indicators). Со други зборови, при примена на стратегија на експлицитно таргетирање на инфлацијата, одлуките на монетарната политика базираат на економетриски модели, но и на арбитражни квалитативни согледувања од страна на носителите на политиката.

Некои Централни банки (на пример Централната банка на Велика Британија), проекциите на идното движење на инфлацијата ги објавуваат во Извештајот за инфлацијата (Inflation Report). Сепак, објавувањето на прогнозираната стапка на инфлација не секогаш значи и поголема транспарентност. Повторувањето на грешките во прогнозирањето (и нивната транспарентност), согледано преку нивното објавување, го намалува кредибилитетот на Централната банка, што ги прави инфлационите очекувања на јавноста тешко предвидливи, а со тоа и преземените мерки на монетарната политика можат да бидат контрапродуктивни.

4. Видови на таргетирање на инфлацијата

4.1. Таргетирање на инфлацијата во услови на затворена економија

Постојат две варијанти на стратегијата на таргетирање на инфлацијата: **стриктно (ригидно) и флексибилно таргетирање**. Предмет на интерес и во двата случаи претставува односот помеѓу крајните цели на монетарната политика, инструментите за нивно реализирање и преференциите на Централната банка (меѓусебните зависимости на овие категории ја дефинираат функцијата на реакција на Централната банка - reaction function). Притоа, анализата е базирана на модел на затворена економија, апстрахирајќи се од влијанието на екстерната позиција на економијата.

4.1.1. Сиркијно (ригидно) таргетирање на инфлацијата

Овој концепт базира на анализа на релацијата помеѓу инфлациониот таргет и номиналните каматни стапки (под претпоставка дека се тие клучниот инструмент на монетарната политика, односно иницијалната алка во трансмисиониот механизам на монетарната политика).

Структурата на економијата е дефинирана преку следниве две равенки:

$$\pi_t - \pi_{t-1} = \alpha_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$Y_t = \beta_1 Y_{t-1} - \beta_2 i_{t-1} - \pi_{t-1} + \eta_t, \quad \beta_1 < 1 \quad (2)$$

Каде:

$\pi_t = p_t - p_{t-1}$, стапка на инфлација во периодот t

Y_t = јаз во производството, разлика помеѓу остварениот и потенцијалниот производ

i_t = номинална каматна стапка

ε_t, η_t = независни, идентично дистрибуирани шокови

Во вака дефинираниот модел Централната банка има можност директно да ја контролира каматната стапка која го детерминира нивото на агрегатната побарувачка. Имено, основна детерминанта на моделот на инвестиционото и потрошувачко однесување се трошоците на позајмување на средства односно активните каматни стапки на банките. Следствено, при повисока респонзивност на каматните стапки на банките на промените во номиналната каматна стапка, промените во каматната стапка преземени од страна на Централната банка ќе имаат поголемо влијание врз однесувањето на агрегатната побарувачка (преку каналот на активните каматни стапки на банките).

Притоа, првата равенка покажува позитивна корелираност на промените во инфлацијата и цикличната компонента на производството, со временско задоцнување од еден период.

Втората равенка покажува позитивна корелираност на јазот во производството со неговата вредност во претходниот период и негативна корелираност со номиналната каматна стапка и стапката на инфлација во претходниот период. Во вака структурираната економија промената во номиналните каматни стапки влијае врз промената во јазот во производството со временско задоцнување од еден период, додека влијанието врз стапката на инфлација е со временско задоцнување од два периода. Временското задоцнување помеѓу промените во номиналните каматни стапки и стапката на инфлацијата се означува како контролно временско задоцнување (control lag).

Во услови на контролно временско задоцнување од два периода, за Централната банка оптимално би било поставување на номиналната каматна стапка на ниво кое ќе овозможи идентичност на очекуваната стапка на инфлација во периодот

¹⁰ Во сите равенки се користат логаритамски вредности на соодветните променливи.

$t+2$ и таргетираното ниво на инфлација, врз основа на расположивите информации во периодот t .

Бидејќи промената во номиналната каматна стапка влијае врз инфлацијата со определено временско задоцнување, Централната банка ќе мора да оперира со предвидување на стапките на инфлација. Следствено колку е повисоко нивото на инфлацијата од нивото на предвидената стапка на инфлација, номиналните каматни стапки ќе бидат повисоки и обратно.

Во услови кога Централната банка ќе ја постави номиналната каматна стапка на оптималното ниво, стапката на инфлација (π_{t+2}) ќе отстапува од предвидената стапка ($\pi_{t+2|t}$) и инфлациониот таргет за грешката при проектирањето z_{t+2} :

$$\pi_{t+2} = \pi_{t+2|t} + z_{t+2}, \text{ односно } \pi_{t+2} - \pi_{t+2|t} = z_{t+2}$$

Математичкиот израз покажува дека дури и при потполно следење на правилото за оптимално поставување на инструментите на монетарната политика, извесно отстапување на остварената стапка на инфлација од таргетираното ниво сепак ќе постои. Отстапувањето е резултат на екстерни шокови кои се појавуваат во периодот на временското задоцнување. Колку е попрецизна нивната процена, толку ќе бидат поуспешни резултатите од преземените мерки на монетарната политика.

4.1.2. Флексибилно таргетирање на инфлацијата

Стратегијата на ригидно таргетирање на инфлацијата претпоставува ориентација на Централната банка единствено кон остварување на инфлационата цел. Втората варијанта на стратегијата на таргетирање на инфлацијата (флексибилно таргетирање) претпоставува симултано присуство на стапката на инфлација и нивото на јазот во производството во целната функција на Централната банка:

$$L_t = (\pi_t - \pi)^2/2 + \gamma y_t^2/2, \quad \gamma > 0, \quad (4)$$

каде γ претставува пондер, чија вредност го покажува релативното значење кое Централната банка му го придава на јазот во производството, во однос на стапката на инфлација.

Изведувањето на правило за оптимална каматна стапка во услови кога во целната функција на Централната банка се вклучени како инфлацијата, така и нивото на производството не претставува едноставен процес. Имено, оптимизацијата не може да биде сведена на оптимизирање во еден период, имајќи предвид дека стапката на инфлација е зависна од производството во претходниот период, додека производството во тековниот период е исто така детерминирано од стапката на инфлација во претходниот период.

Преку техниките на динамичкото програмирање утврдено е дека проектираната стапка на инфлација ќе биде идентична со инфлациониот таргет доколку очекуваниот јаз во производството во еден период пред таргетираниот биде еднаков на нула. Следствено, доколку се очекува негативен јаз во производството во периодот $t+1$ Централната банка ќе настојува да го неутрализира преку намалување

на каматните стапки во периодот t , што ќе резултира со позитивно отстапување на стапката на инфлација од инфлациониот таргет во периодот $t+2$. Колку е поголемо γ , односно релативното значење на производството во однос на стапката на инфлација, толку ќе биде поголемо влијанието на очекуваниот јаз во производството врз проектираната стапка на инфлација. Тоа имплицира потреба од градуален пристап на Централната банка при прилагодувањето на проектираната стапка на инфлација кон таргетираното ниво, во услови на проектирани циклични осцилации во нивото на производството. Градуалниот пристап претпоставува подолг временски период на прилагодување во однос на контролното временско задоцнување, кое во случајов изнесува два периода. Овој период воедно го претставува и хоризонтот на таргетирање. Неговата должина е детерминирана од карактерот на шокот кој предизвикал отстапување на проектираната стапка на инфлација од таргетираната стапка, односно од тоа дали шокот се јавува на страна на побарувачката или на страна на понудата. Имено, овие два вида на шокови детерминираат различно временско задоцнување во трансмисиониот механизам, а воедно нивното трансмитирање и влијание врз однесувањето на економските субјекти се одвива преку различни канали.

4.2. Таргетирање на инфлацијата во услови на отворена економија

Досегашната анализа се однесуваше на таргетирање на инфлацијата во услови на затворена економија. Меѓутоа, современите економии покажуваат висок степен на меѓусебна поврзаност и следствено, висок степен на отвореност.

Во моделот на отворена економија клучна улога има девизниот курс на домашната валута. Флукуациите на девизниот курс влијаат врз елементите во целната функција на монетарната политика (инфлацијата и аутпутот). Притоа, импулсите од промените во девизниот курс се трансмитираат до целните варијабли преку различни канали. Така, промената во девизниот курс вообичаено со многу мало временско задоцнување, преку цените на увезените добра за крајна потрошувачка влијае врз домашните потрошувачки цени. Во крајна линија промената на девизниот курс се одразува врз агрегатната побарувачка и агрегатната понуда. Во првиот случај, промената во номиналниот девизен курс индиректно преку промената врз цените влијае врз агрегатната побарувачка. Во вториот случај, промената на девизниот курс имплицира промена во цените на увезените сировини, кои ги менуваат трошоците на производство. Воедно, врз нивото на агрегатната понуда ќе влијаат и платите како трошок на производство, во случај на нивно прилагодување согласно промените во нивото на цените.

Девизниот курс може да биде детерминиран од многу фактори, како што се: каматни стапки, екстерни шокови, премија за ризик итн. Следствено, во услови на отворена економија девизниот курс ги трансмитира како сигналите од промените на каматните стапки, така и појавата на евентуални екстерни шокови.

Агеног моделот на отворена економија го претставува со следните равенки:

$$\pi_t^N = \Delta e_{t+} \alpha_1 y_{t-1}^N + \varepsilon_t, \quad (5)$$

$$y_t^N = -\beta_2 (i_{t-1} - \pi_{t-1}^N) + \beta_3 (\Delta e_{t-1} - \pi_{t-1}^N) + \eta_t, \beta_3 > 0 \quad (6)$$

$$\pi_t = \delta \pi_t^N + (1 - \delta) \Delta e_t, \quad 0 < \delta < 1 \quad (7)$$

$$i_t = i^* + E_t e_{t+1} - e_t + \chi_t, \quad (8)$$

$$E_t e_{t+1} = e_t - \theta (\Delta e_t - \pi_t^N), \quad \theta > 0 \quad (9)$$

Каде: e_t го претставува номиналниот девизен курс, π_t^N стапка на инфлација на неразмменливи добра (се однесува на непостоењето на размена ос странство), i^* светска каматна стапка, додека χ_t е варијабла со која се претставува влијанието на непредвидени шокови.

Првата равенка претставува модифицирана Филипсова крива. Таа не ја вклучува стапката на инфлација во секторот на неразмменливи добра во периодот $t-1$, а го вклучува влијанието на девизниот курс, со претпоставка дека неговата депрецијација ќе има директен и промптен ефект врз порастот на цените во секторот на неразмменливи добра, од порастот на цените на увозните суровини.

Втората равенка е функција на агрегатната побарувачка за неразмменливи добра. Во моделот на отворена економија, исклучена е вредноста на производството во периодот $t-1$ ($\beta_1 = 0$), додека промените во реалниот девизен курс се дадени како разлика помеѓу номиналниот девизен курс и стапката на инфлација во секторот на неразмменливи добра. Се претпоставува дека промената на реалниот девизен курс позитивно ќе влијае врз побарувачката за домашни производи.

Третата равенка ја дефинира стапката на инфлација како пондериран просек на стапките на инфлација во секторите на неразмменливи и разменливи добра, со претпоставка за константни светски цени на разменливите добра.

Четвртата равенка се однесува на паритетот на домашната и светската каматна стапка, промената во девизниот курс и влијанието на непредвидени шокови.

Петтата равенка ја дефинира очекуваната вредност на депрецијацијата на девизниот курс во периодот $t+1$ како функција од разликата помеѓу номиналниот девизен курс во тековниот период и реалниот девизен курс, дефлациониран со стапката на инфлација во секторот на неразмменливи добра.

Во рамките на анализата на таргетирањето на инфлацијата во услови на отворена економија се поставуваат две дилеми:

1. Дали девизниот курс влијае врз стабилноста на производството;
2. Дали таргетирање на инфлацијата во секторот на неразмменливи добра е поприфатливо во однос на таргетирањето на инфлацијата во двата сектора (на неразмменливи и разменливи добра).

Промените во девизниот курс во услови на отворена економија брзо и директно се трансмитираат врз нивото на цените, што понатаму влијае врз нивото на агрегатната побарувачка и агрегатната понуда. Во услови кога Централната банка во својата целна функција ја вклучува агрегатната инфлација (во секторите на разменливи и

неразменливи добра), промената на девизниот курс преку промената во цените на разменливите добра ќе детерминира промени во нивото на каматните стапки (преку промената на каматната стапка на Централната банка), што следствено предизвикува осцилации во нивото на производството;

1. Постои тенденција за елиминирање на проблемите (кои се појавуваат при примената на стратегијата на таргетирање на агрегатната инфлација) преку користење на алтернативен пристап, односно исклучување на инфлацијата во секторите на разменливи добра од целната функција на Централната банка. Со тоа, би се елиминирало влијанието од промените на девизниот курс врз целните варијабли на Централната банка.

Следствено целната функција на Централната банка ќе изгледа вака:

$$L_t = (\pi_t^N - \pi^N)^2 / 2 + \lambda y_t^2 / 2$$

Bharucha и Kent (1998) во врска со втората дилема го даваат следниот пример: доколку девизниот курс на домашната валута депресира под влијание на одлив на странски капитал од земјата, последиците ќе се почувствуваат и во секторот на разменливи и во секторот на неразменливи добра. Во првиот сектор, депресирањето на девизниот курс ќе предизвика пораст на нивото на цените поради порастот на цените на увозните сировини. Порастот на цените во секторот на разменливи добра ќе предизвикаат пораст на цените и во секторот на неразменливи добра, преку механизмот на индексација на платите. Доколку дојде до перпетуирање на порастот во односот цени - плати постои опасност од отворање на инфлационата спирала.

Доколку Централната банка ја таргетира единствено стапката на инфлација во секторот на неразменливи добра, флукуациите на каматните стапки ќе бидат значително помали. Тоа ќе детерминира и помали флукуации во нивото на производството и таргетираната стапка на инфлација, на сметка на поголемата варијабилност на агрегатната инфлација и номиналниот девизен курс.

Горенаведените заклучоци го потврдуваат големото значење на девизниот курс во моделот на отворена економија. Следствено, тој претставува битна варијабла и во рамките на таргетирањето на инфлацијата во услови на отворена економија и воедно ја наметнува дилемата во врска со изборот на стапката на инфлација која ќе биде вклучена во целната функција на Централната банка. Решението на дилемата сепак зависи од постојната констелација во економијата, нејзината структура и пред сè од поставените приоритети на Централната банка.

5. Таргетирање на инфлацијата во одбрани земји

5.1. Велика Британија

Велика Британија започна да ја применува стратегијата на таргетирање на инфлацијата во 1992 година, како последна фаза во долготрајниот процес на дезинфлација.

До првата половина на '70-тите години, монетарната политика во Велика Британија била ориентирана кон остварување на сет на макроекономски цели. Притоа,

нејзините операции се базирани на поставката за постоење на trade – off помеѓу невработеноста и инфлацијата. Ваквата поставеност на монетарната политика немала потенцијал да обезбеди задоволителна ценовна стабилност во економијата. Така, во 1975 година, стапката на инфлација во Велика Британија надмина 25%.

Дисторзивното влијание на високите стапки на инфлација ја наметнала потребата од поставувањето на ценовната стабилност како приоритетна макроекономска цел. Тоа претпоставува и развивање на стратегија за остварување на целта.

I. Монетарно таргетирање - Во 1976 година Централната банка на Велика Британија започнува да ја применува стратегијата на монетарно таргетирање. Поставените монетарни таргети, кон крајот на '70-тите и почетокот на '80-тите години резултирале со намалување на инфлацијата од 20% на 10%.

Нарушувањето на стабилната врска помеѓу интермедијарните таргети и стапката на инфлација, на почетокот на '80-тите година наметнале потреба од прифаќање на нова монетарна стратегија. Монетарните таргети и понатаму биле поставувани и редизајнирани, но ефективно тие немале улога во процесот на монетарното одлучување.

II. Таргетирање на девизниот курс - Во монетарната историја на Велика Британија постојат два периода на таргетирање на девизниот курс:

1. Во периодот 1987 - 88 година, во функција на запирање на континуираната ап्रेसијација на британската фунта во однос на германската марка, Централната банка постојано интервенирала со откуп на странска валута и намалување на каматните стапки. Целта на овие операции било постигнување на стабилен однос помеѓу британската фунта и германската марка, со што на долг рок стапката на инфлација, ќе конвергира кон стапката на инфлација на Германија. Оваа политика е напуштена во 1988 година, во услови на повторен пораст на инфлацијата над 10%.

2. Во 1990 година, при високо ниво на инфлација и на каматни стапки, Велика Британија влезе во МДК на ЕУ (Exchange Rate Mechanism – ERM). Оваа стратегија резултираше во значително редуцирање на стапката на инфлација. Сепак, во услови на поголеми преференции на меѓународните инвеститори на германската марка во однос на британската фунта, каматните стапки на овие две земји не конвергираа.

По реунификацијата на Германија, германските каматни стапки започнуваат да се движат нагоре, со што просторот за намалување на британските каматни стапки се стеснува, во услови кога британската економија е во фаза на рецесија. Тоа наметнува потреба од напуштање на МДК во септември 1992 година.

III. Таргетирање на инфлацијата Причините за имплементација на овој нов монетарен концепт, не лежат единствено во настојувањето за намалување на стапките на инфлација. Во услови на низок степен на кредибилитет на Централната банка и државата, воопшто, оваа стратегија има за цел повторно зајакнување на кредибилитетот на монетарната политика.

При воведувањето, стратегијата на таргетирање на инфлација беше поставена на следниве поставки:

- Поставување на инфлациониот таргет во интервал од 1 - 4%, како единствена цел на монетарната политика. Таргет од 2,5% е претпоставен како цел до крајот на мандатот на тогашниот Парламент;

- Публикување на квартален извештај за инфлацијата (Inflation Report), од страна на Централната банка во кој ќе се презентираат тековните економски движења и прогнозираната стапка на инфлација. Следствено, транспарентноста во работењето на Централната банка се зголемила и наметнала потреба од редефинирање на односите помеѓу Централната банка и Министерството за финансии во насока на поголема независност на монетарната власт.

Во 1998 година биле направени некои позначајни промени во поставеноста на стратегијата: ценовната стабилност била институционализирана како приоритет на Централната банка и била дефинирана како таргет од 2,5% или помалку. Централната банка добила оперативна независност, односно право на самостоен избор и дизајнирање на инструментите на монетарната политика (во случајов Централната банка има право самостојно да ги утврдува краткорочните каматни стапки, за разлика од дотогашната практика, Министерот за финансии да одлучува за висината на каматните стапки).

Какви се перформансите на британската економија по воведување на стратегијата на таргетирање на инфлацијата? Во периодот 1992 - 2000 година, стапката на инфлација е ниска и стабилна и со мали осцилации се движи околу инфлациониот таргет. Овој период е најдолг период на континуирано одржување на стабилноста на инфлацијата. Од аспект на економската динамика, по рецесионите тенденции до 1992 година економскиот раст во Велика Британија покажува движење над просечното историско ниво. Следствено, стапката на невработеност (согласно дефиницијата на ЦО), во 2000 година изнесува 5,3%, наспроти 10% во 1992 година.

Како фактори на позитивните перформанси на британската економија можат да се наведат и промените во доменот на микроекономијата, поставеноста на синдикатите и сл. Сепак, фактот што периодот на успешни макроекономски перформанси коинцидира со периодот на таргетирање на инфлацијата, укажува на нејзиното значење за стабилноста и динамиката на економијата. Имено, ориентираноста на Централната банка кон остварување на таргетот, влијае врз намалување на инфлационите очекувања и следствено врз идното движење на инфлација, што повратно позитивно се рефлектира врз економскиот раст.

Велика Британија

Согласно потребата од поголема транспарентност во процесот на водење на монетарната политика, Централната банка на Велика Британија објавува Извештај за инфлацијата (Inflation report), кој ги содржи предвидувањата за идното движење на инфлацијата и аутпутот, како и претпоставките врз основа на кои се базираат проекциите. Извештајот издаден во август 1997 година, ја содржи првата проекција за инфлацијата изготвена од страна на Комитетот за монетарна политика.

Притоа проекциите на инфлацијата и БДП се објавуваат во две форми:

Проекција базирана на претпоставката за константност на каматните стапки;
Проекција базирана на очекувањата за движењето на пазарната каматна стапка.

Параметри	01Q3	01Q4	02Q1	02Q2	02Q3	02Q4
Мода	2.31	2.17	2.17	1.91	1.96	2.13
Медијана	2.31	2.17	2.17	1.91	1.96	2.13
Аритметичка средина	2.31	2.17	2.17	1.91	1.96	2.13
Варијанса	0.17	0.28	0.39	0.50	0.55	0.60
Skewness	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Веројатност за движење на инфлацијата под или над проектираните вредности						
<1.5%	<1%	1%	4%	20%	20%	16%
<2.5%	88%	88%	81%	88%	84%	75%
>3.5%	<1%	<1%	<1%	<1%	<1%	1%

Параметри	01Q3	01Q4	02Q1	02Q2	02Q3	02Q4
Мода	2.31	2.17	2.17	1.91	1.96	2.11
Медијана	2.31	2.17	2.17	1.91	1.96	2.09
Аритметичка средина	2.31	2.17	2.17	1.91	1.96	2.08
Варијанса	0.17	0.28	0.39	0.50	0.55	0.60
Skewness	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.03
Веројатност за движење на инфлацијата под или над проектираните вредности						
<1.5%	<1%	1%	4%	20%	20%	17%
<2.5%	88%	88%	80%	88%	84%	76%
>3.5%	<1%	<1%	<1%	<1%	<1%	1%

Извор: Inflation Report, August 2001, Bank of England

5.2. Полска

Една од земјите во транзиција која започна да ја применува монетарната стратегија на таргетирање на инфлацијата е Полска.

Во 1997 година, со донесувањето на Уставот на Република Полска и новиот Закон за Централната банка на Полска, беше поставена институционалната рамка на монетарната политика чии основните елементи се следниве:

1. Институционална декларација за ценовната стабилност, како приоритетна цел на Централната банка;
2. Повисок степен на независност на Централната банка (персонална, целна, оперативна и финансиска);
3. Повисок степен на одговорност и транспарентност на Централната банка.

За Полска, 1998 година претставува т.н. транзиционен период за монетарната политика. Имено, во февруари 1998 година формиран е Комитетот за монетарна политика; во јуни 1998 година Комитетот ја објавува стратегијата на таргетирање на инфлацијата како официјална стратегија на Централната банка на Полска; во септември е објавена Среднорочната стратегија за Монетарната политика (за периодот 1999 - 2003 година). Следствено, официјално таргетирањето на инфлацијата во Полска започнува во 1999 година.

Основните поставки на монетарната стратегија на Полска се следниве: а) поставување на квантитативна цел за редуцирање на стапката на инфлација под 4%

до крајот на 2003 година; б) Централната банка ќе реагира на влијанието на секој фактор кој ќе го загрози остварувањето на квантитативниот таргет; в) таргетот е дефиниран преку индексот на потрошувачките цени (Consumer price Index), а не преку базичната стапка на инфлација; г) таргетот ќе биде дефиниран како интервал, во временски хоризонт од една година; д) Централната банка ќе публикува квартален Извештај за инфлацијата.

Очигледно, механизмот на таргетирање на инфлацијата во Полска генерално е компатибилен со стандардниот модел прифатен и во високоразвиените земји. Елементи на некомпатибилност се: 1. таргетирање на индексот на потрошувачки цени, а не на базичната стапка на инфлација; 2. Централната банка на Полска не објавува проекции на стапката на инфлација.

Од аспект на потребата од постоење на флукуирачки девизен курс, како предуслов за успешна стратегија на таргетирање на инфлацијата, во Полска се предвидува проширување на дозволените маргини на флукуирање на девизниот курс и стеснување на можноста за “ползечко” девалвирање на девизниот курс.

И покрај исполнување на дел од институционалните, како и на дел од суштинските предуслови, досегашните резултати од примената на стратегијата на таргетирање на инфлацијата во Полска не се повољни. Стапката на инфлација и понатаму бележи пораст. Основни фактори за незадоволителните резултати од примената на таргетирањето на инфлацијата се:

1. Недоволно познавање на трансмисиониот механизам на монетарната политика и следствено, на ефектите од одлуките на монетарната политика;
2. Неадекватност на моментот на воведување на таргетирањето на инфлацијата (постоење на екстерни шокови, аграрен протекционизам, проблеми во фискалниот сектор);
3. Несоодветен избор на индекс кој ќе биде таргетиран (постои потреба од вклучување на базичната стапка на инфлација).

Искуството на Полска покажува дека исполнувањето на институционалните претпоставки и поставувањето на формални механизми, не е доволен предуслов за успешна имплементација на стратегијата на таргетирање на инфлацијата. Постоенето на развиена финансиска структура, поволен макроекономски амбиент, квалитетен инструментариум за проектирање на инфлацијата, разбирање на трансмисијата на монетарните сигнали и нивните ефекти се неопходни претпоставки за успех на стратегијата на таргетирање на инфлацијата.

6. Заклучок

Стратегијата на таргетирање на инфлацијата е релативно нова стратегија, која датира од почетокот на ‘90-тите години.

Истражувањата покажуваат дека стратегијата на таргетирање на инфлацијата успешно го решава проблемот на нарушена ценовна стабилност. Тоа прилегува од дефинитивната определба на Централната банка за одржување на определено ниво на инфлација, што позитивно се рефлектира врз кредибилитетот на Централната банка и врз инфлационите очекувања на економските субјекти. Воедно тоа е резултат

и на можноста за флексибилно и автономно водење на монетарната политика, што претставува предност во однос на другите видови стратегии. Транспарентноста во монетарното одлучување наметнува и поголема одговорност за Централната банка и ја минимизира веројатноста за појава на проблемот на временска неконзистентност. Воедно, поставената цел на стратегијата е разбирлива за јавноста и овозможува лесно следење на перформансите на монетарната политика.

Концептот на таргетирање на инфлацијата наметнува и неколку проблеми, од кои најкарактеристичен е проблемот на временско задоцнување (time lag). Имено, постоењето на временско задоцнување во трансмисијата на монетарните сигнали до реалниот сектор на економијата им создава проблеми на економските субјекти за идентификување на насоките на монетарната политика преку тековните податоци за макроекономските перформанси.

Успешната имплементација на стратегијата на таргетирање на инфлацијата подразбира и исполнување на определени претпоставки. Покрај институционалните предуслови (на пример постоење на независност на Централната банка), стратегијата на таргетирање на инфлацијата наметнува потреба и од постоење на развиена финансиска инфраструктура, преку која успешно би се трансмитирале сигналите на монетарната политика до реалниот сектор на економијата. Воедно, потребно е познавање на начинот на кој функционира трансмисиониот механизам на монетарната политика, со што ефикасно би се предвидувале ефектите од преземените мерки на монетарната политика.

Успехот на таргетирањето на инфлацијата во одржувањето на стабилноста на цените, разбирливоста на таргетот, транспарентноста на монетарната политика и одговорноста на Централната банка претставуваат гаранција за постигнување на успешни резултати во спроведувањето на монетарната политика. Следствено, сè поголем број на земји (развиени и транзициони економии) ја прифаќаат оваа стратегија при имплементацијата на монетарната политика.

Користена литература:

1. Agenor, Pierre-Richard, Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting, World Bank, 2000;
2. Allen, A. William, Inflation Targeting in the United Kingdom (1992 – 2000), Inflation Targeting Conference, Central bank of the Republic of Turkey, 2000;
3. Croce, Enzo и Mohsin S. Khan, Monetary Regimes and Inflation Targeting, Finance & Development, September 2000;
4. Debelle, Guy, Inflation Targeting in Practice, IMF WP/97/35, 1997;
5. Inflation Report, Bank of England, August 2000;
6. International Finance Statistics, IMF
7. Martijn, Jan Kees и Hossein Samiei, IMF WP99/170, 1999;
8. Mishkin, S. Frederic, International Experience with Different Monetary Policy Regimes, NBER WP 7044, 1999;
9. Polanski, Zbigniew, Poland's Experience with Inflation Targeting, Inflation Targeting Conference, Central bank of the Republic of Turkey, 2000;
10. Svensson, Lars E.O., Monetary Policy Issues for the Eurosystem, NBER WP7177, 1999.

*Авторот изразува голема благодарност до м-р Анета Наумовска за корисните забелешки, коментари и сугестии.