

Narodna banka na Republika Makedonija
Direkcija za centralnobankarski operaciji i devizni rezervi



Raboten materijal br.16

**Celi i instrumenti na monetarna politika:
sovremeni iskustva**

Trajkovi } Melita

Juni 2006 godina

Sodr`ina

I. Celi na monetarnata politika	3
Hierarhija na celite na monetarnata politika	3
Krajna cel na monetarnata politika	3
Intermedijaren target	7
<i>Target irawe na devizen kurs</i>	8
<i>Monetarno target irawe</i>	9
<i>Target irawe na inflacija ta</i>	10
<i>Intermedijaren target i re`im na devizen kurs</i>	11
<i>Devizen re`im i nivo na devizni rezervi</i>	15
Operativni target na monetarna politika	17
II. Operativni proceduri na monetarnata politika	20
Implementacijata na monetarnata politika	20
<i>Ponuda na likvidni sredstva</i>	20
<i>Pobaruva~ka na likvidni sredstva</i>	23
<i>Likvidnosna pozicija na bankarski ot sistem</i>	26
<i>Strukturen vi{ok na likvidnost i sterilizacija</i>	28
Instrumenti na monetarna politika	30
<i>Tipovi na operativni proceduri na monetarna politika</i>	30
<i>Karakteristiki na instrumenti na monetarna politika</i>	31
<i>Pazarni operacii</i>	31
<i>Raspolo`ivi instrumenti (standing facilities)</i>	36
Zgolemuwane na efikasnost na instrumentite na monetarnata politika	38
III. Zaklu~ok	39

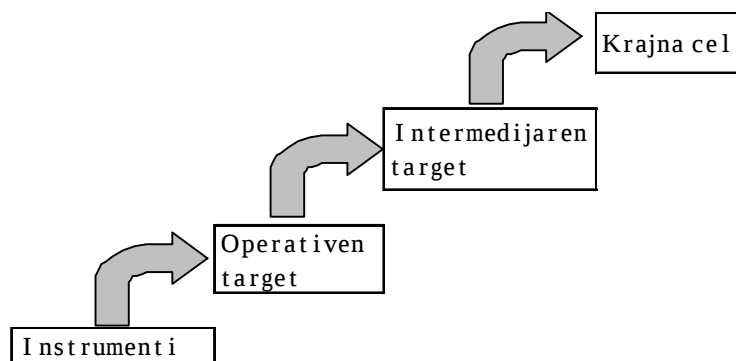
I. Celi na monetarnata politika

Hierarhija na celite na monetarnata politika

Osnovna cel na ekonomskata politika e ostvaruvawe na odr`liv ekonomski rast, so istovremeno zgolemuwawe na vrabotenosta i zgolemuwawe na `ivotniot standard na naselenieto. Vo ramki na ovaa cel na ekonomskata politika treba da se sogleda i ulogata i zna`eweto na monetarnata politika. Pravilno formulirana monetarna politika pretstavuva biten faktor za nepre`eno funkcionirawe na stopanstvoto i ostvaruvawe na povisok op{testven proizvod. Premnogu ekspanzivna monetarna politika mo`e da dovede do visoka stapka na inflacija, so {to se namaluva efikasnosta na stopanstvoto i se spre`uva ekonomski razvoj. Od druga strana, premnogu restriktivna monetarna politika mo`e da dovede do recesija pri {to se namaluva proizvodstvoto i vrabotenosta.

Izborot na monetarnata ramka e specifi`nost za sekoja zemja, pri {to zavisi od iskustvoto na zemjata so spravuvaweto so inflacijata, nivoto na razvijenost na finansiskite pazari i institucii i drugi relevantni faktori. Pri sproveduvaweto na monetarnata politika, centralnata banka koristi pove`e varijabli koi imaat razli`no zna`ewe. (Slika 1)

Slika 1
Celi na monetarna politika



Na edniot kraj od spektrumot na varijabli koi gi koristi centralnata banka, se nao|a krajnata cel na monetarnata politika, vrz koja centralnata banka ne e vo mo`nost da vlijae direktno. Na drugiот kraj se nao|aat instrumentite so pomo{ na koi se implementira monetarnata politika. Vedna{ do instrumentite se nao|a operativniот target na monetarnata politika, i naj`esto toa e varijabla koja centralnata banka ja kontrolira so visok stepen na preciznost i relativno brzo preku manipulirawe so monetarnite instrumenti. Kako rezultat na vremenskoto zadocnuwawe pome|u aktivnostite koi se prevzemaat preku instrumentite i efektite vrz krajnata cel na monetarnata politika, centralnata banka koristi i intermedijaren target. Intermedijarniот target e varijabla koja e tesno povrzana so krajnata cel na monetarnata politika, no isto taka e direktno povrzana i so operativniот target i instrumentite.

Krajna cel na monetarnata politika

Ekonomskata teorija dolgo vreme se obiduva da gi determinira celite na monetarnata politika vo funkcija na ostvaruvawe na glavnata cel na ekonomskata politika. Glavnata dilema okolu koja sporat razli`nite

ekonomski {koli pri utvrduvawe na osnovnata cel na monetarnata politika se sveduva na iznao|awe odgovor na pra{aweto dali monetarnata politika vlijae na realnite varijabli (ekonomskiot rast i nevrabotenosta) ili nejzinoto vlijanie e ograni~eno samo na nivoto na cenite (inflacijata) i ostanatite nominalni varijabli.

Razvoj na teoretskata misla za ulogata na monetarnata politika vo ramki na ekonomijata

Kon krajot na 19^{ot} vek vo ekonomskata teorija dominira {e **klasi~nata {kola**, koja se bazira na doktrinata za neutralnosta na parite vo odnos na realnata ekonomija. Soglasno klasi~nite ekonomisti, cenite i platite se prilagoduvaat vedna {, i sledstveno ponudata i pobaruva~kata se vo ramnote`a vo site pazarni segmenti vo edna ekonomija. Promenite vo ponudata na pari vedna { se reflektiraat vo promena na nivoto na cenite, pri {to ne postoi vrska pome|u nominalnite varijabli (ponuda na pari, nivo na ceni) i realnata ekonomija. Ovaa sostojba se narekuva „klasi~na dihotomija“, kade faktorite na proizvodstvo go determiniraat proizvodstvoto vo ekonomijata, dodeka monetarnite faktori edinstveno vlijaat na nivoto na cenite.

Sepak, klasi~nata makroekonomija ne be {e vo sostojba da gi objasni slu~uvawata od periodot na svetskata ekonomska kriza vo 1929-33 godina, koga vo istorijata na ekonomskata teorija nastana prvata presvrtnica so pojavuvaweto na **Kejnzijanska ta {kola**. Soglasno pretpostavkite na Kejnz, rigidnosta na platite i dolgoro~nosta na dogovorite za vrabotuvawe gi spre~uvaat, na kratok rok, nominalnite plati da se prilagodat na promenite na ponudata i pobaruva~kata. Kako rezultat na toa, mo`e da nastane odr`liva neramnosta na pazarot na trud. Sledstveno, imaj|i predvid deka platite nominalno se fiksni, zgolemuwaweto na agregatnata pobaruva~ka (vrz koja mo`e da se vlijae so koristewe na monetarni i fiskalni instrumenti), doveduva do namaluvawe na realnite plati preku zgolemuwawe na nivoto na ceni. Pri poniski plati pretprijatijata se motivirani da vrabotuvaat pove}e rabotnici, taka {to produktivnosta raste. Na krajot, ekonomijata je dostigne novo nivo na ramnote`a so povisko nivo na ceni, povisoko proizvodstvo i vrabotenost. Vo Kejnzijanskiot model, monetarnata politika e vo mo`nost da vlijae ne samo na nivoto na cenite, tuku i na nivoto na proizvodstvo i vrabotenosta. Povrzanosta pome|u nivoto na ceni (inflacijata) i vrabotenosta se objasnuva so t.n. Filipsova kriva: pri povisoka inflacija postoi poniska nevrabotenost, dodeka pri poniska inflacija postoi povisoka nevrabotenost.

Pojavata na **monetaristi~kata {kola** kon krajot na 60-te godini be {e vтора presvrtna to~ka vo makroekonomskata teorija. Monetaristite go revidiraa Kejnzijanskiot kratkoro~en pristap i osnovnata pretpostavka za bavnoto prilagoduwawe na nominalnite plati. Vo monetaristi~kiot model, pri dogovarawe na nominalnite plati se zemaat vo predvid idnite realni plati, {to e sprotivno na Kejnzijanskata pretpostavka kade „kratkovidite“ sindikatite pregovaraat za nominalnite plati. Pri utvrduvawe na idnite realni plati potrebno e da se determinira idното nivo na cenite. Soglasno monetaristi~kite pretpostavki, inflacionite o~ekuvawa na ekonomskite subjekti se prilagoduvaat kon realnite cenovni promeni, odnosno kontinuirano gi koregiraat gre{kite vo predviduwawata od minatoto. Vo monetaristi~kiot model monetarnata politika mo`e, na kratok rok, da vlijae vrz realnata ekonomija. Zgolemenata ponuda na pari i rezultatniot porast na nivoto na ceni privremeno gi namaluvaa realnite plati i sledstveno pridonesuvaa za zgolemuwawe na vrabotenosta i proizvodstvoto. Sepak, mnogu brgu platite se prilagoduvaat na povisokoto nivo na ceni taka {to nominalnite plati rastat so cel da se ovozmo`i realnite plati da go dostignat prethodното nivo. Proizvodstvoto i vrabotenosta se vra}aat na nivoto koe go imaat pred da nastane monetarniot stimul vo ekonomijata, no nivoto na ceni ostanuva povisoko. Kako rezultat na toa, monetaristite se zalagaat monetarnata politika da ne se koristi kako instrument za stimulirawe na ekonomijata, bidej|i ima samo privremeni efekti. Soglasno ovoj pristap, ekonomijata je se nao|a vo najdobra pozicija dokolku centralnata banka ja zgolemuva ramnomerno ponudata na parite, vo soglasnost so porastot na proizvodstvoto.

Neoklasi~nata {kola, koja evoluiraa vo 70-te godini, postavi u{te poradikalna nasoka vo pogled na vrskata pome|u monetarnata politika i realnata ekonomija. Neoklasi~nite ekonomisti se vratija na konceptot na klasi~nata {kola za perfektnosta na pazarot, i go dopolnija ovoj koncept so pretpostavkata za t.n. racionalni o~ekuvawa. Pod racionalnost vo o~ekuvawata se podrazbira deka ekonomskite subjekti pravat predviduwawa koristej|i gi efikasno site relativni informacii koi im se dostapni vo toj moment. Vo taa smisla, ekonomskite subjekti se vo mo`nost so razumna sigurnost da predvidat kakvi }e bidat merkite na centralnata banka i soglasno toa da gi prilagodat inflacionite o~ekuvawa. Predvidлива moentarna teorija vo toj slu~aj nema vlijanie vrz realnata ekonomija.

I pokraj razli~nosta na pojdovnite pretpostavki na ekonomskite {koli, postoi određen konsenzus vo odnos na određeni pra{awa. Taka na primer, op{to

pri faten e stavot deka monetarnata politika ne vlijae vrz ekonomskite varijabli na dolg rok. Od druga strana, efikasnost na kratkoro~nata anti-cikli~na politika (koja ima za cel da gi neutralizira periodi~nite fluktuacii na proizvodstvoto), prodol`uva da bide tema za debata pome|u ekonomistite. Soglasno pobornicite na aktivna monetarna politika, poradi neperfektnosta na pazarot, vku~itelno i rigidnosta na platite i cenite, monetarnata politika mo`e da ima vlijanie vrz realnite varijabli na kratok rok i centralnata banka mo`e da ja iskoristi ovaa mo`nost za namaluvawe na fluktuaciite vo ekonomskite ciklusi. Kako odgovor na ova, oponentite na aktivnata monetarna politika uka`uvaat deka kako rezultat na dolgite i neednakvi zaostanuvawa vo mehanizmot na monetarna transmisija, postoi opasnost prevremenite merki na monetarnata politika da se vo sprotivnost so potrebite vo momentot na nivno vlijanie vrz realnata ekonomija. Osven toa, racionalnite ekonomski subjekti }e gi inkorporiraat o`ekuvanite merki na centralnata banka vo nivnite predviduvawa, i na toj na~in }e go neutraliziraat nivniot efekt.

Teoretskite debati koi se vodea vo poslednite nekolku dekad i ostavija beleg i vrz na~iniot na odlu~uvawe vo centralnite banki, pri {to op{to pri faten e stavot deka ostvaruvaweto na ekonomski razvoj i rast se postignuva najefikasno samo dokolku stabilnosta na nivoto na cenite ima prednost pred dugite celi na monetarnata politika. So odr`uvawe na cenovna stabilnost, centralnata banka sozdava predvidljivo ekonomsko okru`uvawe za ekonomskite subjekti, koi pri nosewe na ekonomskite odluki nema voop{to, ili mnogu malku, da ja zemaat predvid nesigurnosta koja proizleguva od promenite na nivoto na cenite.

Osnoven argument vo opredelбата na krajnata cel na monetarnata politika da se izbere postignuvaweto i odr`uvaweto na cenovnata stabilnost e toa {to vo uslovi na postoewe na visoka stapka na inflacija ekonomijata se soo~uva so odredeni socijalni i ekonomski tro{oci. Socijalnite tro{oci mo`at najlesno da se sogledaat preku efektite na raspredelba na dohodot. Inflacijata go zagrozuva najmnogu onoj del od naselenieto koj e najsiroma{en i koj najmalku mo`e da se izbori za svoite potrebi. Dr`avnite transferi i drugite vidovi socijalna pomo{ se zgolemuvaat vo soglasnost so porastot na inflacijata so izvesno vremensko zadocnuvawe, taka {to vo određen vremenski period porastot na cenite go namaluva standardot na onie socijalni grupi koi zavisat od trnasferite i socijalnata pomo{ (penzioneri, nevработeni i sl.). Isto taka, nenadeen skok na nivoto na cenite vlijae na onie grupi naselenie koi `iveat od plata ili naemnina, za razlika od pretpriema~ite koi se sposobni za brzo prilagoduvawe. So koristewe na indeksacija, ovie rizici mo`e da se izbegnat no ne i celosno da se eliminiraat vo procesot na formirawe na cenite i platite. Ekonomskite tro{oci na inflacijata se isto taka zna~ajni. Imeno, vo uslovi na visoka inflacija se ote`nuva procesot na donesuvawe na ekonomski odluki, se skusuva periodot za koj se sklu~uvaat dogovorite za rabota, se namaluva horizontot na planirawe, doa|a do prenaso~uvawe na kapitalnite investicii kon finansiski sektor, se namaluva kreditosposobnosta na dol`nicite¹ i kako rezultat na toa doa|a i do

¹ Pri visoka stapka na inflacija, gotovinskiot tek po osnov na otplata na kreditot odobren po dadena realna kamatna stapka }e bide pogolem i vo taa smisla ja namaluva mo`nosta za novo zadol`uvawe. Istovremeno, nominalnata kamatna stapka ja inkorporira i stapkata na inflacija pa sledstveno nominalniot prihod na dol`nicite raste so soodvetna stapka. Kako rezultat na toa, namaluvaweto na infalcijata mo`e da predizvika porast na potro`uva~kite i stanbeni krediti, kako i porast na cenite na imotot.

namaluvawe na kreditnata aktivnost vo ekonomijata, rastat trošocite na kapital { to mo`e da dovede do palawe na investiciite pod optimalno nivo.

Imajji gi predvid negativnite efekti na inflacijata sogledani preku empiriski pokazateli, postoji konsenzus deka visoka inflacija, kako i nestabilna stapka na infalcija, doveduva do destimulirawe na investiciite, { tedeweto, i sledstveno do poslab ekonomski rast na zemjata. Vo taa nasoka, vo tekot na poslednite 15 pa i pove}e godini, golem broj zemji kreiraa uslovi za institucionalna nezavisnost na centralnata banka vo sproveduvaweto na monetarnata politika koja za krajna cel ima postignuvawe na niska stapka na inflacija ili odr`uvawe na cenovna stabilnost. Odr`uvaweto na cenovna stabilnost kako krajna cel na monetarnata politika ne e karakteristika samo na razvienite zemji, tuku vo golema merka e prifatena i od strana na centralnite banki vo zemjite vo razvoj. (Tabela 1)

Tabela 1

Krajna cel na monetarnata politika

	Krajna cel		
	Rast	Inflacija / Cenovna stabilnost	Devizen kurs
Kina	x	xx	
Hong Kong			x
Indija	xx	x	
Korea		2,5-3,5%	
Malezija		monetarna stabilnost	x
Filipini		4-5%	
Singapur		cenovna stabilnost	
Tajland		0-3,5%	
Argentina		7-11%	
Brazil		5%	
Chile		2-4%	
Kolumbija		4-5%	
Meksiko		2-4%	
Peru		1,5-3,5%	
Rečka		2-4%	
Estonija		4%	
Ungarija		3,5±1%	
Polska		2,5±1%	
Romanija		5.0%	
Hrvatska		2,1%	
Makedonija		cenovna stabilnost	
Bugarija		6,1%	
Rusija		5,5-7,5%	
Izrael		1-3%	
Saudiska Arabija		x	xx
Ju`na Afrika		3-6%	
Turcija		5%	

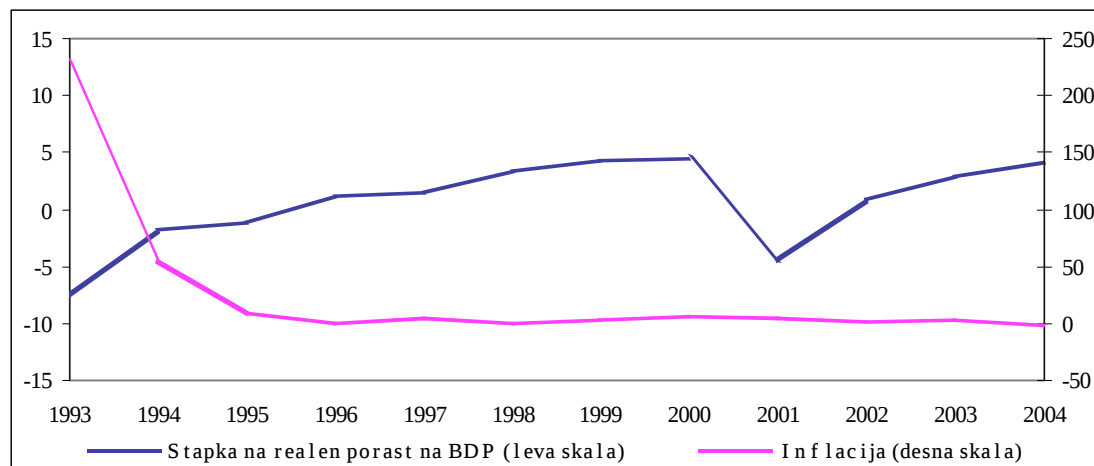
Izvor: Centralni banki (so 2006 godina); za Hrvatska i Bugarija navedena e ostvarena stapka na inflacija vo 2004 godina

Pojasnuvawe: h-prioritetna cel na monetarna politika; hh-vtorostepena cel na monetarna politika

Empiriskite istra`uvawa vo **makedonskata ekonomija** potvrduvaat deka preku ostvaruvawe na celta za stabilnosta, monetarnata politika pridonesuva za dobro funkcionirawe na ekonomijata. Kako i mnogu drugi zemji, makedonskata ekonomija vo prvite godini na tranzicijata se soo`i so hiperinflacija, koja vo momentot na osamostojuvawe iznesuva`e 1198,7% na godi`no nivo. So uspe`noto sproveduvawe na stabilizacionata programa, za samo nekolku godini se postigna namaluvawe na inflacijata, pri `to po`nuvaj`i od 1995 godina taa be`e svedena na ednocifreno nivo. Od druga strana, prvite godini na tranzicija na makedonskata ekonomija se karakteriziraa i so golem pad na bruto doma`niot proizvod (BDP). Osnovni pri`ini, pokraj recesionite faktori nasledeni od prethodnite godini, koi zna`ajno vliaeja na opa`aweto na BDP bea nekolku faktori od neekonomska priroda<sup>2</sup>. So vospostavuvawe i odr`uvawe na cenovna stabilnost se sozdadoa povolni uslovi za ostvaruvawe na pozitivni stapki na rast. Po`nuvaj`i od 1996 godina navamu (so iskluk na 2001 godina zaradi efektot od voenata kriza) Republika Makedonija kontinuirano be`e i porast<sup>3</sup> na BDP (grafikon 1). Vo soglasnost so ova, osnovna cel na monetarnata politika vo Republika Makedonija e odr`uvawe na niska i stabilna stapka na inflacija na dolg rok.

Grafikon 1

**Dvi`ewe na stapkite na realen porast na BDP i inflacijata vo Republika Makedonija** (vo procenti, na godi`no nivo)



Izvor: internet strana na NBRM, Osnovni ekonomski indikator i

Intermedijaren target

So oglead na toa `to centralnata banka ne vlijae direktno vrz krajnata cel, od osobeno zna`ewe pri sproveduvaweto na monetarnata politika e objavuvaweto na intermedijarniot target kako sredstvo za komunicirawe so javnosta vo nasoka na transparentno prika`uvawe na intenciite i prioritetite na centralnata banka. Pritoa, intermedijarniot target slu`i kako nominalno sidro za formirawe i stabilizirawe na o`ekuvawata na ekonomskite subjekti (proizvoditeli, potro`uva`i, rabotodava`i, rabotnici itn.) vo pogled na idnata inflacija. Koga nominalното sidro ima kredibilitet, odnosno koga ekonomskite subjekti imaat doverba vo sposobnosta na monetarnite vlasti da go

² A. Naumovska, B. Davidovska, \. Gockov: Makedonska ekonomija vo desetgodi`niot period na monetarna samostojnost, NBRM, Ekonmski istra`uvawa II/2002

³ Stapkata na rast na BDP sepak e relativno skromna imaj`i go predvid prodol`enoto vlijanie na faktorite od neekonomska priroda.

realiziraat intermedijarniot target, infalcionite o`ekuvawa se formiraat vo soglasnost so dvi`ewata na nominalното sidro.

Intermedijarniot target mo`e da bide cenoven target (devizen kurs, cena na zlato ili nafta, ko`ni`ka na ceni na relevantni proizvodi za nacionalnata ekonomija, stapka na inflacija) ili određen kvantitativen target (vo vid na monetaren agregat, a poretko kako nivo na doma`en proizvod). Vo zavisnost od izbraniot intermedijaren target, se razlikuvaat nekolku monetarni strategii⁴ koi mo`e da se koristat za ostvaruvawe na krajnata cel na monetarnata politika: strategija na monetarno targetirawe, strategija na targetirawe na devizniot kurs i strategija na targetirawe na infalcija.

Izborot na monetarnata strategija vo sekoja zemja pretstavuva pred sé empirisko, a ne teoretsko pra`awe. Istovremeno, na izbraniot koncept na monetarno upravuvawe treba da se gleda kako na dinami`ka kategorija koja podle`i na promeni, vo zavisnost od uspe`nosta na postoe`kata strategija i od mo`nostite nekoj drug koncept, vo drugi ekonomski uslovi, da ovozmoe`i poefikasno ostvaruvawe na makroekonomskite celi. Kako najzna`ajni kriteriumi koi go determiniraat izborot na odredena monetarna strategija mo`e da bidat: 1) stabilnosta na pobaruva`kata za pari, 2) otvorenosta na ekonomijata, 3) definiranite celi na makroekonomskata politika na kratok i dolg rok, 4) elasti`nosta na cenite vo odnos na proizvodstvoto, 5) elasti`nosta na platite, 6) dol`inata na vremenskoto zadocnuvawe na merkite na monetarnata politika, i sli`no. Pritoa, odr`uvaweto na zdravi makroekonomske fundamenti ostanuva osnoven preduslov za ostvaruvawe na krajnata cel na monetarnata politika pri bilo koja izbrana monetarna strategija.

Targetirawe na devizen kurs

Targetiraweto na devizniot kurs e monetarna strategija so dolga istorija. Devizniot kurs na doma`nata valuta mo`e da se targetira vo odnos na odredena stoka, kako na primer zlatoto, ili pak vo odnos na valutata na odredena golema zemja so niska stapka na inflacija. Druga alternativa e da se primenuva polze`ki target ili peg, pri `to dozvoleno e deprecirawe na doma`nata valuta so ramnomerna stapka i na toj na`in ovozmoe`uvawe stapkata na inflacija vo zemjata koja ja fiksira svojata valuta da e povioka od inflacijata vo zemjata za `ija valuta e fiksirana doma`nata valuta (zemjata – sidro). Kako podvidovi na ovaa monetarna strategija, so mnogu pocvrsta obvraska za odr`uvawe na fiksniot devizen re`im, se valutniot bord i pri fa`aweto na odredena stranska valuta kako zakonsko sredstvo za pla`awe vo doma`nata

⁴ Soglasno Stone, Bhundia “New taxonomy of monetary regimes” IMF WP/04/191, se razlikuvaat slednite vidovi na monetarni strategii:

- monetarna neavtonomnost - kade zemjata ne koristi doma`na valuta za transakciite vo zemjata;
- monetarno targetirawe;
- targetirawe na devizen kurs;
- targetirawe na inflacija;
- impliciten target za cenovna stabilnost - kade definiraniot target za cenovna stabilnost ne e celosno transparentno objaven, so `to centralnata banka zadr`uva odredno povioko nivo na diskrecija pri sproveduvaweto na monetarnata politika,
- necelosno targetirawe na inflacija (inflation targeting lite) - implementacijata na monetarnata politika e pomalku pazarno orientirana i naso`ena kon idnite dvi`ewa, so `esti intervencii na devizniot pazar,
- slabo nominalno sidro (weak anchor) - kade centralnata banka nema operativno nominalno sidro, odnosno primenuva visok stepen na diskrecija pri sproveduvawe na monetarnata politika.

ekonomija (dolar ili evro, vo koj slu~aj stanuva zbor za dolarizacija odnosno evroizacija, ili pak stapuvawe vo monetarna unija).

Primenata na targetirawe na devizniot kurs kako intermedijaren target ima nekolku prednosti: relativno lesno se primenuva i pretstavuva razbirliv i transparenten target za onie koi ja sproveduvaat monetarnata politika. Pokraj toa, so stabiliziraweto na dvi`eweto na devizniot kurs, mo`e da se pottikne trgovijata i stranskite investicii. Natamu, fiksniot devizen kurs e dovolno jasen za sledewe od strana na javnosta i ovozmo`uva mnogu pobrzo konvergirawe na o`ekuvawata na javnosta kon dolgoro~niot target. Od ovie pri~ini, iskustvoto poka`uva deka koristeweto na fiksen kurs kako intermedijaren target rezultira so uspe{no namaluvawe na visoki stapki na inflacija i nejzino odr`uvawe na stabilno nivo.

Sepak, ovaa monetarna strategija se karakterizira so nekolku negativnosti: gubewe na nezavisnosta pri sproveduvaweto na monetarnata politika, odnosno nejzino podreduvawe na monetarnata politika na zemjata-sidro vo odnos na ~ija valuta se fiksira kursot na doma{nata valuta; kako rezultat na toa, nemo`nost za koristewe na monetarnata politika pri spravuvaweto so doma{nite {okovi koi se nezavisni od {okovite koi ja pogoduvaat zemjata-sidro; od druga strana, mo`nost za transmisija na {okovite koi ja pogoduvaat zemjata-sidro vo doma{nata ekonomija i dopolnitelno komplicirawe na uslovite za monetarno upravuvawe; mo`nost za {pekulativni napadi na doma{nata valuta i gubewe na signalnata uloga na dvi`ewata na devizniot pazar za nasokite na monetarnata politika.

Monetarno targetirawe

Za golem broj zemji targetiraweto na devizniot kurs ne e soodvetna monetarna strategija, bidej{i ili zemjata e pregolema ili pak ne postoi soodvetna zemja ~ija {to valuta mo`e da poslu`i kako nominalno sidro. Vo taa smisla, vo 1970-te, monetarnoto targetirawe be{e pri fateno kako monetarna strategija od nekolku industrijalizirani zemji, kako Germanija, [vajcarija, Kanada, Velika Britanija, Japonija i SAD. Ovaa strategija gi ima vo fokusot monetarnite agregati kako intermedijaren target za ostvaruvawe na krajnata cel na monetarnata politika. Monetarnoto targetirawe pritoa mo{ne se razlikuva od sugestijata na Milton Fridman deka izbraniot monetaren agregat treba da raste so konstantna stapka na rast. Naprotiv, kaj site ovie zemji, centralnata banka nikoga{ ne se pridr`ovala na striktno pravilo za monetaren rast.

Targetiraweto na monetarnite agregati ima edna o~igledna prednost, a toa e golemata kontrola {to ja ima centralnata banka vrz monetarnite agregati. Istovremeno, centralnata banka e vo mo`nost da ja koristi monetarnata politika za postignuvawe na celite koi gi ima postaveno. Kako i kaj strategijata na targetirawe na devizen kurs, i kaj strategijata na monetarno targetirawe, mnogu brgu mo`e da se sogleda dali centralnata banka go postignuva targetot ili ne - podatocite za monetarnite agregati se objavuvaat na nekolku nedeli. Vo taa smisla, dvi`eweto na monetarnite agregati mo`e da ima signalizira~ki efekt do javnosta i pazarite i da dava informacii za nasokite na monetarnata politika i podgotvenosta na monetarnite vlasti da ja kontroliraat inflacijata. Kako rezultat na toa, ovie signali mo`e da gi koregiraat inflacionite o`ekuvawa i da produciraat poniska inflacija.

Sepak, targetiraweto na monetarnite agregati ima zna~ajna negativnost. Imeno, efikasnosta na ovaa strategija zavisi od postoewe na cvrsta vrska pome|u krajnata cel (inflacija) i targetiraniot monetaren agregat. Dokolku

ovaa vrška e slaba, monetarnoto targetirawe nema da gi dade o~ekuvane rezultati, odnosno nema da rezultira so ostvaruvawe na targetot za krajnata cel i vo taa smisla monetarnoto targetirawe nema da bide vo mo`nost da gi dade o~ekuvane signali za nasokite na monetarnata politika. Slabata vrška pome|u krajnata cel i targetiraniot monetaren agregat proizleguva od nestabilnosta na pobaruva~kata za monetarniot agregat. Nestabilnosta na pobaruva~kata na monetarnite agregati e karakteristi~na vo zemjite kade se sproveduvaat reformi za finansiska liberalizacija, no istata se sre}ava i kaj razvijenite zemji. Deki toa e taka, potvrduvaat i prakti~nite iskustva na zemjite koi glavno ja primenuvaa ovaa monetarna strategija, a koi na po~etokot na 1990-te preminaa na alternativni monetarni strategii. Imeno, Germanija kako del od evro-zonata primenuva hibridna monetarna strategija koja ima karakteristiki na monetarnoto targetirawe, so odredeni karakteristiki na targetirawe na inflacijata. Kanada i Velika Britanija vo 1991, odnosno vo 1992 godina, preminaa na strategija na targetirawe na inflacijata. SAD, vo momentov, primenuva monetarna strategija bez ekspliciten target. Ovaa strategija opfa}a naso~enost na centralnata banka kon idnite dvi`ewa, pri {to vnatelno se sledat signalite za idnata inflacija so koristewe na {irok spektar na informacii, pridru`eni so periodi~ni preventivni merki na monetarnata politika⁵.

Targetirawe na inflacijata

Ovaa monetarna strategija ima dovolno prednosti za primenuvawe kako od strana na centralnite banki na razvijenite zemji, taka i od strana na centralnite banki vo zemjite vo razvoj. Imeno, ovaa strategija pretstavuva korisna ramka vo pogled na transparentnosta i koristeweto na utvrdeni pravila pri sproveduvawe na monetarnata politika. Istovremeno, centralnata banka mo`e diskreciono da odlu~uva vo pogled na izborot na instrumenti i na toj na~in se sozdava prostor za fleksibilno reagirawe na nepredvidlivite doma{ni i nadvore{ni {okovi. Kako i ostanatite strategii, i targetiraweto na inflacijata ima nekolku negativni karakteristiki: odlo`en signalizira~ki efekt na inflacionioniot target za nasokite na monetarnata politika, zgolemena rigidnost na monetarnata politika, mo`ni fluktuacii vo nivoto na proizvodstvo i opasnost od niska stapka na rast na proizvodstvoto i vrabotenosta.

Uspe{no primenuvawe na targetiraweto na inflacijata zavisi od kreiraweto na odredeni makroekonomski, institucionalni i operativni preduslovi. Potrebno e centralnata banka celosno da se obvrze da ja odr`uva cenovnata stabilnost kako krajna cel na monetarnata politika, pri {to treba da e celosno nezavisna pri sproveduvaweto na monetarnata politika i potrebno e da se postigne zadovolitelno nivo na transparentnost vo komunikacijata so javnosta vo pogled na glavnite aspekti na formuliraweto i implementacijata na monetarnata politika. Od operativen aspekt, pri implementacija na ovaa strategija neophodno e da postoi vrška pome|u instrumentite na monetarnata politika i inflacijata, kako i soznanija za efikasnost na razli~nite monetarni instrumenti, i soznanija za vremenskoto zadocnuvawe vo prevzemaweto na odredeni merki i vremenskoto zadocnuvawe na efektite od primenetite merki na monetarnata politika. Isto taka, potrebno e da postoi metodologija za predviduvawe na inflacijata, kako i operativni proceduri koi ovozmo`uvaat promeni kaj monetarnite instrumenti vo zavisnost od otstupuvawata na inflacioniot target.

⁵ F. Mishkin (1998): "Money, Banking and Financial Markets", Chapter 20

Premniti kon strategijata na inflaciono targetirawe e relativno polesen vo razvijenite ekonomii, dodeka kaj zemjite vo razvoj potrebno e da se realiziraat odredeni pretpostavki kako bi mo`ela ovaa strategija da se primenuva. Pritoa, vrz baza na iskustvata od primenata na targetiraweto na inflacijata, mo`at da se izdvojat nekolku zaedni`ki karakteristiki koi se sre}avaat kaj zemjite vo razvoj⁶:

- pred voveduvaweto na targetiraweto na inflacijata, zemjite pominuvaat niz izvesen period na tranzicija koj zapo`nuva so najavata deka centralnata banka preminuva na targetirawe na inflacija so istovremena primena na re`im na fluktuira`ki devizen kurs vo margini. Tranzicioniot period mo`e da trae relativno dolgo (^ile i Izrael) ili relativno kuso vreme (Brazil, ^e{ka, Polska i Ju`na Afrika), vo zavisnost od nivoto na indeksiranost na ekonomijata, mo`nite turbulencii na devizniot pazar i postignuvaweto na odredeno nivo na kredibilitet na centralnata banka.

- vo odnos na institucionalnite karakteristiki, nekolku banki izvr{ija revizija na zakonskata regulativa so cel da se kreira prostor za institucionalna nezavisnost, so napu{tawe na obvrskata za finansirawe na dr`avata. Vo ovoj kontekst, karakteristi`no e toa {to kaj zemjite koi celosno imaat implementirano targetirawe na inflacijata, dr`avata, odnosno izbranite pretstavnici vo sostavot na vladata, na odreden na`in se involvirani vo utvrduvaweto na targetot za inflacijata kako sostaven del na ekonomskata politika⁷. Od druga strana centralnata banka ima kompletna kontrola vo donesuvawe na operativnite odluki i e celosno odgovorna za ostvaruvawe na odredenite celi.

- site zemji koi primenuvaat targetirawe na inflacija, koristat pazarno orientirani instrumenti na monetarna politika za postignuvawe na posakuvanoto nivo na operativniot target, koj voobi`aeno e odredena kratkoro`na kamatna stapka.

- zemjite vo razvoj vo pomala merka koristat ekonometriski modeli pri sproveduvaweto na monetarnata politika i pove}e se potpiraat na procenkite, glavno poradi visokoto nivo na nepredvidlivost vo pogled na kanalite na monetarna transmisija i efikasnost na instrumneite na monetarnata politika. Vo taa smisla, isto taka se zabele`uvaat pokratki periodi na targetirawe, kako i koristewe na margini namesto to`ki pri targetiraweto na inflacijata. Isto taka, centralnite banki vo zemjite vo razvoj interveniraat po`esto na devizniot pazar, delumno poradi prenesuvaweto na efektite od promenite na devizniot kurs vrz inflacijata.

Intermedijaren target i re`im na devizen kurs

Izborot na re`imot na devizen kurs e od vitalno zna`ewe za monetarnata politika. Sepak, i pokraj debatiraweto na ovaa tema vo tekot na pove}e dekadi, postojat pove}e sprotistaveni pogledi vo vrska so re`imot na devizniot kurs. Klasi`nata distinkcija na fiksen nasproti fleksibilen devizen kurs pretstavuva premnogu simpli ficirana dihotomija pri izborot na devizniot re`im. Vsuo`nost, pome|u ovie dva ekstremi postoi spektar na fleksibilnost, pri {to mo`e da se izdvojat devet tipa na devizen re`im⁸: valutna unija, valutni bord, fiksen devizen kurs, fiksen prilagodliv kurs (kako {to bea definirani deviznite kursevi od Bretonvudskiot sistem), polze`ki peg (kade vo uslovi na visoka inflacija devizniot kurs so mini

⁶ Khan (2005), "Current issues in the Design of monetary policy",

⁷ Schaechter, Stone, Zelmer (2000): "Adopting inflation targeting: Practical issues for emerging countries", IMF Occasional paper 202

⁸ J. Frankel (1999): No single currency regime is right for all countries or all times, NBER

devalvacii se pomestuva po~esto), f iksen devizen kurs vo odnos na ko { ni~ka na valuti, devizen kurs vo margini, rakovodeno fluktuira~ki devizen kurs i fluktuira~ki devizen kurs. (Tabela 2)

Tabela 2

Tip na devizen re`im	Broj na zemji koi go primenuvaat
Valutna unija	39 zemji
Valuten bord	8 zemji
Konvencionalni fiksni re`imi (vlu~uvaj}i i de facto f iksen kurs)	44 zemji (31 bilateralni, 13 vo odnos na pove}e valuti)
F iksen kurs vo horizontalni margi	6 zemji
Polze~ki peg	4 zemji
Polze~ki margini	5 zemji
Rakovodeno fluktuira~ki devizen kurs	33 zemji
Fluktuira~ki devizen kurs	47 zemji

I zvor: Krugman, Obstfeld (2003): International economics, Chapter 17

Ekonomskata teorija uka`uva deka izborot na re`imot na devizniot kurs e zna~aen faktor koj vlijae na ekonomskite rezultati na zemjata. Od druga strana, odredeni ekonomisti⁹ vrz osnova na empiriskite podatoci zaklu~uvaat deka ne postoi zna~ajno otstupuvawe kaj ekonomskite performansi na zemjite koi primenuvaat f iksen ili fluktuira~ki devizen kurs. Pritoa, empiriskite rezultati se razlikuvaat vo zavisnost od na~inot na klasificirawe na re`imite na devizen kurs osobeno dokolku se koristat tradicionalnite, de jure (deklarirani) ili ponovite, de facto (primenuvani) klasi fikacii na re`imi na devizen kurs. Reinhart-Rogoff (2004) so primena na pazarno utvrdeni devizni kursevi, razvija i tret tip na klasi fikacija na re`imite na devizniot kurs, koja ja narekuvaat „prirodna“ klasi fikacija.

So koristewe na de jure klasi fikacijata na deviznite kursevi, Ghosh (2002) konstatira deka inflacijata e poniska a rastot povisok vo zemjite kade se primenuva re`im na f iksen devizen kurs. Sepak, od neodamna ekonomistite se somnevaat vo verodostojnosta na de jure klasi fikacijata. Re`imite na devizen kurs na odredeni zemji koi oficijalno bea klasificirani kako fleksibilni, vo praktika poka`uvaat karakteristiki na „strav od fluktuirawe“ (Calvo-Reinhart (2002)), so fluktuacii na kamatnite stapki i nivoto na devizni rezervi vo funkcija na limitirawe na dvi`ewata na devizniot kurs. Istovremeno, odredeni de jure re`imi na f iksen devizen kurs vo praksa se karakteriziraat so ~esti pridvi`uvawa kako rezultat na frekfentni devalvacii ili kako rezultat na postoweto na dvojni devizni pazari. Pritoa, neispolnuvaweto na de jure fiksniot devizen kurs se percipira kako „neispolneta obvraska“ od strana na centralnata banka, dodeka stabilnosta na devizniot kurs vo uslovi na de jure fluktuira~ki re`im e odraz na pove}e faktori. Eden faktor pretstavuva primenuvanata monetarna strategija i odr`uvaweto na makroekonomskata stabilnost. Isto taka, mo`no e zemjata da odr`uva stabilen devizen kurs, no ja zadr`uva opcijata za negova fleksibilnost vo uslovi na {okovi vo ekonomijata. Na krajot, zemjata mo`e da odr`uva stabilen devizen kurs no bez objavuvawe na f iksen devizen kurs, so cel da se izbegnat spekulativnite napadi na doma {nata valuta⁹.

Dokolku se analiziraat de facto primenuvanite re`imi na devizen kurs od strana na zemjite vo razvoj vo poslednive nekolku godini, soglasno oficijalnata klasi fikacija na Mejunarodniot Monetaren Fond<sup>10</sup>, mo`e da se konstatira deka golem del od zemjite ~lenki seu{te primenuvaat fiksni devizni kursevi. Pritoa, izborot na re`im na devizen kurs primarno zavisi od prirodata na {okovite koi ja pogoduvaat ekonomijata. Dokolku dominiraat

⁹ Bank of England, Chief Economist Workshop: Exchange rate regimes and capital flows (april 2005)

¹⁰ Duttagupta, Fernandez, Karacadag (2004): “From Fixed to Float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility”, IMF WP/04/126

realni {okovi (na primer {okovi koi proizleguvaat od uslovite na trgovawe), {to e karakteristi~no za izvoznice na stoki, toga{ primenata na fleksibilen devizen kurs e adekvatna. Od druga strana, dokolku dominiraat nominalni {okovi (na primer {okovi na strana na pobaruva~kata ili na strana na ponudata na pari), toga{ posoodvetna e primenata na fiksen devizen kurs. Izborot na re`im na devizen kurs e zna~aen za ekonomskite performansi na zemjata, pri {to ne postoji unificiran re`im na devizen kurs primenliv za site zemji. Iako rezultatite od empiriskite analizi⁹ delumno potrduvaat, sepa mo`e da se konstatira deka, kako {to ekonomijata se razviva, prednostite od fleksibilnosta na devizniot kurs stanuvaa se pozna~ajni<sup>11</sup>. Zemjite vo razvoj so mala izlo`enost na priliv na kratkoro~en kapital, mo`e da imaat prednost od fiksirawe na devizniot kurs na doma{ната valuta za valutata na nekoja od zemjite trgovskite partneri. Od druga strana, relativno ponaprednite zemji vo razvoj, so otvorena kapitalna smetka i visoka integriranost na svetskite finansiski pazari, imaat pove}e argumenti da primenuvaat pofleksibilen re`im na devizen kurs. Zgolemenata globalizacija na finansiskite tekovi vo izminatava dekada predizvikuva promeni kaj zemjite vo razvoj vo pogled na izborot na intermedijaren target i vo taa smisla i pri izborot na re`imot na devizen kurs, pri {to mo`e da se konstatira deka raste brojot na zemjite koi pri fa}aat pofleksibilen re`im na devizen kurs, osobeno vo poslednata dekada. Trendot kon pri fa}awe na pofleksibilen devizen kurs najverojatno }e prodol`i i natamu. Pritoa, evidentno e deka zemjite koi gi liberaliziraat kapitalnite tekovi }e moraат ili da pri fatat pofleksibilen re`im na devizen kurs (orderly exit) ili }e bidat prinudeni pod vlijanie na stranskite kapitalni tekovi da go napu{tat fiksniot re`im na devizen kurs (disorderly exit).

Pri promena na devizniot re`im, centralnata banka treba da gi ima predvid slednive institucionalni, operativni i tehni~ki aspekti¹⁰:

- razvivawe na dlabok likviden devizen pazар so slednive karakteristiki: tesni margini vo cenite (tightness), dlabo~ina i {iro~ina (depth and breadth), efikasnost na transakciite (immediacy) i elasti~nost (resiliency);
- formulirawe na interventni politiki konzistentni so noviot re`im na devizen kurs;
- utvrduvawe na alternativno nominalno sidro na monetarnata politika vo kontekst na novata ramka na monetarnata politika;
- zajaknuvawe na kapacitetot na pazarnite u~esnici vo upravuvaweto so devizniot rizik, kako i zajaknuvawe na supervizijata vo reguliraweto i sledeweto na pazarnite u~esnici vo ovoj kontekst.

Empiriskite istra`uvawata glavno go poddr`uvaat pozitivnoto vlijanie na fleksibilnosta na devizniot kurs vrz trgovskiот bilans i proizvodstvoto vo zemjite vo razvoj. Sepak, iako golem broj zemji pri fa}aat pofleksibilni re`imi na devizen kurs, ~estopati interveniraat na devizniot pazар so cel da gi namalaat fluktuaciite na devizniot kurs. Pritoa, za razlika od fiksniot devizen kurs, kade intervenciite se naso~eni kon odr`uvawe na targetiranoto nivo na devizniot kurs, intervenciite pri fluktuira~ki re`im na devizniot kurs se naso~eni pred se za obezbeduvawe na odredena pateka po koja }e se dvi`i devizniot kurs. Argumentite za umereno dvi`ewe na devizniot kurs se fokusiraat na specifi~nite uslovi koi preovladuvaat na finansiskite pazari vo zemjite vo razvoj:

- kapacitetot na sektorot na proizvodite so koi se trguva e ograni~en vo mo`nosta da se prilagodi na fluktuaciite na devizniot kurs. Kako rezultat na toa, nestabilnosta na devizniot kurs mo`e da gi obeshrabri izvoznice i uvoznice.

¹¹ Rogoff, Husain, Mody, Brooks and Oomes (2003): "Evolution and Performance of Exchange rate regimes", IMF WP/03/243

- druga pri~ina za preferirawe na limitirani fluktuaciji na devizniot kurs e opasnosta od pojava na valutna neusoglasenost. Imeno, bankite i korporativniot sektor, dokolku ne postoji pokrienost na deviznite obvrski od devizen rizik, kako rezultat na zna~ajno namaluvawe na devizniot kurs mo`e da se soo~at so zna~ajni zagubi vo bilansite. Isto taka, vo uslovi na visoko nivo na nadvore{en dolg ili dolg koj e devizno indeksiran, golema depresijacija mo`e da ja dovede vo pra{awe odr`livosta na fiskalnata politika, {to dopolnitelno mo`e da se reflekrira vo zgolemuвање na rizikot na zemjata (country risk) i analogno da gi destimulira stranskite investitori.

- pri~ina pove}e za tendencijata na centralnata banka da ja limitira nestabilnosta na devizniot kurs e i faktot {to vo zemjite vo razvoj se zabele`uva visok stepen na prenesuvawe (pass-through) na promenite na devizniot kurs vrz inflacijata.

- poradi plitkosta na pazarite, zemjite vo razvoj se poosetlivi na ednonaso~ni o~ekuvawa i odnesuvawe na “stado”. Vo vakvi uslovi, firmite i stranskite izvoznici mo`e da ja promenat brgu svojata strategija kako rezultat na depresijacija koja se pojavuva vo uslovi na privremno nesovpa|awe na ponudata i pobaruva~kata, i na toj na~in da predizvikaat neminovna deprecijacija na devizniot kurs.

Od podatocite za razli~ni ekonomii vo razvoj mo`e da se izvle~at nekolku zaklu~oci za primenuvanite re`imi na devizen kurs i nivnata zavisnost od primenuvanata monetarna strategija. Aziskite zemji (Kina, Hong Kong, Saudiska Arabija) se me|u zemjite koi primenuvaat re`im na fiksni devizen kurs. Vo takvi uslovi, kaj ovie zemji intermedijaren target na monetarnata politika e devizniot kurs. Indonezija, Korea i Filipini koi primenuvaat po fleksibilen re`im na devizen kurs, kako monetarna strategija ja imaat prifateno strategijata na targetirawe na inflacija. Od latinoamerikanskite dr`avi, Venecuela po podolg period na nestabilen devizen pazar, premina na fiksni devizen kurs i proglasi kapitalni kontroli vo po~etokot na 2003 godina. Drugite zemji od ovoj region glavno primenuvaat nekoj tip na fluktuirai~ki devizen kurs. Golem del od niv ovoj re`im na devizen kurs go kombiniraat so targetirawe na inflacijata, i na toj na~in obezbeduvaat kredibilitet na monetarnata politika. Zemjite vo Centralna Evropa, kako ^e{ka, Ungarija i Polska, vovedoa targetirawe na inflacijata zaedno so fluktuirai~ki devizen kurs. Turcija, koja vo 2002 godina premina od re`im na rakovodeno fluktuirai~ki devizen kurs na re`im na fluktuirai~ki devizen kurs, na po~etokot na 2006 godina otpo~na da primenuva targetirawe na inflacijata.

Vo **Republika Makedonija**, vo periodot od monetarnoto osamostojuvawe do sega, se primenuvaa dve monetarni strategii: strategija na monetarno targetirawe (do septemvri 1995 godina) i strategija na targetirawe na devizniot kurs (od oktombri 1995 godina do sega). Preminot od ednata kon drugata strategija se dol`i na zna~eweto na devizniot kurs vo mala i otvorena ekonomija; nestabilnata pobaruva~ka za pari vo uslovi na sproveduvawe na krupni ekonomski reformi i visok stepen na valutna supstitucija; pogodnosta na devizniot kurs kako intermedijaren target na monetarnata politika zaradi negovata transparentnost i mo`nosta za sekojdnevno sledewe od strana na ekonomskite subjekti. Imaj}i ja predvid osnovnata cel na monetarnata politika, goleminata i stepenot na otvorenost na makedonskata ekonomija, strategijata na targetirawe na devizniot kurs se potvrdi kako najsoodvetna¹².

¹² Naumovska (2000): “Transmisionen mehanizam na monetarna politika i efikasnost na bankarskiot sistem – so poseben osvrt na Republika Makedonija”, del IV

Devizen re`im i nivo na devizni rezervi

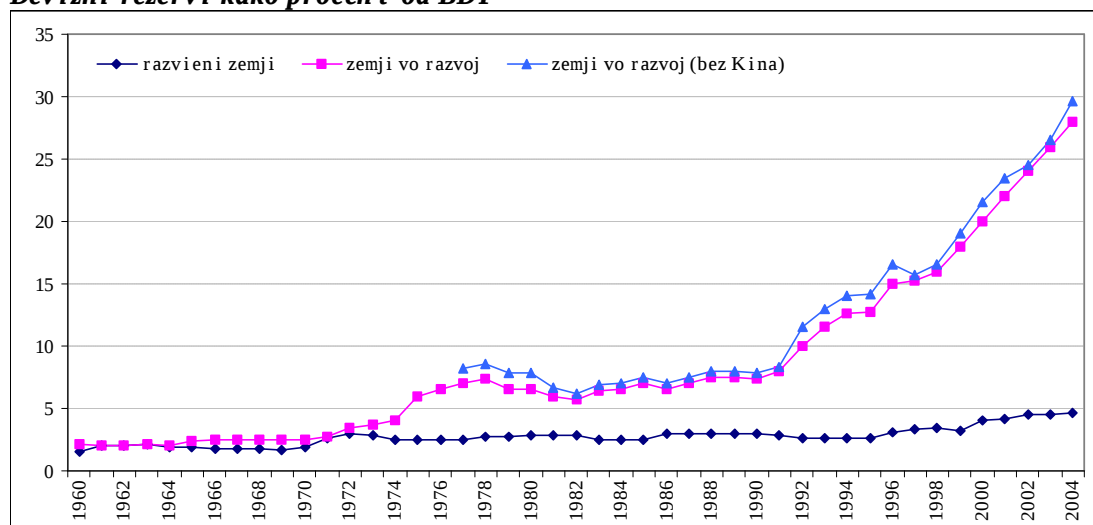
Bez ogle na re`imot na devizen kurs, zemjite vo razvoj se soo`uvaat so potrebata od obezbeduvawe soodvetno nivo na devizni rezervi. Akumuliraweto na deviznite rezervi mo`e da bide determinirano od potrebata da se namali `uvstvite na doma`nata ekonomija na nadvore`ni `okovi ili od potrebata za limitrawe na dvi`ewata na devizniot kurs. Faktor koj isto taka vlijae vrz potrebata od odr`uvawe na soodvetno nivo na devizni rezervi e i ulogata na centralnata banka kako kreditor vo krajna instanca na devizniot pazar. Malku pote`ko e da se utvrdi nivoto na deviznite rezervi dokolku zemjata primenuva strategija na fleksibilen devizen kurs. Teoretski, zemjite koi dozvoluvaat fluktuirawe na devizniot kurs nemaat potreba od visoki devizni rezervi. Sepak, i pri primenuvaweto na ovaa strategija, praktikata poka`uva deka centralnata banka se gri`i za devizniot kurs da bide `to postabilen, `to implicira odr`uvawe na odredeno nivo na devizni rezervi.

Adekvatnostata na nivoto na deviznite rezervi na edna zemja e mo`ne zna`ajno ako se ima predvid deka kumuliraweto na deviznite rezervi e povrzano so odredeni tro`oci. Imeno, centralnnite banki voobi`aeno gi investiraat deviznite rezervi vo sigurni dol`ni`ki hartii od vrednost (obi`no ameriskanski obvrznici). Sekoj dolar od deviznite rezervi koj se investira vo vakvi hartii od vrednost nosi so sebe oportuniteten tro`ok koj e ednakov na tro`okot na nadvore`no zadol`uvawe na ekonomijata, ili na stapkata na povrat na investiciite vo ekonomijata. Razlikata pomeju prinosot na deviznite rezervi i tro`okot na nadvore`no zadol`uvawe go pretstavuva socijalniot tro`ok na obezbeduvawe dovolno nivo na devizni rezervi za obezbeduvawe na finansiska stabilnost vo ekonomijata.

Od osobena va`nost vo pogled na nivoto na devizni rezervi kaj zemjite vo razvoj e konstatiraweto na zna`aen porast na deviznite rezervi, imaj`i predvid deka do 70-te godini nivoto na deviznite rezervi kaj ovie zemji se dvi`e`e od 6 do 8% od BDP dodeka vo 2004 godina iznesuva`e 30% od BDP. Vakov porast na rezervite ne se zabele`uva kaj razvijenite zemji, kade deviznite rezervi se odr`uvaat na stabilno nivo do 5% od BDP. (grafikon 2)

Grafikon 2

Devizni rezervi kako procent od BDP



I zvor: Rodrik (2006) "The social cost of foreign exchange reserves"

Osobeno značilen porast na deviznite rezervi močemo da se zabeleži kaj aziskite zemlji, pred sé Kina, Korea, Hong Kong, Indija i Singapur. (tabela 3)

Tabela 3
Devizen rečim i nivo na devizni rezervi

	Tip na rečim na devizen kurs	1995		2004	
		Sostojba na devizni rezervi kraj na godina (vo milijardi SAD \$)	Vo procent od BDP	Sostojba na devizni rezervi kraj na godina (vo milijardi SAD \$)	Vo procent od BDP
Kina	fiksen	74	10,17	610	31,56
Hong Kong	valuten bord	55	38,13	123	74,17
Indija	rakovodeno fluktuiraki	17	4,76	126	18,86
Indonezija	rakovodeno fluktuiraki	13	5,82	35	13,75
Korea	fluktuiraki	32	6,19	199	29,22
Malezija	fiksen	23	25,89	65	54,87
Filipini	fluktuiraki	6	7,94	13	14,99
Singapur	fiksen	68	80,67	112	103,72
Tajland	rakovodeno fluktuiraki	35	20,83	49	30,31
Argentina	rakovodeno fluktuiraki	14	5,43	18	11,52
Brazil	rakovodeno fluktuiraki	50	7,10	49	8,13
Čile	rakovodeno fluktuiraki	14	19,62	16	16,84
Kolumbija	rakovodeno fluktuiraki	8	8,65	12	12,40
Meksiko	rakovodeno fluktuiraki	15	5,24	60	8,78
Peru	rakovodeno fluktuiraki	8	14,92	11	15,79
Venecula	fiksen	6	7,76	20	18,16
Češka	fluktuiraki	14	25,34	28	26,24
Estonija	valuten bord	0,3	7,99	2	16,03
Ungarija	fluktuiraki	12	26,87	15	15,18
Poljska	fluktuiraki	15	10,78	37	14,56
Romanija	fluktuiraki	1,7	4,85	15	19,34
Hrvatska	fiksen	1,9	10,08	8	23,82
Makedonija	fiksen	0,3	6,02	0,9	16,74
Bugarija	valuten bord	1,2	9,43	9	37,81
Izrael	polzečim margini	8	8,51	27	22,12
S. Arabija	fiksen	7	4,91	28	10,99
J. Afrika	fluktuiraki	3	1,99	13	6,21
Turcija	fluktuiraki	12	7,21	36	11,86

Izvor: IMF IFS, IMF World Economic Outlook – September 2006, Bloomberg

Ovoj način na odnesuvawe na zemljite vo razvoj se objasnuva so slednive fakti. Pred otpočinuvawe na erata na finansiska globalizacija, zemljite odrčuvaa odredeno nivo na devizni rezervi koe proizleguvač od potrebata za zadovoluvawe na ponudata i pobaruvačkata za devizi po osnov na transakciite vo tekovната сметka. Tradicionalното pravilo za centralnata banka (rule of thumb) vo takov slučaj e da odrčuva devizni rezervi na nivo od tri mesečna pokrienost na uvozot. So otpočinuvawe na finansiskata liberalizacija i globalizacija, zemljite vo razvoj značajno go zgolemuvaat nivoto na devizni rezervi, koristejčgi istite kako sigurnosna merka za izbegnuvawe i nadminuvawe na četite od finansiskite krizi, koi vo ovoj period pogodija nekolku zmeji vo razvoj¹³. Pritoa, kako dopolnitelen indikator za adekvatnosta na nivoto na devizni rezervi se koristi i pokrienosta na kratkoročniot dolg so deviznite rezervi¹⁴. Ovie dva indikatora se pojdnova točka vo odreduvawe na adekvatnoto nivo na rezervi. Drugi faktori koi vlijaat vrz nivoto na deviznite rezervi se: 1) makroekonomskite fundamenti; 2) rečimot na devizen kurs; 3) kvalitetot na upravuvawe so rizicite od strana na privatniot sektor i kvalitetot na finansiskata supervizija, 4) goleminata i valutnata struktura na nadvorečniot dolg. Dokolku se analiziraat indikatorite za advekvatnost na

¹³ Meksiko 1995 godina, Istočna Azija 1997 godina, Rusija 1994 i 2001 godina, Brazil 1999 godina i Argentina 2002 godina.

¹⁴ popoznato kako Guidotti-Greenspan pravilo. Poveč vo Wijnholds, Kapteyn (2001) "Reserve adequacy in emerging market economies" IMF WP/01/143

nivoto na devizni rezervi kaj zemjite vo razvoj¹⁵, mo`e da se izvedat nekolku zaklu~oci:

- indikatorot rezervi vo odnos na uvoz uka`uva na prose~na 3,3 mese~na pokrienost na uvozot kaj zemji so fluktuiraki devizen kurs, 3,2 mese~na pokrienost na uvoz kaj zemji so rakovodeno fluktuiraki ili fiksen devizen kurs i 4,1 mese~na pokrienost na uvozot so rezervi kaj zemjite koi primenuvaat valuten bord.

- indikatorot rezervi vo odnos na M2 monetaren agregat se koristi kako indikator za kvantificirawe na mo`nosta od pojava na kriza, pri {to povisoko nivo na rezervi vo odnos na M2 uka`uva na namalena mo`nost za pojava na kriza. Zemjite so rakovodeno fluktuiraki i fiksen devizen kurs imaat najvisoka vrednost na ovoj pokazatel (40%), dodeka zemjite koi primenuvaat fluktuiraki kurs kako i zemjite koi primenuvaat valuten bord imaat pribli`no isti vrednosti na ovoj pokazatel (29% i 28% respektivno).

- inidkatorot rezervi vo odnos na kratkoro~en nadvore{en dolg kako i prethodniot indikator, uka`uva deka dokolku vrednosta na indikatorot e povisoka dotolku e namalena mo`nosta za nastanuvawe na kriza. Pritoa, empiriskite rezultati gi potvrduvaat o~ekuvawata deka kaj zemjite koi primenuvaat rakovodeno fluktuiraki i fiksen re`im na devizen kurs ovoj indikator ima povisoki vrednosti (283%) vo odnos na zemjite koi primenuvaat fluktuiraki devizen kurs (kade indikatorot ima prose~na vrednost od 159%).

Deviznite rezervi na **Republika Makedonija** se vo funkcija na obezbeduvawe za{tita na doma{nata ekonomija od eksterni {okovi i na primenata na strategijata na odr`uvawe na de facto fiksen re`im na devizen kurs, vo uslovi na zna~aen trgovski deficit i promovirawe na zemjata na me|unarodnite finansiski pazari. Ottamu, za Republika Makedonija, kako i za pove}eto ekonomii, zna~ajno pra{awe pretstavuva nivoto na devizni rezervi, imaj}i ja predvid nivnata uloga vo funkcija na¹⁶:

- poddr{ka na implementacijata na monetarnata politika (intervencii na devizniot pazar, zaradi odr`uvawe na stabilnost na denarot i odr`uvawe na stabilnosta na doma{niot devizen pazar);

- servisirawe na nadvore{niot javen dolg;

- prevencija i spravuvawe so eventualni krizi;

- obezbeduvawe odredeno nivo na kredibilitet na doma{nata ekonomija vo me|unarodni ramki (pri donesuvawe odluka za investirawe, kreditnite agencii i stranskite investitori go analiziraat nivoto na deviznite rezervi na dadena ekonomija).

Operativen target na monetarna politika

Izbranata monetarna strategija, odnosno izbraniot intermedijaren target, vlijae vrz izborot na operativen target vrz koj monetarnata politika ima najgolemo vlijanie i preku koj najsilno vlijae vrz intermedijarniot target. Istovremno, izbranata monetarna strategija ja odrazuva procenkata na centralnata banka za intenzitetot na transmisijata na monetarnite impulsi vrz krajnata cel na monetarnata politika preku devizniot kurs, monetarnite agregati ili kamatni stapki. Vo ovie ramki, izborot na operativniot target e funkcija na stepenot na negovata responzivnost na instrumentite na

¹⁵ Wijnholds, Kapteyn (2001) "Reserve adequacy in emerging market economies" IMF WP/01/143 str. 15
Tabela 1. Indikatori na adekvatnost na nivoto na deviznite rezervi: zemji vo razvoj

¹⁶ Izve{taj za upravuvawe i rakuvawe so deviznite rezervi na Republika Makedonija za 2005 godina

monetarnata politika i stepenot na negovata koreliranost so izbraniot intermedijaren target vo ramkite na primenuvanata monetarna strategija¹⁷.

Operativnite targeti se pod direktna kontrola na centralnata banka i pretstavuvaat prvêekor vo monetarnata transmisija. Kako edinstven kreator na ponudata na primarni pari vo ekonomijata, centralnata banka mo`e da gi kontrolira ili cenata na primarnite pari ili koliêstvoto na primarnite pari vo sistemot. Vo taa smisla, dokolku centralnata banka ja kontrolira cenata na primarnite pari, operativen target pretstavuva kratkoro~nata kamatna stapka na kreditite koi gi odobruva ili na depozitite koi gi pribira. Od druga strana, ako centralnata banka go kontrolira koliêstvoto na primarni pari, operativen target bi bila monetarnata baza ili odredeni nejzini komponenti kako {to se: likvidnite sredstva na bankite, neto me|unarodnite rezervi, neto doma{nata aktiva. Izborot pome|u cenite i koliêstvoto na primarni pari, kako operativni targeti, dolgo vreme be{e predmet na debata pome|u ekonomistite. Klasi~en zaklu~ok e deka koristeweto na kontrolata vrz koliêstvoto na primarni pari kako operativen target mo`e da ovozmo`i pogolema efikasnost vo ostvaruvaweto na intermedijarnata i krajnata cel na monetarnata politika, dokolku poremetuvawata vo ekonomijata doa|aat od realnata ekonomja (odnosno od pomestuvaweto na IS krivata), no od druga strana pridr`uvaweto kon kamatnite stapki kako operativen target na monetarnata politika e posoodvetno dokolku poremetuvawata se pod vlijanie na pobaruva~kata za pari.

Dokolku se razgledaat podatocite za primenuvanite operativni targeti kaj selektirana grupa zemji vo razvoj, mo`e da se konstatira deka pri izborot na operativniot target dominantna operdelba e targetiraweto na odredena kratkoro~na kamatna stapka (tabela 4). Sepak odredeni centralni banki seu{te koristat kvantitativen operativen target. Pokarakteristi~en primer e Meksiko, kade {to centralnata banka gi targetira rezervite (smetkite) na bankite, pri {to koristi negativen target. Koga bankite imaat nedostig na sredstva, iznosot koj nedostiga se ozna~uva kako “corto” i ima zna~ewe na kratka pozicija. Koga centralnata banka ja zgolemuva restriktivnosta na monetarnata politika, go targetira tokmu ovoj nedostig na sredstva taka {to pove}e banki zavr{uvaat so skapo preêekoruvawe na smetkata kaj centralnata banka, {to go zgolemuva pritisokot za porast na kamatnite stapki. Pritoa, kvantitativniot target slu`i kako pomalku ekspliciten target za dvi`eweto na kamatnata stapka.

Izborot na kamatnite stapki za operativen target go nametnuva pra{aweto koja kamatna stapka treba da e vo fokusot na vnimanieto na centralnata banka. Iskustvata poka`uvaat deka naj~esto se koristi kamatnata stapka na sredstvata koi centralnata banka gi obezbeduva na bankarskiot sistem, bidej|i toa e stapkata koja centralnata banka najlesno ja kontrolira, imaj|i predvid deka centralnata banka ima monopolska polo`ba vo odnos na ponudata na primarni pari.

¹⁷ Pove}e kaj Schaechter (2001): “Implementation of monetary policy and the Central Bank’s Balance Sheet”, IMF WP/01/149

Tabela 4

Operativni targeti na monetarna politika kaj selektivni ekonomii

	Kamatna stopka preku no}	Kratkoro~na kamatna stopka	Monetarna baza	Devizen kurs
Kina	✓		✓	
Hong Kong				✓
Indija	✓			
Korea	✓			
Malezija	✓			
Filipini	✓			
Singapur				✓
Tajland		✓		
Argentina			✓	
Brazil	✓			
^ile	✓			
Kolumbija	✓			
Meksiko			smetki na banki	
Peru	✓			
^e { ka		✓		
Estonija				✓
Ungarija		✓		
Polska		✓		
Romanija		✓		
Bugarija				✓
Rusija			✓	
Izrael	✓	✓		
Saudiska Arabija	✓			
Ju`na Afrika	✓			
Turcija			✓	

Izvor: Centralni banki: seminar Surplus liquidity BoE 2006

Od druga strana, fluktuaciite na kamatnata stopka na sredstvata na centralnata banka odobreni preku no} ne se taka tesno povrzani so kamatnite stapki na podolg rok, koi pak imaat zna~ajno vlijanie vrz {tedeweto i investiciite. Vo odredeni zemji, bankite gi povrzuvaat kamatnite stapki na kreditite so kamatnata stopka preku no}, dodeka kaj drugi centralni banki kratkoro~nite kamatni stapki (7, 14 dena i sli~no) se referentni stapki. Pritoa, pri utvrduvawe na nivoto na kamatnata stopka koja slu`i kako operativen target na monetarnata politika mo {ne ~esto vo posledno vreme se primenuva Tejlorovoto pravilo¹⁸.

Taylor rule

Tejlorovoto pravilo se koristi eksplicitno za utvrduvawe na kratkoro~nite kamatni stapki i glasi: *realni te kratkoro~ni kamatni stapki se odr`uvaa t konstantni pri neut ralna nasoka na monetarnata politika, a se zgolemuvaat (namaluvaa t) pri pozitiv en (negativen) proizvodst ven gap i/i li povioka (poniska) inflacija nad targe t irano to nivo.:*

$$i - p = R + a (p - p^*) + b \left(\frac{Y - Y^*}{Y^*} \right)$$

Nominalnata kratkoro~na kamatna stopka treba da e ednakva na prose~nata realna kratkoro~na kamatna stopka (R) plus otstupuvaweto na ostavarenata stopka na infalcija vo odnos na targetiranoto nivo i proizvodstveniot gap; a i ß se ponderi koi go reflektiraat vlijaniето na proizvodstveniot gap i otstupuvaweto na inflacijata od targetiranoto nivo. Sepak, Tejlorovoto pravilo ima ograni~ena korisnost za onie koi donesuvaat konkretni odluki, bidej{i postojat zna~ajni problemi vo definiraweto i mereweto na prose~nata realna kamatna stopka, proizvodstvenio gap i stapkata na inflacija.

Vo uslovi na primena na monetarna strategija na targetirawe na devizniot kurs, vo praktikata na **Republika Makedonija**, izborot na operativniot target e podreden na devizniot kurs kako nominalno sidro i

¹⁸ Bofinger (2001) "Monetary policy"; Ch. 8

potrebata od intervencii za negovo odr`uvawe vo definiranite ramki. Prifa}aweto na strategija na targetirawe na devizniot kurs e rezultat na naru{enata stabilnost na funkcijata na pobaruva~kata na pari i na slabiot koeficient na korelacija pome|u monetarnite agregati i krajnata cel na monetarnata politika. Sledstveno, vo vakvi okolnosti dovedena e vo pra{awe mo`nosta na centralnata banka da gi kontrolira primarnite pari, poradi visokata volatilnost na primarnite pari pod vlijanie na avtonomnite faktori. Od druga strana, efektivnosta na kamatnite stapki kako operativen target e determinirana od niza faktori: nivoto na razvijenost na finansiskite pazari, responzivnosta na kratkoro~nite kamatni stapki na promenite na klu~nite kamatni stapki na centralnata banka, elasti~nosta na kamatnite stapki na bankite. Nepostoeweto na silna i systemska vrska pome|u primarnite pari i devizniot kurs, ne sozdava mo`nost za koristewe na primarnite pari kako ekspliciten operativen target, pri {to primarnite pari (osobeno likvidnosta na bankite, kako komponenta na primarnite pari) imaat tretman na kvazi operativen target na monetarnata politika¹⁹. Sledstveno, vo tekovno primenuvanata monetarna strategija na NBRM ne postoi eksplicitno definiran, direkten operativen target.

II. Operativni proceduri na monetarnata politika

Implementacijata na monetarnata politika

Pri dnevната implementacija na monetarnata politika, centralnata banka se rakovodi od operativniot target na monetarnata politika. Pritoa, upravuvaweto so likvidnosta na vkupniot bankarski sistem mo`e da se smeta za po~etna faza vo implementacijata na monetarnata politika. Uspe{noto upravuvawe so likvidnosta e determinirano od zadovolitelno nivo na planirawe na faktorite koi vlijaat vrz ponudata na likvidni sredstva vo bankarskiot sistem. Od druga strana, centralnata banka treba da gi ima predvid i faktorite koi od svoja strana vlijaat na pobaruva~kata na likvidni sredstva. Vo taa nasoka, centralnata banka ima potreba od izgotvuvawe na kratkoro~no likvidnosno planirawe, na kontinuirana osnova, zaradi odreduvawe na idnite nasoki vo nivoto na likvidnost vo bankarskiot sistem bez intervenciite na centralnata banka. Vrз baza na ovie proekcii, centralnata banka odlu~uva za likvidnosta koja treba da ja emitira ili povle~e od bankarskiot sistem so cel da se izramnat fluktuaciite vo pobaruva~kata i ponudata na likvidni sredstva vo funkcija na kreirawe na stabilni uslovi i efikasno postignuvawe na operativniot target na monetarnata politika.

Ponuda na likvidni sredstva

Ponudata na likvidni sredstva mo`e najlesno da se analizira preku bilansot na centralnata banka, pri {to se koristi slednata ravenka za presmetuvawe na ponudata na pari²⁰:

$$SR = \Delta NFA + \Delta NLG + \Delta Oth - \Delta C + \Delta Mt + \Delta OMO + \Delta SFr$$

kade,

SR-ponuda na likvidni sredstva

ΔNFA -neto devizni sredstva;

ΔNLG -neto pozicija na dr`avata;

ΔOMO -novo pozajmuwawe ili kreditirawe na pazarot preku operacii na otvoren pazar;

¹⁹ Soglasno Vrbovska: Operativni targeti na monetarna politika (so osvrt na Republika Makedonija), NBRM, Ekonomski istra`uvawa II/2002

²⁰ Ganley: "Surplus Liquidity: Implications for central banks", Lecture series no. 3

ΔC -gotovi pari vo optek;	ΔSFr -neto emisija/povlekuвање na likvidnost preku raspolo`ivi instrumenti na krajot na denot;
ΔOth -neto ostanati sredstva, kade se vklucuva transakciite vo ramki na bankarskiot sektor koi ne se debitiraat ili kreditiraat na smetkite kaj centralnata banka isti den (pr. naplata na `ekovi);	ΔMtr -povlekuвање/emisija na likvidnost po osnov na dostasuvawe na prethodno koristen instrumenti

Prvite pet elementi ($\Delta NFA + \Delta NLG + \Delta Oth - \Delta C + \Delta Mt$) bidej`i ne se pod direktno vlijanie na centralnata banka se narekuvaat avtonomni faktori na likvidnosta, dodeka elementite ( $\Delta OMO + \Delta SFr$ ) ja so`inuvaat pazarnata pozicija na centralnata banka, odnosno interveniciite na centralnata banka preku monetarnite instrumenti. Vo taa smisla, mo`e da se zaklu`i deka vkupnata ponuda na likvidnost vo bankarskiot sistem gi opfa`a promenite na avtonomnite faktori plus intervenciite na centralnata banka.

Izgotvuvawe na proekcii za dvi`ewe na avtonomnite faktori na likvidnost</b></p> <p><b>Gotovite pari vo optek</b> mo`e da se proektiraat so statisti`ki metodi, pri {to imaat voobi`aen nedelen model na dvi`ewe (rastat pred po`etokot na vikendot i pa`aat na po`etokot na nedelata). Isto taka, treba da se zemat predvid sezonskite dvi`ewa (rastat pred Bo`i), Veligden i drugi pogolemi verski i dr`avni praznici, a se namaluvaat potoa) kako i kontinuiraniot nagoren trend. Proektirawata so koristewe na statisti`ki modeli se korisni i relativno precizni, osven vo slu`aite pred golemite praznici kako Bo`i, koga dvi`eweto na gotovite pari vo optek e krajno nepredvidljivo poradi odlo`enoto dobivawe na informacii. Pozicijata na dr`avata</b> ili depozitite na dr`avata kaj centralnata banka se proektira vrz baza na informacii dobieni od strana na vladata (Ministerstvoto za finansii), pri {to vo najgolem broj slu`ai ovie informacii se neprecizni. Ovaa nepreciznost se dol`i na `estopati pogre{noto proektirawe na dano`nite prilivi i odlivi vo period od edna godina, kako i nepreciznoto proektirawe na gotovinskite tekovi vo tekot na edna nedela, koi se potrebni za planirawe na nivoto na likvidnosta vo bankarskiot sistem. Deviznite transakcii voobi`aeno se poramnuvaat dva dena po dogovarawe na transakcijata. Vo taa smisla, vo ponedelnik nautro poznat e efektot od deviznite transakcii koi `e se poramnat vo ponedelnik i vtornik. Deviznite transakcii koi `e se poramnuvaat vo sreda, `etvrtok i petok `e zavisat od sklu`enite transakcii od ponedelnik natamu. Dokolku centralnata banka na devizniot pazar intervenira so cel da go spre`i dvi`eweto na devizniot kurs vo edna ili druga nasoka, ili voop{to da spre`i bilo kakvo dvi`ewe na devizniot kurs, ekstremno e te{ko da se predvidat idnite likvidnosni dvi`ewa po ovoj osnov bidej`i istite `e zavisat od pazarnata pobaruva`ka za doma{ната valuta. Vo taa smisla, proektiraweto na deviznite transakcii mo`e da bide isklucitelno neprecizno i ote`nato. Zadol`itelna rezerva</b> redovno se presmetuva so koirsitewe na novi podatoci za sostojbata na depozitite koi se vkluceni vo osnovata za zadol`itelna rezerva. Pomeju dve presmetki na zadol`itelna rezerva, obvrskata za zadol`itelna rezerva ne se menuva osven dokolku centralnata banka ne ja smeni stapkata za zadol`itelna rezerva. Proekcijata na nivoto na zadol`itelna rezerva vo period od nekolku meseci zavisu od pretpostavkite za idniot rast na depozitite i kreditite na bankite, koi pak od svoja strana mo`at da bidat krajno neprecizni. Vi{okot na rezervi obi`no treba da e nizok, bidej`i ovoj vid na sredstva ne se kamatonosni. Tie obi`no se predviduvaat so pomo{ na statisti`ki modeli ili ednostavno se predviduva da ostanat konstantni. Dostasuvaweto na instrumentite koi prethodno se koirsteni za regulirawe na likvidnosta vo bankarskiot sistem se znaat odnapred, taka {to istite ednostavno se dodavaat na ostanatite avtonomni faktori na likvidnost.

Vo zavisnost od kapacitetot za planiraweto na faktorite koi vlijaat vrz pobaruva`kata za likvidni sredstva, centralnata banka mo`e uspe{no ili pomalku uspe{no da upravuva preku soodvetno dimenzionirawe na ponudata na likvidni sredstva. Od podatocite po zemji mo`e da se vidat razlikite vo periodot na planirawe na upravuvaweto so likvidnost, kako i toa koj od avtonomnite faktori e najmalku predvidliv. (tabela 5)

Mo`e da se konstatira deka najneizvesen faktor koj vlijae na likvidnosta vo bankarskiot sistem se transakciite na dr`avata. Sepak, gotovite pari vo optek i nivnoto fluktuirawe kako rezultat na sezonskite

dvi`ewa isto taka se te{ko predvidliv avtonomen faktor vo pogolem del od zemjite. Deviznite transakcii poradi na~inot na poramnuvawe, ne se avtonomen fakotr koj kreira neizvesnost pri planiraweto na efektite vrz likvidnosta vo bankarskiot sistem na kratok rok. Sepak, na dolg rok vlijaniето na neto deviznite transakcii e relativno visoko vo zemjite kade se primenuva re`im na fiksen devizen kurs.

Tabela 5

Aspekt i na planirawe na likvidnos t a

	Period na planirawe	Najte{ko predvidliv faktor			Frekventnost na pazarni operacii	Sistem na poramnuvawe
		Gotovina	Dr`ava	Devizni transakcii		
Hong Kong	2 dena	✓				RTGS
Indija	1 den	✓	✓		Dnevno	DTNS
Indonezija	1 nedela dena		✓		Dnevno	RTGS
Korea	15-16 dena		✓		Nedelno	RTGS
Malezija	2 nedeli		✓		Dva pati dnevno	RTGS
Filipini			✓		Dnevno	RTGS
Singapur	Nema formalen period		✓			RTGS
Tajland	1 mesec		✓		Dva pati dnevno	RTGS
Argentina	3 meseci		✓		Dva pati nedelno	RTGS
Brazil	1 mesec	✓	✓		Dnevno	RTGS
^ile	1 mesec	✓			Dva pati nedelno	DTNS
Kolumbija	2 nedeli		✓		Dva pati dnevno	RTGS
Meksiko	2 meseca	✓			Dnevno	RTGS
Peru	1 mesec	✓			Nedelno	DTGS
Venecuela	1 godina		✓		Dnevno	DTNS
^e{ka	5 dena				Dnevno	RTGS
Ungarija	18 meseci		✓		Nedelno	RTGS
Polska	Nedelno, mese~no		✓		Nedelno	RTGS
Rusija	1 mesec		✓		Dva pati dnevno	DTGS
Izrael	1 mesec		✓		Dnevno	DTNS
Saudiska Arabija				✓		RTGS
Ju`na Afrika	7-30 dena	✓			Nedelno	RTGS
Turcija	2 nedeli	✓ +R			Dnevno	RTGS

Izvor: Borio (2001); centralni banki

Planiraweto na likvidnosta vo bankarskiot sistem vo **Republika Makedonija** se vr{ i na nedelna i dnevna osnova. Utvrduvaweto na likvidnosnite proekcii na nedelna osnova se vr{ i na sostanocite na Komitetot za operativna monetarna politika, ~ija osnovna funkcija e opredeluvawe na nasokite na monetarnata politika i iznosot na nedelnite intervencii na centralnata banka. Utvrdenite nedelni proekcii za dvi`eweto na likvidnosta vo bankarskiot sistem pretstavuvaat osnova za dnevno planirawe na likvidnosta, pri {to se vклу~uvaat i novodobienite informacii za o~ekuvanoto dvi`ewe na avtonomnite faktori na likvidnosta.

Gotovite pari vo optek se zna~aen avtonomen faktor koj vo Republika Makedonija ima raste~ki trend i kako takov vlijae na namaluvaweto na likvidnosta vo bankarskiot sistem. Trendot na porast na gotovite pari vo optek se dol`i osven na voobi~aenite faktori (porast na doma{niot proizvod, potro{uva~kata itn.) i na odredeni vonredni faktori (reforma na platen promet, evro-konverzijata i dr.), kako i na visokiot stepen na „siva ekonomija“ vo zemjata²¹.

Dvi`eweto na depozitite na dr`avata i efektite vrz likvidnosta koi proizleguvaat od tie dvi`ewa, se planiraat i proektiraat vo sorabotka pome|u

²¹ Davidovska-Stojanova, Petrovska, Krstevska (2005): “Analiza na nivo na gotovi pari vo optek vo Republika Makedonija i pri~inite koi pridonesuvaat za nivno odr`uvawe na visoko nivo”

NBRM i Ministerstvoto za finansii²². Pritoa, uspe{nosta vo izgotvuvaweto na proekciite za dvi`eweto na ovoj avtonomen faktor e podobrena imaj{i go predvid formiraweto na sektorot za Trezorsko rabotewe vo ramki na Ministerstvoto za finansii, koj izgotvuva samostojni proekcii za dvi`eweto na prihode i rashodite na buxetot. Sepak, ovoj avtonomen faktor od aspekt na fluktuaciite koi gi ostvaruva, ostanuva dominanten faktor koj vlijae na nivoto na likvidnost vo bankarskiot sistem.

Primenuvanata strategija na targetirawe na devizniot kurs vo Republika Makedonija, nalo`uva po~esti intervencii na NBRM na devizniot pazar, zaradi odr`uvawe na devizniot kurs na posakuvano nivo. Pritoa, planiraweto na likvidnosniot efekt na deviznite transakcii na dnevna osnova e polesno vo sporedba so nedelnoto planirawe, poradi na~inot na poramnuvawe na ovie transakcii. Ovoj avtonomen faktor vo pogolem del od izminatiot period ima raste~ki trend i na toj na~in vlijae vo nasoka na zgolemuwawe na likvidnosta vo bankarskiot sistem.

Pobaruva~ka na likvidni sredstva

Dokolku centralnata banka ja sproveduva monetarnata politika vo uslovi na koristewe na instrumentot zadol`itelna rezerva, toga{ *pobaruva~kata za likvidni sredstva* e determinirana od promenite kaj zadol`itelnata rezerva i promenite kaj slobodnite rezervi na bankite:

$$DR = \Delta RBR + \Delta FBR$$

kade,

DR – (Demand for central bank Reserves) pobaruva~ka na likvidni sredstva;

ΔRBR – (Required Bank Reserves) promena vo zadol`itelnata rezerva;

ΔFBR – (Free Bank Reserves) promena vo slobodnite rezervi na bankite.

Slobodnite rezervi na bankite se vi{okot na likvidni sredstva koj bankite go dr`at na smetkite kaj centralnata banka nad nivoto na zadol`itelna rezerva. Slobodnite rezervi na bankite se dr`at od tri pri~ini: za nepre~eno poramnuvawe na transakciite vo platniot promet, preventivni i {pekulativni motivi.

Vo praktika, bankite, naselenieto i firmite mo`e da odr`uvaat vi{ok na sredstva na svoite smetki. Na primer, odredeni banki namerno odr`uvaat vi{ok na likvidnost kako signal za silna likvidnosna pozicija, ili kako obezbeduvawe od rizik za nenadejno zgolemuwawe na obvrskata za zadol`itelna rezerva ili nenadejnoto povlekuvawe na depoziti. Vi{okot na sredstva mo`e da bide rezultat i na lo{ likvidnosni menaxment od strana na bankite - bilo kako rezultat na nesoodveten portfolio menaxment na samata banka ili kako rezultat na nepredvidlivite gotovinski tekovi, koi gi popre~uvaat naporite na bankite za postignuvawe kontrola vrz strukturata na nivniot bilans.

Od druga strana, del od vi{okot na sredstva mo`e da bide rezultat i na drugi faktori. Na primer, vi{okot na sredstva mo`e da bide rezultat na zna~ajna emisija na sredstva od strana na dr`avata (zgolemeno tro{ewe na dr`avata) ili pak da e rezultat na zna~ajni kapitalni prilivi. Vo takov slu~aj, centralnata banka se soo~uva so strukturen vi{ok na likvidnost, koj dokolku e nesteriliziran mo`e da dovede do porast na pari~nata masa nad predvidenite ramki. Ova natamu mo`e da se reflektira vo povi{oka doma{na potro{uva~ka i neposakuvano zgolemuwawe na stapkata na inflacija.

Pobaruva~kata za likvidni sredstva na smetkite na bankite e determinirana od tri faktori:

1) karakteristikite na sistemot na zadol`itelna rezerva, osobeno vo pogled na sistem na odr`uvawe (fiksno ili prose~no odr`uvawe) kako i dol`inata na periodot na zadol`itelna rezerva;

²² Veli~kovski (2004): "Ulogata i zna~eweto na operacii na otvoren pazar vo implementiraweto na monetarnata politika - slu~ajot na Makedonija", del IV

- 2) dizajnnot i na~iniot na fukcionirawe na platniot sistem; i
- 3) uslovite za dobivawe na kredit od centralnata banka.

Zadol`itelna rezerva pretstavuva obvrška koja ja determinira pobaruva~kata za likvidni sredstva za najgolemiot del od zemjite vo razvoj. Sepak, faktot deka Hong Kong i Meksiko od zemjite vo razvoj ([vedska, [vajcarija, Velika Britanija i Avstralija od razvienite zemji) uspe{no ja sproveduvaat monetarnata politika i bez zadol`itelna rezerva, poka`uva deka ovoj instrument ne e najva`niot instrument. Trendovite kaj zadol`itelna rezerva vo zemjite vo razvoj poka`uvaat deka se pove}e se pri fa}a stavot da ne se menuva stapkata na zadol`itelna rezerva pre~esto, iako seu{te postojat takvi slu~ai. (tabela 6)

Tabela 6

Karakteristiki na zadol`itelna rezerva

	Stapka na zadol`itelna rezerva	Nadomest	Dol`ina na period na odr`uvawe	Zaostanuvawe vo odnos na presmetka na osnovicata
Kina	6%	1.9%	10 dena	
Indija	4.5%	Referentna stapka	2 nedeli	2 nedeli
Korea	1-5%, prose~no 3%	nema	2 nedeli	1 nedela
Malezija	4%	nema	2 nedeli	2 nedeli
Filipini	17%	4% (na 40% od obezbedena zr)	1 nedela	1 nedela
Singapur	3%	nema	2 nedeli	2 nedeli
Tajland	6%	nema	2 nedeli	2 nedeli
Argentina	22-40%	Kamatna stapka na federalni sredstva-20bp	1 mesec	nema
Brazil	varira	varira	varira	varira
^ile	3.6-9%	Polovina od stapkata na inflacija vo prethodniot mesec	1 mesec	nema
Kolumbija	2.5-13%	da	15 dena	8 dena
Meksiko	0%	/	28 dena	
Peru	6% (20% na devizi)			
Venecuela	15%	nema	1 nedela	1 nedela
^e{ka	2%	Repo stapka	1 mesec	2 dena
Estonija	4%	pla}a		
Ungarija	5%	pazarna stapka	1 mesec	1 mesec
Polska	4.5%	nema	1 mesec	1 den
Romanija	18% (30% na devizi)	1,5% (0,8% na rezerva vo dolari, 0,7% na rezerva vo evra)	1 mesec	
Hrvatska	18%	0,75% (promenilivi stapki na rezervi vo evra i dolari)	1 mesec	8 dena
Makedonija	10%	2% (nema nadomest na rezerva vo devizi)	1 mesec	10 dena
Bugarija	8%	mo`e da pla}a	1 mesec	4 dena
Rusija	7-10%	nema	20 dena	1 mesec
Izrael	0-6%	nema	1 mesec	nema
Saudiska Arabija	2.5%	nema	1 mesec	15 dena
Ju`na Afrika	2.5%	nema	1 mesec	15 rabotni dena
Turcija	6% (11% na devizi)	da	2 nedeli	2 nedeli

Izvor: Nel (2000); Borio (2001); centralni banki

Na primer, Argentina ja namali stapkata na zadol`itelna rezerva so cel relaksirawe na monetarnata politika vo uslovi koga poradi prifatenata strategija na valuten bord ne be{e vo mo`nost da go napravi toa so namaluvawe na kamatnite stapki. Brazil, pak, ja zgolemi zadol`itelna rezerva koga devizniot kurs be{e pod pritisok vo tekot na 2002 godina, dodeka Kina ja zgolemi zadol`itelna rezerva vo avgust 2003 godina za da go ograni~i porastot na bankarskite krediti.

Od podatocite po zemji, zadol`itelna rezerva ima funkcija vo upravuvaweto so likvidnost (slu`i za neutralizirawe na efektite vrz ponudata na likvidni sredstva predizvikani od dvi`eweto na avtonomnite faktori) i gi amortizira dvi`ewata na kamatnite stapki²³. Zadol`itelna rezerva vo zemjite vo razvoj se koristi isto taka i vo funkcija na monetarna kontrola (signalizirawe na promenite vo nasokite na monetarnata politika). Dokolku zadol`itelnata rezerva ne se nadomestuva ili se nadomestuva po stapka poniska od pazarnata kamatna stapka, toga{ mo`e da ima funkcija i na izvor na prihod (seigniorage) za centralnata banka, po osnov na emisija na pari .

Deviznite depoziti seu{te imaat zna~itelno visoko u~estvo vo vkupnite depoziti kaj golem broj zemji vo razvoj. Vo taa smisla, bez ogled na generalniot trend na namaluvawe na stapkite po koi se presmetuva obvrskata za zadol`itelna rezerva, karakteristikite na zadol`itelna rezerva na deviznite depoziti se relevantni faktori koi go zasegaat upravuvaweto so likvidnosta vo dolariziranite ekonomii.

Voobi~aeno, zadol`itelna rezerva ima funkcija na avtomatski stabilizator koj ja limitira kreditnata ekspanzija preku namaluvawe na multiplikatorot. Iako krajniot efekt zavisi od stepenot na supstitucija pomeju depozitite vo doma{na i stranska valuta i stepenot na mobilnost na kapitalot, zadol`itelna rezerva na deviznite depoziti mo`e da pridonese za podobruvawe na efikasnost na monetarnata politika preku kontroliraweto na deviznata komponenta na vkupnata likvidnost. Istovremeno, zadol`itelna rezerva na devznite depoziti mo`e da pridonese za namaluvawe na ~uvstvitelesnosta na dvi`ewata na kapitalot i, pod odredeni uslovi, da ja spre~i supstitucijata so izedna~uvawe na tretmanot na deviznite so doma{nite depoziti, na koi ve}e e utvrdena obvrskata za zadol`itelna rezerva²⁴.

Koristeweto na instrumentot zadol`itelna rezerva vo denari vo **Republika Makedonija** ja determinira pobaruva~kata za likvidni sredstva vo bankarskiot sistem vo zna~ajna mera. Pritoa, nejzinite funkcii evoluiraat od instrument za sterilizirawe na vi{okot na likvidni sredstva (vedna{ po monetarnoto osamostojuvawe, koga stapkata za zadol`itelna rezerva iznesuva {e 30%), prudenten instrument za obezbeduvawe na stabilnost na bankarskiot sistem (vo uslovi koga ne postoe{e Fond za osiguruvawe na depoziti) do sega{nata funkcija na instrument za upravuvawe so likvidnosta od strana na NBRM i bankite. Pritoa, sistemot na prose~no odr`uvawe na obvrskata za zadol`itelna rezerva na transakcionata smetka kaj NBRM ovozmo`uva slobodno raspolagawe so sredstvata na smetkite od strana na bankite i nivno fleksibilno upravuvawe so sopstvenata likvidnost. Zadol`itelna rezerva vo denari se nadomestuva od strana na NBRM glavno po prose~na stapka na kratkoro~nite depoziti vkluceni vo osnovata za zadol`itelna rezerva, {to prakti~no ne go nadomestuva vo celost oportunitetniot tro{ok koj go imaat bankite po osnov na izdvoena zadol`itelna rezerva.

Zadol`itelnata rezerva vo devizi se primenuva od vtorata polovina na 2003 godina i nejzinoto voveduvawe be{e motivirano so zalo`bite za izedna~uvawe na tretmanot na denarskite i deviznite depoziti na bankite. Zadol`itelnata rezerva vo devizi se razlikuva vo odnos na zadol`itelnata rezerva vo denari vo pogled na na~inot na ispolnuvawe, odnosno se izdvojuva na posebni devizni smetki na NBRM vo stranstvo, se ispolnuva vo evra, pri {to se

²³ So cel namaluvawe na fluktuaciite na kratkoro~nite me|ubankarski kamatni stapki, Bankata na Anglija vo vtoriot kvartal od 2006 godina, vovede mo`nost za prose~no ispolnuvawe rezervnata {ema. Nivoto na zadol`itelna rezerva se utvrduva od strana na bankite i se odr`uva za period pomeju dva sostanoci na Sovetot za monetarna politika (Monetary Policy Council). Pove}e vo "The framework for Bank of England's operations in the sterling money market" – Red Book

²⁴ Buzeneca, Manio (2007): "Monetary policy implementation: Results from survey", WP/07/7

koristi sistem na fiksno održavane obvrskata za zadovoljitelna rezerva. Od početkom na 2005 godina, NBRM ne plaća nadomest za izdvojenite sredstva na zadovoljitelna rezerva u devizi kako dopolnitelna marka u ramkima na zalobite za destimulirane na radeteweto so devizi od strana na bankite i nivno nasouwane kon poaktivno upravuvane so denarskata i deviznata likvidnost.

Vo pogled na platniot sistem (tabela 5), najgolem broj centralni banki u zemjite u razvoj, ukljuitelno i NBRM, obezbeđuvaa sistem na poramnuvane na transakciite na bruto osnova u realno vreme, to isto taka vlijae na nivoto na sredstva koi se održuvaa na smetkima na bankite za potrebite na platniot promet i ovozmouva polesno i poizvesno upravuvane so likvidnosta, kako od strana na bankite, taka i od strana na centralnata banka.

Likvidnosna pozicija na bankarskiot sistem

Na sekojdnevna osnova avtonomnite tekovi na likvidnost kon i od centralnata banka uobično se neizbalansirani. Likvidnosnite debalansi moe da bidat u dva pravci. Dokolku prilivite na likvidni sredstva kaj centralnata banka gi nadminuvaa prilivite kon bankarskiot sistem, toga bankarskiot sistem se nalazi u pozicija na nedostig na likvidnost, odnosno pazarot e u sastojba na avtonomen deficit. Analogno, dokolku prilivite na likvidni sredstva kon bankarskiot sistem gi nadminuvaa prilivite kon centralnata banka, bankarskiot sistem je se nalazi u pozicija na viok na likvidnost. Pritoa, iako bankarskiot sistem moe naizmenično da preminuva od viok u nedostig, sepak postoji tendencija sistemot konstantno da se nalazi ili u viok ili u nedostig na likvidni sredstva. Ovoj podolgotraen debalans na likvidnost na bankarskiot sistem se definira kako „strukturna likvidnosna pozicija“ na bankarskiot sistem.

Pri razgleduvane na likvidnosnata pozicija na bankarskiot sistem, moe da se napravi razlika pomeđu „ex ante“ i „ex post“ likvidnosna pozicija na bankarskiot sistem²⁵. „Ex ante“ likvidnosnata pozicija moe da se definira kako očekivano nivo na likvidnost pred intervenciite na centralnata banka. Ova e strukturnata likvidnosna pozicija na bankarskiot sistem i gi reflektira neto efektite od avtonomnite faktori na likvidnost. „Ex post“ likvidnosnata pozicija e ramnotečnata likvidnosna sastojba koja se postignuva u sproveduvane na intervenciite na centralnata banka i gi reflektira kombinirane vlijanja vrz likvidnosta na bankarskiot sistem kako od strana na avtonomnite faktori na likvidnost, taka i povlekuvaweto ili emisijata na likvidni sredstva od strana na centralnata banka.

Vo princip, centralnata banka moe da ja implementira monetarnata politika i u uslovi na „ex ante“ nedostig i u uslovi na „ex ante“ viok na likvidnost u bankarskiot sistem. Sepak, golem broj centralni banki preferiraa da radotat u uslovi na nedostig na likvidnost u bankarskiot sistem, odnosno da imaat uloga na neto kreditor na bankarskiot sistem. U uslovi na nedostig na likvidnost, avtonomnite izvori na likvidnost se iscrpuvaaa i sozdavaat uslovi centralnata banka – kako kraen izvor na likvidnost - da se nalazi u uloga na kreditor na bankarskiot sistem. Bidej{i centralnata banka ima monopolna pozicija u kreiraweto na primarni pari, moe da odobruva krediti na bankarskiot sistem pri to e u pozicija da ja determinira cenata na primarnite pari (price setter) i na toj način ja utvrđuva krajnata cena na bankarskata pasiva.

²⁵ Borio (1997, 2001)

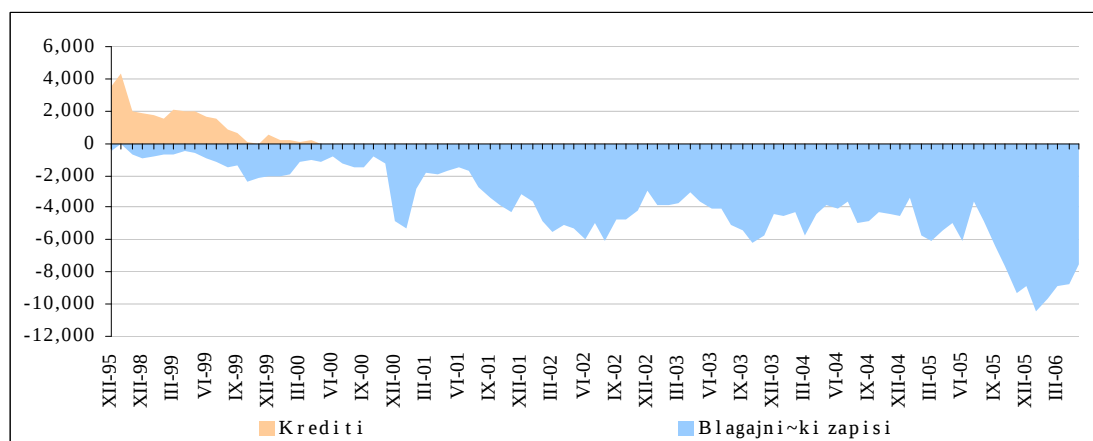
Dokolku pak, prilivite kon bankarskiot sistem gi nadminuvaat prilivite na likvidni sredstva kon centralnata banka, toga{ bankarskiot sistem se nao|a vo vi{ok na likvidnost i centralnata banka intervenira so povlekuvawe na likvidni sredstva od bankarskiot sistem. Povlekuvaweto na likvidnosta vo po~etokot mo`e da se realizira so namaluvawe na odredeni pobaruwawa od bankarskiot sistem, kako na primer predвременa otplata na odobreni krediti. Povlekuvaweto na likvidnost mo`e isto taka da se realizira i so proda`ba na devizi ili pak hartii od vrednost na centralnata banka. Site ovie transakcii predizvikuvaaat promeni vo aktivata na bilansot na bankarskiot sistem, so {to centralnata banka vsu{nost vlijae na prinosot koj go realiziraat bankite.

Klu~na razlika vo sproveduvaweto na monetarnata poltika vo uslovi na vi{ok na likvidnost vo odnos na sproveduvaweto na monetarnata poltika vo uslovi na nedostig na likvidnost vo bankarskiot sistem, e toa {to centralnata banka nema monopolska pozicija na kreator na finansiski instrumenti per se. Isto taka, dokolku postoi vi{ok na likvidnost vo bankarskiot sistem, toga{ bankite }e bidat posigurni vo nivnata mo`nost za obavuvawe na transakciite vo platniot promet. Kako rezultat na toa, bankite }e imaat opcija, no ne i obvrška, da participiraat vo operaciite za povlekuvawe na likvidnost koi gi sproveduva centralnata banka. Dokolku bankite odlu~at da ne u~estvuvaat vo operaciite za povlekuvawe na likvidnost, toga{ povrzanosta pome|u interventnata kamatna stapka na centralnata banka i pazarnite kamatni stapki mo`e da prekine ili da bide so poslab intenzitet. Od druga strana, zaradi uspe{no sproveduvawe na operaciite za povlekuvawe na likvidnost od bankarskiot sistem, centralnata banka }e se stavi vo pozicija da ja pri fati (price taker) onaa kamatna stapka koja bankite vo procesot na aukcija }e ja determiniraat kako adekvatna za investirawe na nivnite likvidni sredstva kaj centralnata banka.

Vo **Republika Makedonija** vo periodot po monetarnoto osamostojuvawe bankarskiot sistem se nao|a{e vo dve strukturni likvidnosni pozicii. Imeno, do krajot na 1999 godina bankarskiot sistem se nao|a{e vo strukturen nedostig na likvidnost, pri {to dominanten instrument na monetarnata politika bea aukciite na krediti, a NBRM ja determinira{e cenata na primarnite pari. Od po~etokot na 2000 godina, bankarskiot sistem se nao|a vo strukturen vi{ok na likvidnost, pri {to dominanten instrument na monetarnata politika se aukciite na blagajni~ki zapisi. (grafikon 5)

Grafikon 5

Strukturna pozicija na bankarskiot sistem vo Republika Makedonija (vo mil.denari)



Izvor: NBRM

Strukturen vi{ok na likvidnost i sterilizacija

Strukturniot vi{ok na likvidnost vo bankarskiot sistem e ~esta pojava vo zemjite vo svetot, pri {to praktikata poka`uva deka glavniot izvor na vi{okot na likvidnost vo poslednive godini poteknuva vo najgolem del od kapitalni prilivi od eden ili od drug vid, obi~no vo forma na stranski direktni investicii ili donacii, i mnogu ~esto vo zemjite kade se primenuva re`im na fiksen devizen kurs. Pritoa, pokraj pozitivnite efekti, prilivot na stranski kapital so sebe povlekuva i izvesni negativni efekti, od koi sekako nazna~aen e efektot na realna apresijacija na doma{nata valuta. Za da ja spre~i apresijacijata na doma{nata valuta, centralnata banka intervenira na devizniot pazar so otkup na devizi, {to rezultira so zgolemuвање na nivoto na deviznite rezervi i kreirawe na primarni pari po pat na devizni transakcii. Vo taa smisla, za da go spre~i avtomatskiot prenos na intervenciite na devizniot pazar vrz ponudata na pari, centralnata banka vr{i sterilizacija.

Sterilizacija: sterilizacionen, ofset koeficient i koeficient na neutralizacija

Centralnata banka se obiduvaa efektot na kreirani priamrni pari po osnov na zgolemuвање na neto devizna aktiva da go neutralizira so namaluvawe na neto doma{nata aktiva (doma{niti krediti) i na toj na~in da ja kontrolira stapkata na rast na monetarnite agregati. per fektната supstitucija na neto deviznata aktiva i neto doma{nata aktiva e neophoden preduslov so sterilizacijata da se neutraliziraat efektite od intervenciite na devizniot pazar vrz ponudata na pari, a pri toa da ne dojde do promeni na devizniot kurs i kamatnite stapki.

Efikasnostaa na sterilizacijata mo`e da se ispita so primena na koncept na sterilizacionen i ofset koeficient. **Koeficientot na sterilizacija ( $a_1$ )** poka`uva kolkav procent od promenite na neto deviznata aktiva, nastanat kako rezultat na transakcii na devizen pazar, monetarnite vlasti go steriliziraat niz promeni kaj neto doma{nata aktiva.

$$\Delta NDA_t = a_1 \Delta NFA_t + a_2 X_t + u_{1t}$$

Dokolku koeficientot na sterilizacija iznesuva pribli`no -1, sterilizacijata e celosna i toga{ kreiraweto na primarnite pari e pod vlijanie samo na faktori koi vo ravenkata se opfateni so varijablata X_t . Dokolku koeficientot e poviok od -1 toga{ promenite na neto deviznata aktiva vlijaat na primarnite pari i sterilizacijata ne e potpolna. Pritoa, naj~esto kako eksplanatorni varijabli vo empiriskite analizi za ocenka na sterilizacioniot koeficient se naveduvaat stapka na inflacija, buxetski deficit, promenlivost na kratkoro~ni referentni kamatni stapki itn.

Vrskata pomeju neto doma{nata i deviznata aktiva e dvostrana, {to zna~i deka promenite kaj neto doma{nata aktiva doveduvaat do promeni kaj neto deviznata aktiva. Imeno, ekspanzijata na doma{nite krediti kon dr`avata i privatniot sektor doveduva do pad na kamatni stapki, {to ima za posledica odliv na stranskiot kapital od zemjata i pad na deviznite rezervi. Vo taa smisla, **ofset koeficientot ( $b_1$ )** go poka`uva koli~estvoto na kapital koe se transferira nadvor od zemjata po edinica doma{nata valuta a kako posledica na pad na kamatnite stapki po osnov na ekspanzija na doma{niti krediti.

$$\Delta NFA_t = b_1 \Delta NDA_t + b_2 Y_t + u_{2t}$$

Kade Y_t pretstavuva zbir na eksplanatorni varijabli, pri {to vo empiriskite analizi naj~esto se koristat saldoto na tekovni transakcii na platniot bilans, saldoto na kapitalni transakcii, promenlivost na devizniot kurs itn. Dokolku ofset koeficientot e ednakov na -1, toga{ porastot na neto doma{nata aktiva ne doveduva do porast na primarnite pari, tuku preku odliv na kapital doveduva do namaluvawe na deviznite rezervi i povlekuvawe na primarni pari po toj osnov. Dokolku doma{niti i stranskite dobra se bliski supstituti, toa zna~i deka vo zemjata postoi visok stepen na mobilnost na kapital i pomal stepen na kontrola na monetarnite agregati. Meju toa, dokolku ofset koeficientot e pribli`no ednakov na nula, stepenot na mobilnost na kapital e nizok, a istovremeno stepenot na monetarna kontrola na pari~nite agregati e poviok.

Koeficientot na neutralizacija gi nadopolnuva dvata prethodni koeficienti i poka`uva kolkav procent od kreditite na privatniot sektor monetarnite vlasti mo`e da namalat po edinica dopolnitelna fiskalna ekspanzija. Dokolku koeficientot na neutralizacija e pribli`no -1 toga{ uka`uva deka monetarnite vlasti se vo sostojba so svoite merki da vlijaat na namaluvawe na ponudata na krediti na privatniot sektor i na toj na~in potpolno go neutralizira efektot od fiskalnata ekspanzija. Dokolku koeficientot e pribli`en na nula, uka`uva na faktot deka monetarnite vlasti ne se vo mo`nost da go neutraliziraat efektot od fiskalna ekspanzija vrz

porastot na kreditite. Ako vrednosta na ovoj koefficient e pozitivna, znači deka pokraj porastot na kreditite na privatniot sektor ima porast efekt na emisija na primarni pari i po osnov na transakcii na državata, odnosno monetarnata politika se akomodirala na fiskalnata politika i deka pokraj po osnov na neto devizna aktiva, porastot na primarnite pari e i po osnov na porast na neto doma { nata aktiva.

Steriliziraweto na vi{okot na likvidnost mo`e da se realizira na nekolku načini od strana na centralnata banka. Najčesto tehnikite mo`e da se podelat na pazarni i nepazarni. Pazarnite instrumenti se transakcii pomeju centralnata banka i bankarskiot sistem koi rezultiraat so povlekuvawe na likvidnost. Vo idealen slučaj, ovie transakcii rezultiraat so kreirawe na strukturen nedostig na likvidnost vo bankarskiot sistem, no vo praktika ova retko se realizira. Vo ramki na pazarnite instrumenti se vbrojuvaat: konvencionalnite definitivni i repo transakcii so državni zapisi i obvrznici; svop transakcii; raspoloživi instrumenti na kraj na den; prodavawe na sredstva i obvrski na centralnata banka; izdavawe na državni hartii od vrednost za monetarni celi.

Centralnata banka mo`e da go sterilizira vi{okot na likvidnost i preku zgolemuwawe na zadol`itelna rezerva, no toa od svoja strana ima odredeni negativnosti. Imeno, zgolemuwaweto na zadol`itelna rezerva po definicija vlijae vo nasoka na namaluvawe na kreditnata aktivnost, što avtomatski se odrazuva negativno na profitabilnosta na bankite, a so toa i vrz kreditniot rast. Istovremno, zadol`itelna rezerva pretstavuva mnogu nesoodveten instrument od gledna točka na upravuvawe so dnevna likvidnost. Ovoj instrument se koriste{e od strana na centralnata banka na Meksiko vo 1997 godina. So cel da se namalat efektite od prilivot na kapital, nekolku centralni banki, go ukinaa nadomestot na zadol`itelna rezerva. Ova merka ja koriste{e na primer centralnata banka na Japanija vo periodot do 1990 godina, so istovremno česti promeni na stapkata na zadol`itelna rezerva. I centralnata banka na Šile vo 1991 godina go ukina nadomestot na zadol`itelna rezerva pri istovremeno zadržuvawe na visoka stapka na zadol`itelna rezerva (30%). Istovremeno, bea воведени i dopolnitelni kontroli kako: odreduvawe na minimalen period vo koj mora da se zadržat portfolio investiciite i zajaknuvawe na regulativata za emisija na obvrznici i amerikanski depozitni certifikati vo stranstvo. Koristeweto na nenadomestena zadol`itelna rezerva kako instrument za sterilizirawe na vi{okot na likvidnost se primenuva{e vo Šile vo tekot na celiot period na 90-te, pa đuri i po Aziskata kriza. No, vo juni 1998 godina imajji go predvid pritisokot vrz pezoto, centralnata banka ja namali stapkata na zadol`itelna rezerva od 30% na 10%. Od krajot na septemvri istata godina, centralnata banka otpočna da plađa nadomest na zadol`itelna rezerva.

Nepazarnite tehniki opfaaat kvantitativni ograničuvawa, pravila ili restrikcii koi se nasočeni kon sprečuvawe na ponatamo{no kreirawe na likvidnost vo bankarskiot sistem. Vo taa smisla, eden instrument pretstavuva воведуwaveto na danok t.n. Tobin tax so koj se izednačuva ostvareniot povrat vo doma { na valuta (dokolku kamatnite stapki vo doma { nata ekonomija se povisoki od kamatnite stapki na stranskite finansiski pazari i toa e pričinata za priliv na stranski kapital) i povratot koj bi se ostvaril vo stranska valuta. So izednačuvawe na povratot na doma { nite i stranskite sredstva, vsu{nost se eliminira glavniot motiv za kapitalnite prilivi. Ovoj vid na instumnet se primenuva vo Brazil, kade vo 1993 godina e воведен finansiski danok od 5% (koj se plađa pri vlez na kapitalot) i dopolnitelen danok od 3% koga sredstvata od zadol`uvaweto vo stranstvo se konvertiraat vo doma { na valuta. Na krajot na 1993 godina, Brazil вовede u{te eden danok od 15% koj se naplatuva na ostvareniot profit, dividendi i bonusi na stranskiot kapital.

Alternativno re{enie na vi{okot na likvidnost, nadzor od domot na merkite koi mo`e da gi prevzeme centralnata banka, e i ovozmo`uvaweto, paralelno so prilivot na kapital da se odviva i odliv na kapital od doma{nata ekonomija (na primer, po osnov na vlo`uvawa od institucionalni investitori od tipot na penziski fondovi vo stranski hartii od vrednost). Ova merka e znaajno koirstena vo Tajvan kade prilivot na devizni sredstva se koristi za stranski direktni investicii nadzor od ekonomijata. Tajvan im ovozmo`i na osigurnite kompanii da investiraat vo stranski hartii od vrednost, i isto taka ovozmo`i doma{nite investicioni i trust kompanii da pribiraat sredstva vo ekonomijata so cel istite da gi plasiraat vo stranski hartii od vrednost do određen limit.

Primenuvanata monetarna strategija vo **Republika Makedonija**, vo uslovi na delumno liberalizirana kapitalna smetka, ja nametnuva potrebat za sterilizirawe na deviznite prilivi so cel efikasno upravuvawe so likvidnosta i ostvaruvawe na celite na monetarnata politika. Pritoa, osnoven instrument za neutralizirawe na efektot od porastot na neto deviznata aktiva vrz monetarnata baza vo Republika Makedonija se blagajni~kite zapisi. Fluktuaciite kaj vkupniot iznos na blagajni~ki zapisi se determinirani od vlijanieto na avtonomnite faktori, dodeka prose~niot godi{en iznos na blagajni~ki zapisi ima trend na porast i uka`uva na opredelbata na bankite za odr`uvawe na određen konstanten iznos na blagajni~ki zapisi vo nivnite portfolija, koj se definira kako strukturen vi{ok na likvidnost.

Imaj{i go predvid uspe{niot po~etok na izdavaweto na dr`avni zapisi za finansirawe na buxetskiot deficit, vo nasoka na natamo{en razvoj i prodlabo`uvawe na pazarot na hartii od vrednost, Narodna banka i Ministerstvoto za finansii kon krajot na 2005 godina postignaa dogovor za voveduvawe na dr`avnite zapisi za monetarni celi. „Noviot“ instrument proizleguva od potrebat za namaluvawe na strukturni vi{ok na likvidnost i negovo sterilizirawe na podolg rok, so cel sozdavawe na homogen pazar na hartii od vrednost vo Republika Makedonija, poefikasno upravuvawe so likvidnosta od strana na Narodna banka i podobruvawe na funkcioniraweto na transmisijniot mehanizam na monetarnata politika.

Instrumenti na monetarna politika

Tipovi na operativni proceduri na monetarna politika

Ostvaruvaweto na operativniot target bara koristewe na soodvetni monetarni instrumenti pri sekojdnevnoto upravuvawe so likvidnosta, kako i za utvrduvawe i signalizirawe na nasokite na monetarnata politika. Globalizacijata od svoja strana ja pottiknuva konvergencijata na instrumentite na monetarnata politika vo zemjite vo razvoj kon pogolema primena na pazarno orientirani instrumenti. Ovoj trend na zgolemuvawe na pazarnosta na instrumentite na monetarnata politika se odviva paralelno so zgolemuvawe na transparentnosta i poeksplicitnoto signalizirawe na nasokite na monetarnata politika. Drugi faktori koi vlijaat vrz izborot na monetarnite instrumenti se razvijenosta na finansiski sektor i izborot na tipot na operativnite proceduri na monetarnata politika. Postojat dva tipa na operativni proceduri na monetarnata politika:

- prviot e takanare~en “corridor” pristap (poznat u{te i kako Evropski) koj ima tri glavni karakteristiki: 1) koridor na kamatni stapki koj go so~inuvaat dve administrativno utvrdeni kamatni stapki, od strana na centralnata banka, kako najnisko i najvisoko nivo; 2) upotreba na pazarni operacii (repo ili kolateralizirani

kreditu); i 3) sistem na prose~no odr`uvawe zadol`itelna rezerva koj ovozmo`uva ubla`uvawe na fluktuaciiite na kamatnite stapki.

- vtoriot e "active" pristap (poznat u{te kako pristap na FED) i isti ot se karakterizira so pomala uloga na sistemot na zadol`itelna rezerva za smetka na poaktivni pazarni operacii, pri {to koristeweto na raspolo`ivite instrumenti na krajot na denot ima uloga na sigurnosen instrument (safety valve) za poedine~nite banki²⁶.

Pritoa, centralno-evropskite centralni banki go imaat prifateno prvi ot pristap pri sproveduvaweto na monetarnata politika. Nasproti niv, golem del od isto~noaziskite centralni banki, Brazil i Ju`na Afrika se poblisku so operativnite proceduri koi se primenuvaat pri aktivni ot pristap.

Karakteristiki na instrumenti na monetarna politika

Vo zavisnost od toa koj tip na operativni proceduri (pristap na koridor ili aktiven pristap) go ima prifateno centralnata banka, kako glavni instrumenti mo`e da se javat operaciite na otvoren pazar, koi centralnata banka gi prevzema po sopstvena inicijativa, ili raspolo`ivite instrumenti, koi stojat na inicijativa na bankite. Dvata tipa na instrumenti mo`e da imaat va`na uloga vo odr`uvawe na kamatnite stapki na ona nivo koe e konzistentno so celite na monetarnata politika. Pritoa, funkciite koi gi imaat pazarnite operacii vo odnos na raspolo`ivite instrumenti i zadol`itelna rezerva se od mo{ne golemo znaewe. Nekolku strukturni faktori imaa uloga vo utvrduvaweto na soodvetni ot miks na instrumenti vo daden period: nivoto na konkurencija vo bankarski ot sistem i na pazarot na hartii od vrednost, karakteristikite na pazarot na pari, zdravosta na bankarski ot sistem, sigurnosta i efikasnost na sistemot na poramnuvawe. Vo taa nasoka, potrebno e postojano sledewe i preocenuvawe na izborot na instrumenti i nivnite karakteristiki, vo soglasnost so zgolemuwaweto na likvidnosta i prodlabo~uvaweto na pazarot na pari.

Pazarni operacii

Centralnite banki gi sproveduvaat operaciite na otvoren pazar na dva na~ini: na redovna osnova no so pomala frekfentnost, ili pak nekolku pati vo tekot na denot. Taka na primer (tabela 5), dva pati dnevno interveniraat centralnata banka na Malezija, Tajland, Kolumbija, Rusija i Velika Britanija. Dnevni intervencii praktikuvaa centralnata banka na Indija, Indonezija, Filipini, Brazil, Meksiko, Venecuela, ^e{ka i Turcija. Centralnata banka na Argentina, Kina i ^ile interveniraat dva pati vo tekot na nedelata, dodeka edna{ nedelo na pazarot na pari intervenira centralnata banka na Korea, Peru, Ungarija, Polska, Ju`na Afrika i ECB.

Frekfentnosta pri sproveduvaweto na operaciite na otvoren pazar zavisi od pove}e faktori: transakcionite tro{oci, sistemot na ispolnuvawe na zadol`itelna rezerva, dostapnost do likviden kolateral, fleksibilnost na operaciite, prirodna na operaciite. Pri izborot na instrumentite, glaven motiv za centralnata banka mo`e da bide potrebata da se signalizira jasno

²⁶ Po~nuvaj}i od januari 2003 godina, kamatnata stapka na kreditite odobreni preku diskontni ot prozorec e povioka od kamatnata stapka na federalnite sredstva i ja pretstavuva gornata granica na kamatnite stapki na me{ubankarski ot pazar. Vo taa smisla, ovoj instrument gi dobiva karakteristikite na raspolo`iviot kredit od centralnata banka (marginal lending facility). Sepak, pokraj za nadminuvawe na kratkoro~en likvidnos en nedostig na krajot na denot, Federalni ot rezerven sistem preku diskontni ot prozorec odobruva i krediti za nadminuvawe na sezonski potrebi na malite depozitni institucii, kako i krediti za nadminuvawe na podolgoro~ni likvidnosni problemi (od tipot kredit vo krajna instanca) kaj poedine~ni banki.

nasokata na monetarnata politika preku eden ili dva instrumenti koi pazarot gi ima pri fateno kako osnoven instrumen. Pritoa, pazarnite instrumenti mo`e da se grupiraat vo slednive ~etiri kategorii:

- repo transakcii;
- izdavawe na kratkoro~ni hartii od vrednost;
- definitivni transakcii na sekundarniot pazar;
- devizni svop transakcii .

Podatocite vo tabela 7 poka`uvaat deka naj~esto upotrebuvan instrument se repo transakciite. Dosta ~esto se koristat i definitivnite transakcii i izdavaweto na kratkoro~ni hartii od vrednost. Deviznite svop transakcii se, isto taka, ~est instrument na monetarnata politika kaj nekolku od zemjite vo razvoj.

Tabela 7
Tipovi na pazarni operacii

	Repo transakcii	Obratni repo	Izdavawe na hartii na CB	Kupuvawe i prodaba na obvrznici	Izdavawe na dr`avni hartii	Devizni svopovi	Primawe na depoziti od banki	Krediti
Kina			✓					
Indija	✓	✓		✓		✓		
Indonezija			✓				✓	
Korea	✓	✓	✓	✓				
Malezija	✓	✓	✓	✓			✓	
Filipini	✓	✓		✓			✓	
Singapur	✓	✓		✓		✓	✓	✓
Tajland	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
Argentina			✓					
Brazil	✓	✓	zabraneto	✓				
^ile	✓	✓	✓	✓		✓		
Kolumbija	✓	✓			✓			
Meksiko			✓					✓
Peru	✓		✓			✓	✓	
Venecuela	✓	✓	✓					
^e{ka	✓	✓	✓					
Estonija	✓						✓	
Ungarija	✓	✓	✓	✓		✓		✓
Polska	✓		✓	✓				
Romanija		✓	✓	✓		✓	✓	✓
Hrvatska	✓	✓	✓	✓				
Makedonija	✓	✓	✓	✓				
Bugarija						✓		✓
Rusija	✓	✓		✓			✓	✓
Izrael			✓			✓	✓	✓
Saudiska Arabija	✓	✓						
Ju`na Afrika	✓	✓	✓			✓		
Turcija	✓	✓	✓	✓			✓	✓

Izvor: Centralni banki

v Repo transakcii

Repo transakciite se sre}avaat vo razni formi (kako na pr: buy/sell backs, pozajmuvawe na hartii od vrednost, posebni kolateralizirani krediti) koi se pogodni od aspekt na celite na operativnata monetarna politika i istovremeno gi reflektiraat pravnite i institucionalnite ramki koi preovladuvaat vo zemjata. Repo transakciite iako se direktno zavisni od definitivnite transakcii (osnovata za presmetka na repo stapkata proizleguva od cenite na hartii od vrednost na sekundarniot pazar) se pak, nemaat direktan efekt vrz cenite na hartiite od vrednost koi slu`at kako kolateral. Pritoa, kako kolateral glavno se koristat dr`avni hartii od vrednost ili hartii od vrednost na centralnata banka (tabela 8). No, vo odredeni slu~ai se sretnuva i

koristewe na hartii od vrednost na banki i visoko rangirani korporativni hartii od vrednost, pri {to nivnata upotreba e pokarakterisit~na za razviente zemji.

Tabela 8

Tipovi na hartii od vrednost koi se koristat pri sproveduvawe na pazarni te operacii

(procet na centralni banki koi gi koristat)

	HV na CB	Dr`avni zapisi	Dr`avni obvrznici	HV na lokalna vlast	Drugi HV garantirani od dr`avata	Komercijalni bankarski HV	HV na ostatokot na privaten sektor
Zemji vo razvoj	70	90	60	5	25	5	0
Razvieni zemji	25	100	13	88	88	75	75

I zvor: BIS Papers No 23 Globalization and monetary operations in emerging economies

Imaj}i gi predvid pogodnostite od primenata na repo transakciite od aspekt na centralnata banka, **NBRM** otpo~na so voveduvawe na repo transakcii pri sproveduvawe na monetarnite operacii vo tekot na 2005 godina. Koristeweto na repo operaciite e osobeno pogodno bidej}i na toj na~in se nadminuvaat odredeni slabosti konstatirani pri odobruvaweto na kolateralizirane krediti, vo procesot na zalo`uvawe na hartii od vrednost i vo procesot na realizacija na zalgot. Pritoa, aktivno se koristat repo transakcii pri odobruvawe na intradnevni (za potrebite na platniot promet) i lombarden kredit (za potrebite za nadminuvawe na likvidnosniot nedostig na krajot na denot). Aukciski repo-transakcii }e otpo~nat da se primenuvaat vo tekot na 2007 godina, pri {to }e bidat nameneti za upravuvawe so likvidnosta na pokratok rok preku sproveduvawe povremeni intervencii. Pritoa, aukciskite repo-transakcii }e mo`e da se sproveduvaat vo dvete nasoki, odnosno za povlekuvawe i emitirawe likvidnost. Imaj}i ja predvid dominantnosta na instrumentot blagajni~ki zapisi, vo po~etokot se o~ekuva aukciskite repo-transakcii poretko da se upotrebuvaat kako instrument za sterilizacija i pove}e da bidat nasoeni kon emitirawe likvidnost vo periodot me}u dve redovni intervencii na aukcijata na blagajni~ki zapisi.

v Izdavawe na hartii od vrednost

Nedostigot na pogodni kolateral za sproveduvawe na repo transakciite mo`e da bide pri~ina za izdavawe na hartii od vrednost na centralnata banka. Istovermeno, preku svoje hartii od vrednost centralnata banka jasno go signalizira posakuvanoto nivo na kamatni stapki. Centralnite banki vo nekolku zemji kako na primer, ^ile, Kina, Kolumbija, Korea, Malezija, Filipini, Peru, Rusija, [ri Lanka, Tajvan, Tajland i nekoi evropski zemji vo tranzicija za celite na sterilizacija koriste izdavawe na sopstveni hartii od vrednost. Potrebata od izdavawe na sopstveni hartii od vrednost proizleguva od nedovolniot volumen na dr`avni hartii od vrednost za sproveduvawe na operacii na otvoren pazar, nemo`nost na centralnata banka da dojde do dr`avni hartii od vrednost, i nerazvien ili nedovolno razvien pazar na dr`avni hartii od vrednost. Pritoa, hartii od vrednost se naj~esto kratkoro~ni do srednoro~ni (imaat rok do 1 godina i samo vo nekoi zemji kako Korea i Tajvan imaat rok na dostasuvawe do 2 godini) i sekoga{ nosat pazarno utvrdeni kamatni stapki. Kako rezultat na pazarnosta na izdadeni hartii od vrednost, golem broj od centralnite banki koi izdavaat sopstveni hartii od vrednost za sterilizirawe na likvidnosta od bankarskiot sistem, se soo~uvaat so visoki tro{oci, koi mo`at da ja zagrozat nezavisnosta na centralnata banka. Pokraj toa, izdavaweto na hartii od vrednost od strana na centralnata banka mo`e da

rezultira so segmentirawe na finansiskite pazari vo ekonomijata, {to ja ote`nuva monetarnata transmisija od svoja strana.

Za da se nadminat negativnostite koi se javuvaat kako posledica na izdavaweto na hartii od vrednost na centralnata banka za potrebite na sterilizacija, odredeni centralni banki, vo dogovor so dr`avata, koristat izdavawe na dr`avni hartii od vrednost za monetarni celi. Takov e slu~ajot so centralnata banka na Nov Zeland kade so namaluvawe ili zgolemuwawe na ponudata na dr`avni zapisi se regulira nivoto na likvidnost vo bankarskiot sistem. Pritoa, dr`avata i pokraj toa {to izdava hartii od vrednost za potrebite na monetarnata politika, vr{i celosno servisirawe na obvrskite po izdadenite hartii od vrednost i na toj na~in indirektno ja {titi nezavisnosta na centralnata banka. Na sli~en na~in e postignat dogovor pome|u vladata i centralnata banka i vo Indija, kade dr`avni hartii od vrednost se izdavaat od 2004 godina.

Vo nasoka na sozdavawe uslovi za natamo{no pro{iruvawe na postoe~kiot set monetarni instrumenti, kako i zgolemuwawe na nivnata efikasnost, vo tekot na mart 2006 godina **NBRM** zapo~na so prenaso~uvawe na del od blagajni~kite zapisi vo dr`avni zapisi za monetarni celi. Na toj na~in, se ovozmo`uva sterilizirawe na strukturniot vi{ok na likvidnost na podolg rok. Investiraweto na bankite vo novite finansiski instrumenti sozdava uslovi za implementirawe na monetarnata politika so koristewe novi monetarni instrumenti, koi se vo soglasnost so instrumentalnata ramka na Evropskata centralna banka.

v Definitivni transakcii

Definitivnite transakcii na sekundarniot pazar se koristat za ubla`uvawe na strukturniot vi{ok ili nedostig koj se javuva vo kontinuiran period i konstanten iznos. Pri sproveduvaweto na definitivnite transakcii, centralnata banka treba sekako da raspolaga so dovolen i adekvaten iznos na hartii od vrednost vo svoeto portfolio. Sepak, efikasnostna na ovie transakcii vo golema merka zavisi od likvidnosta na pazarot na hartii od vrednost koi {to se koristat, pri {to vo golem broj zemji ne postojat dlaboki i diversificirani pazari na hartii od vrednost.

Od napu{taweto na direktnite instrumenti vo prviot kvartal na 2000 godina i celosnoto preminuvawe kon upotreba na indirektni monetarni instrumenti, **NBRM** e naso~ena kon razvoj na finansiskite pazari vo Republika Makedonija. Osnovnata cel na anga`iraweto na NBRM vo sferata na razvojt na finansiskite pazari e sozdavawe preduslovi za natamo{no podobruvawe na postojniot instrumentarium {to treba da ovozmo`i poefikasno sproveduvawe na monetarnata politika.

Vo taa smisla, pokraj aktivnoto vku~uvawe na NBRM vo razvojt na primarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost<sup>27</sup>, NBRM osobeno vnimanie mu posvetuva na pra{aweto za postavuvawe i razvoj na sekundarniot pazar na dr`avni hartii od vrednost. Za taa cel, NBRM vospostavi regulativna i infrastrukturna ramka za funkcionirawe na pazari preku {alter vo tekot na prvata polovina na 2005 godina. Infrastrukturnata ramka na pazarot preku {alter vo tekot na 2006 godina e nadopolneta so vospostavuvawe na elektronska platforma za trgovawe so dr`avnite zapisi, so {to se sozdavaat uslovi za zgolemena transparentnost na ovoj pazar.

²⁷ Preku u~estvo vo izgotvuvawe na *Strategija za razvoj na pazarot na dr`avni hartii od vrednost*, zaedno so Ministerstvoto za finansii vo tekot na 2003 godina kako i vo uloga na agent za dr`avata pri redovnoto sproveduvawe na aukciite na dr`avni hartii od vrednost.

Na početokot na 2007 godina NBRM je otpočne i so sproveduvawe na definitivni transakcii so hartii od vrednost na sekundarniot pazar. Na toj način, je se ovozmožilo povremeno sklučuvawe na transakcii so hartii od vrednost pomeđu NBRM i bankite, so cel upravuvawe so likvidnosta na podolg rok od onoj na blagajničkite zapisi, koi ja imaat ulogata na redovni intervencii na NBRM. Ovoj instrument prvenstveno se planira da se koristi za povlekuvawe likvidnost na definitivna osnova, koristejќi gi hartii od vrednost vo bilansot na NBRM, { to } e ovozmožilo sterilizirawe na likvidnosta na podolg rok.

v Devizni svop t transakcii

Koga domaćnite pazari na hartii od vrednost ne se razvieni, a vo isto vreme postoji likviden devizen pazar, koristeweto na svop transakcii kako instrument na monetarnata politika može da bide najdobar način centralnata banka da vlijae vrz nivoto na likvidnost vo bankarskiot sistem. Istovremeno, bidejќi pri svop transakcii se dogovaraat dve transakcii (spot kupuvawe/prodavawe na edna valuta i terminsko prodavawe/kupuvawe na istata valuta), efektot od spot transakcijata se neutralizira so sklučuvawe na terminskata transakcija, i na toj način se izbegnuva direktnoto vlijanie na ovie transakcii vrz dvičeweto na spot devizniot kurs. Sekako deka pri svop transakcii postojat izvesni rizici: nestabilna vrednost na deviznite sredstva koi se predmet na svop transakcijata, izloženost na Herstatt rizik vo poramnuvaweto, plitok pazar na forvard devizni kursevi itn.

Nekolku latinoamerikanski i centralno-evropski državi gi koriste deviznite svop transakcii kako instrument za sterilizirawe. Od azijskite zemji Tajland, Singapur i Malezija gi koiriste deviznite svop transakcii kako instrument na monetarnata politika, osobeno vo periodi na nenadejno zgolemuwawe na deviznite rezervi sledeno od podocnežno namaluvawe na rezervi.

Od razvienenite zemji, [vajcarija e primer kade svop transakcii se glaven instrument na monetarnata politika. Ova se dolži na dolgata istorija na buxetski suficiti ({ to ja limitira potrebata na državata od finansirawe preku izdavawe na hartii od vrednost, i na toj način doveduva do pomal obem na hartii od vrednost koi može at da se koristat kako kolateral za drugite pazarni operacii od strana na centralnata banka) i visokiot iznos na obvrznici vo sopstvenost na golemi investitori koi gi čuvaat hartii od vrednost do rokot na dostasuvawe (hold-till-maturity). Isto taka, Germanska centralnata banka gi koriste { e deviznite svop transakcii za da gi motivira germanskite banki da investiraat vo stranstvo vo forma na portfolio investicii, { to rezultira { e so značajno namaluvawe na neto kratkoročnite devizni obvrski na bankite.

Deviznite svop transakcii bea sostaven del od monetarniot instrumentarium na **NBRM** vo podolg period. Imeno, deviznite svop transakcii se koriste do vtorata polovina na 2001 godina kako instrument za obezbeduvawe likvidnost na krajot na denot (ima { e ista uloga i znaewe kako i lombardniot kredit). Deviznite svop transakcii za redovno upravuvawe može da se sproveduvaat aukciski ili na bilateralna osnova. Bilateralnite devizni svop transakcii najgolema primena najdoa vo tekot na prvata polovina na 2001 godina, koga NBRM intervenira { e na devizniot pazar so cel stabilizirawe na dvičeweto na devizniot kurs, naručeno poradi vloženata bezbednosna sostojba vo zemjata. Aukciskite devizni svop transakcii imaa za cel nadminuvawe na problemite koi proizleguvaa od nedostigot na kvalitetni hartii od vrednost vo portfolioto na bankite koi može da poslučat kako kolateral vo uslovi na potreba od sproveduvawe na aukcii na krediti za doturawe na likvidnost vo

bankarskiot sistem. Meѓutoa, poradi upravuvaweto vo uslovi na strukturen vi{ok na likvidnost, deviznite svop aukcii ne najdoa pogolema primena i bea ukinati vo prvata polovina na 2005 godina²⁸.

Raspolo`ivite instrumenti (standing facilities)

Raspolo`ivite instrumenti, za razlika od pazarnite instrumenti koi se na inicijativa na centralnata banka, se instrumenti koi se na inicijativa na bankite. Pritoa, kako instrument na monetarnata politika imaat dve zna~ajni funkcii: 1) signalizirawe na nasokite na politikata na centralnata banka i limitirawe na porastot odnosno namaluvaweto na pazarnite kamatni stapki (formirawe na t.n. koridor na kamatni stapki); i 2) ovozmo`uvawe na dopolnitelna likvidnost vo uslovi na neo~ekuvani likvidnosni dvi`ewa vo uslovi na neefikasna distribucija na likvidnosta preku meľubankarskiot pazar.

Pri koristeweto na ovie instrumenti osobeno e zna~ajno tie da se dizajniraat i koristat na na~in koj nema da go spre~i razvojt na pazarot i negovata efikasnost, kako i da se zadr`i odredeno nivo na diskrecija od strana na centralnata banka pri upravuvaweto so vkupnata likvidnost vo bankarskiot sistem. Vo zemjite so razvieni pazari na pari, raspolo`ivite instrumenti se dopolna na pazarnite operacii, osobeno vo segmentot na limitirawe na nestabilnosta na pazarnite kamatni stapki. Sposobnosta na centralnata banka da sproveduva fleksibilni pazarni operacii, kako i pri fa}aweto na odredeno nivo na fluktuirawe na pazarnite kamatni stapki mo`e da vlijae na funkcioniraweto na raspolo`ivite instrumenti. Vo taa smisla, dokolku centralnata banka e podgotvena da tolerira pogolemi fluktuacii na kamatnite stapki mo`e da se namali koristeweto na raspolo`ivite instrumenti i da dovede do pro{iruvawe na koridorot. Isto taka, prose~nato ispolnuvawe na zadol`itelna rezerva mo`e da predzivika namaleno koristewe na raspolo`ivite instrumenti, bidej}i na toj na~in se ovozmo`uva po fleksibilno upravuvawe so likvidnosta od strana na bankite.

Dizajnot i funkcioniraweto na raspolo`ivite instrumenti e isto taka povrzan i so razvijenosta na platniot promet na zemjata. So koristeweto na bruto poramnuvawe na transakciite vo realno vreme (RTGS), ulogata na kreditite na krajot na denot se pove}e se namaluva, dodeka od druga strana raste ulogata na intradnevните krediti koi se koristat za nadminuvawe na redovite na~ekawe karakteristi~ni za ovoj sistem na poramnuvawe. Pritoa, RTGS sistemite ovozmo`uvaat jasno podvojuvawe na instrumentite koi imaat funkcija vo ramki na platniot promet od raspolo`ivite instrumenti koi imaat funkcija vo nasoka na ostvaruvawe na vlijanie vrz monetarnite uslovi. Raspolo`ivite instrumenti se naj~esto so relativno kratka ro~nost, odnosno stanuva zbor za instrument so rok od eden den (de facto preku no} bidej}i ovie instrumenti se koristat na krajot na rabotniot dena, a se vra}aat naj~esto na po~etokot na naredniot raboten den).

Zastapenosta na raspolo`ivite instrumenti kako del od operativните proceduri na centralnite banki mo`e da se sogleda od tabela 9.

²⁸ Veli~kovski (2004): "Ulogata i zna~eweto na operacii na otvoren pazar vo implementiraweto na monetarnata politika - slu~ajot na Makedonija", del IV

Tabela 9

Karakteristiki na raspoloživi instrumenti (standing facilities)

	Raspoloživ kredit kaj CB	Potreben kolateral za krediti	Drugi ogranikovana na krediti	Raspoloživ depozit kaj CB
Kina	rediskonten prozorec			
Hong Kong	diskonten prozorec	hv na CB	ne	nema
Korea	privremen kredit	hv na CB i dr`ava	da	
Filipini	kredit preko no}	dhv	ne	depozit preko no}
Singapur	kredit na kraj na den	dhv	da	
Tajland	likvidnosni prozorec	hv na CB i dr`ava	ne	nema
Argentina	rediskonten prozorec	dhv	da	da
Brazil	diskonten prozorec	dhv	ne	nema
Åile	likvidnosna kreditna linija	ne	ne	likvidnosni depozit
Kolumbija	repo preko no}	dhv	ne	aukcija na plasmani kaj CB
Meksiko	pre-ekoruvawe	dhv	da	nema
Peru	kredit preko no}	hv na CB, dr`ava, AAA	da	depozit
Venecuela	rediskont	dhv	ne	nema
Åe{ka	repo preko no}	da	da	depozit preko no}
Estonija	nema			depozit
Ungarija	kolateraliziran kredit preko no}	dhv, C	ne	depozit
Polska	lombarden kredit	dhv	ne	kratkoro~ni depoziti
Romanija				depozit
Hrvatska	kredit	dhv		depozit kaj centralna banka
Makedonija	lombarden kredit preko no}	dhv	ne	nema
Rusija	kolateraliziran kredit preko no}	hv na CB i dr`ava	ne	depozit preko no}
Izrael	mo`nost za kredit	dhv		
Saudiska Arabija	repo preko no}	dhv	ne	obraten repo
Ju`na Afrika	repo za definitiven kliring	hv na CB i dr`ava		obraten repo za definitiven kliring
Turcija	likvidnosni prozorec	dhv	da	Bid mo`nost

Izvor: Centralni banki

Pojasnuvawe: CB-centralna banka; dhv-dr`avni hartii od vrednost (obvrznici); AAA-AAA rangirani firmi, C-korporativni obvrznici

Raspoloživite instrumenti opfa}aat vsu{nost dva vida na instrumenti:
- krediti od centralna banka: pristapot do raspoloživiot kredit (~estopati se narekuva diskonten prozorec ili lombarden kredit) e ponekoga{ ogranichen. Od o~igledni pri~ini, ovie transakcii se ogranicheni od koli~estvoto na hartii od vrednost koi se vo portfolioto na bankite i koi centralna banka gi prifa}a kako kolateral. Isto taka, postojat i odredeni drugi ogranikovana kako: limitirawe na iznosot koj mo`e da se pozajmi; limitirawe na pristapot do ovoj instrument po izvesen broj denovi na posledovatelno koristewe, postavuvawe na kamatna stopka nad pazarnata kamatna stopka, utvrduvawe povioka kamatna stopka za kredit nad određen iznos.

- depoziti kaj centralna banka: najčesto ovoj instrument se karakterizira so niska kamatna stopa koja ne e atraktivna za bankite i toa so cel da se izbegne koirsteweto na ovoj instrument prečesto od strana na bankite.

Monetarniot instrumentarium na **NBRM** od raspolo`ivite instrumenti go opfa}a samo kreditot na krajot na denot - lombarden kredit. Lombardnata kamatna stopa pretstavuva gorna granica za fluktuaciite na pazarnite kamatni stapki i e povioka od kamatnite stapki na pazarite na pari. Lombardniot kredit se odobruva preku repo transakcii, pri {to soodveten kolateral se blagajni~kite i dr`avnite zapisi. Ne postojat nikakvi ograni~uvawa vo pogled na negovo koristewe, taka {to negovata funkcija e celosno nasoeana kon zgolemuwawe na efikasnosta pri upravuvaweto so likvidnosta od strana na bankite.

Zgolemuwawe na efikasnosta na instrumentite na monetarnata politika

Se pogolemoto potpirawe na finansiskite pazari pri sproveduvaweto na monetarnata politika, koi sega se pootvoreni kon me|unarodnite vlijanija, pokrenuvaat niza pra{awa pred centralnite banki vo pogled na toa {to tie mo`at da napravat za zgolemuwawe na likvidnosta i efikasnosta kako na pazarot na likvidni sredstva na bankite, taka i na pazarot na hartii od vrednost.

Od podatocite po zemji za primenata na odredeni tipovi na hartii od vrednost pri pazarnite transakcii, mo`e da se konstatira deka centralnite banki podednakvo gi koristat emisiite na sopstveni hartii od vrednost kako i hartii od vrednost na dr`avata kako del od redovnite pazarni operacii. Sepak, idnite nasoki vo ovoj pogled se nao|aat vo razvojt na sekundarniot pazar na dr`avnite hartii od vrednost. Pazarite na dr`avni hartii od vrednost vo zemjite vo razvoj vo ovoj moment imaat odredeno nivo na likvidnost, koe sepa e ponisko od nivoto na likvidnost na pazarite vo razvijenite zemji. Merki koi bi mo`ele da se prevzemati za zgolemuwawe na likvidnosta na ovoj zna~aen segment na finansiskite pazari, iako del od niv se nadvor od direktnoto vlijanie na centralna banka, se slednive:

- izdavawe na dr`avni hartii od vrednost i vo uslovi koga dr`avata poradi buxetski suficit nema potreba od finansirawe so zadol`uvawe vo ekonomijata;
- ramnomerna i predvidлива emisija na hartii od vrednost kako i pottiknuwawe na {iroka investitorska baza;
- iscrtuwawe na kriva na prinos, odnosno izdavawe na hartii od vrednost so pove}e ro~nosti;
- minimizirawe na danocite vo vrška so transakciite so hartii od vrednost;
- pokratok ciklus na poramnuwawe i podobra infrastruktura na kliring i poramnuwawe na transakciite so hartii od vrednost;
- izbegnuwawe od zadr`uvawe na golem del od izdadenite dr`avni hartii od vrednost vo portfolioto na bankite i osigurnitnite kompanii po osnov na ispolnuwawe na odredeni prudentni merki;
- soodvetna suprevizija na pazarite i pazarnite u~esnici;
- voveduvawe i koristewe na standardni konvencii i generalni dogovori vo transakciite so hartii od vrednost;
- ovozmo`uvawe na prodavawe na neizdadeni hartii od vrednost (short-selling);
- razvivawe na pazari na derivativi, koi kako osnovno sredstvo koristat dr`avni hartii od vrednost;

- liberalizirawe na pristapot na stranske banki na doma{niot pazar na hartii od vrednost.

Finasiskite pazari nudat potencijalno mnogu korisni informacii za centralnata banka, bidej{i cenite na finansiskite pazari gi inkorporiraat o{ekuvawata na pazarnite u{esnici za idnite dvi`ewa na cenite i kamatnite stapki. Za razlika od drugite informacii, pazarnite ceni se informacija koja e dostapna vedna{ i ne podle`i na revidirawe (se odnesuvaat na sklu{eni zdelki). Centralnata banka treba da gi sledi pazarnite o{ekuvawa vo vrška so kratkoro{nite kamatni stapki so cel da go predvidi najverojatното vlijanie na promenite na monetarnata politika. Vo ova nasoka se i argumentite za koncentrirawe na pazarnite operacii na centralnata banka kon kratkoro{nite kamatni stapki, ostavaj{i gi dolgoro{nite kamatni stapki da se formiraat pod nivno vlijanie i da gi odrazuvaat pazarnite o{ekuvawa za idnite dvi`ewa na kratkoro{nite kamatni stapki. Pritoa, krivata na prinos na dr`avnite hartii od vrednost e najsoodvetna za sogleduvawe na o{ekuvawata na dolg rok i kredibilitetot na monetarnata politika.

Zgolemenoto potpirawe vrz pazarnite kamatni stapki dovede do zgolemuwawe na vnimanieto vo pogled na signalite koi se reflektiraat na pazarot vrz osnova na prevzenite merki na centralnata banka. Vo taa nasoka, golem broj centralni banki se ubedeni deka zgolemenata transparentnost vo pogled na operaciite koi gi realiziraat i komunikacijata so javnosta im pomaga da izgradat podobro razbirawe i pri fa{awe na operativnata monetarna politika. Sепак, postojat nijansi vo mislewata za nivoto na transparentnost na operativnata monetarna politika. Vo pogled na generalnite aspekti na monetarnata politika (krajnata cel i transparentnosta na redovnite transakcii - na pr: procedurite na aukciite) postoi konsenzus vo korist na {to pogolema transparentnost. Od druga strana, vo pogled na specifi{nite aspekti na monetarnata politika, kako i neкои mnogu brzi intervencii na centralnata banka, postoi pomala soglasnost vo pogled na nivoto na transparentnost. Imeno, postojat dva jasni motivi za poniska transparentnost kaj merkite na monetarnata politika koi se nosat vo pokratok rok. Prviot motiv e toa {to pri zgolemena transparentnost kaj ovie intervencii na centralnata banka se gubi fleksibilnosta. Vtoriot motiv e toa {to transparentno istaknata kratkoro{na cel na monetarnata politika mo`e da predizvika *politi{ki pritisok* koj bi mo`e da go odlo{i prevzemaweto na neophodniot poteg na monetarnata politika. Mo`ebi najadekvaten pogled vo odnos na transparentnosta na operativnata monetarna politika bi bil onoj koj se zalaga za toa deka od vreme na vreme centralnata banka treba da go iznenadi pazarot.²⁹

III. Zaklu{ok

Po uspe{no stabilizirawe na inflacionite o{ekuvawa, zemjite vo razvoj se pove}e se orientiraat kon primena na fleksibilni devizni kursevi, pri {to strategijata na targetirawe na inflacijata ovozmo`uva kredibilitet na monetarnata politika. Pritoa, bez ogled na re`imot na devizniot kurs, centralnite banki na zemjite vo razvoj interveniraat na devizniot pazar so cel namaluvawe na nestabilnosta na devizniot kurs. Vтора karakteristika e raste{kiot trend na deviznite rezervi i potrebata od sterilizacija na vi{okot na likvidnost koj se kreira so kupuvaweto na devizite na devizniot pazar.

²⁹ Van't dack (1999): "Implementing monetary policy in emerging market economies: an overview of issues", BIS Policy Papers No 5

Sterilizacija na vi{okot na likvidni sredstva e sekoga{ povrzana so tro{oci na centralnata banka koi proizleguvaat od razlikata pome|u prinosot na doma{nite sredstva (koi gi izdava centralnata banka za sterilizirawe i koi se tro{ok za nea) i prinosot na deviznite sredstva (plasirani vo stranstvo po poniski kamati).

Vo odnos na operativnite proceduri na monetarnata politika vo zemjite vo razvoj, se ~ini kako da e nadminata ve~nata dilema pome|u koristeweto na monetarnite agregati ili kamatni stapki, vo korist na koristeweto na kratkoro~nite kamatni stapki kako operativen target na monetarnata politika. Vo taa nasoka, instrumentite na monetarnata politika se sî pove}e pazarno orientirani. Taka, zadol`itelna rezerva skoro vo site zemji se karakterizira so prose~no ispolnuvawe na obvrskata, {to ovozmo`uva pogolema fleksibilnost vo upravuvaweto so likvidnosta na bankarskiot sistem i vlijae na namaluvawe na pobaruva~kata na pari. Pritoa, stapkite na zadol`itelna rezerva seu{te se visoki kaj odredeni zemji vo razvoj, {to zaedno so nadomestuvaweto na zadol`itelna rezerva po kamatni stapki poniski od pazarnite i davaat karakteristiki na zadol`itelna rezerva na “danok” za bankarskiot sistem.

Vo odnos na pazarnite operacii koi se primenuvaat od strana na centralnite banki vo zemjite vo razvoj, najgolem del od niv koristat repo transakcii paralelno so izdavaweto na sopstveni hartii od vrednost ili dr`avni hartii od vrednost (vo odredeni slu~ai kako alternativno re{enie se koristi izdavaweto na dr`avni hartii od vrednost za monetarni celi). Od raspolo`ivite instrumenti, po~esto se koristat razli~nite vidovi na krediti od centralnata banka, dodeka odredeni banki primenuvaat i nekoja od formite na depozit kaj centralnata banka, bilo kako instrument za signalizirawe ili kako signal za dolnata granica na pazarnite kratkoro~ni kamatni stapki.

Idnite aktivnosti na centralnite banki vo zemjite vo razvoj se naso~eni glavno kon zgolemuwawe na likvidnosta na pazarot na dr`avnite hartii od vrednost, kako segment koj go ovozmo`uva ponatamo{niot razvoj na ostanatite finansiski pazari. Op{to prifateno e deka iscrtuvaweto na bezrizi~nata kriva na prinos }e ovozmo`i osnov za vrednuvawe na ostanatite finansiski instrumenti vo ekonomijata i }e poslu`i kako izvor na zna~ajni informacii za pazarnite o~ekuvawa i indirektno procenuvawe na inflacionite o~ekuvawa i tendenciite na stopanskiot rast.

Vtor osobeno zna~aen segment, koj }e pretstavuva predizvik za centralnata banka, e transparentnosta na monetarnata politika i komunikaciite so javnosta. Pritoa, transparentnosta na centralnata banka e relativno razbrana vo pogled na informaciite koi centralnata banka gi stava na raspolagawe na javnosta. Mo`e da se zaklu~i deka transparentnosta na centralnata banka vo odredeni segmenti kaj redovnite transakcii i instrumenti e neophodna. Sepak, vo odredeni slu~ai centralnata banka neophodno e da zadr`i odredeno nivo na diskrecija pri sproveduvaweto na operaciite zaradi postignuvawe na posakuvanite efekti.

Koristena literatura:

- Ball, Laurence (1999): "Policy rules for open economy", NBER
- Borio (1997): "The implementation of monetary policy in industrial countries; a survey", BIS Economic Papers No 47
- Buzeneca, Manio (2007): "Monetary policy implementation: Results from survey", WP/07/7
- Canales-Kriljenko (2003) "Foreign exchange interventions in developing and transition economies: results of survey" IMF WP 03/95
- Duttgupta, Fernandez, Karacadag (2004): "From Fixed to Float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility", IMF WP 04/126
- Fischer Stanley (2001): "Exchange rates regimes: is the bipolar view correct?" Jornal of Economics Perspectives
- Ganley, Joe: "Surplus Liquidity: Implications for Central Banks", Bank of England Lecture series No.3
- Hawkins (2003): "Globalization and monetary operations in emerging economies", BIS Papers No 23
- Khan, Mohsin (2005): "Current issues in the design of monetary policy", IMF
- Mohanty and Scatigna (2004): "Has globalisation reduced monetary policy independence?", BIS Papers No 23
- Mohanty and Marc Klau (2004): "Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence", BIS WP No 149
- Monetary policy in Hungary (2000, 2002)
- Krugman, Obstfeld (2003): International Economics, Ch. 19, 20, 21, 22
- Schaechter (2001): "Implementation of monetary policy and the central bank's balance sheet", IMF WP No 01/149
- Van't dack (1999): "Implementing monetary policy in emerging market economies: an overview of issues", BIS Policy Papers No 5