

Таки Фити

**УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА
И НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА
ВО СТАБИЛИЗАЦИЈАТА НА
ЕКОНОМИИТЕ**

Уредник
академик *Абулменаф Беҗейи*

МАКЕДОНСКА
АКАДЕМИЈА
НА НАУКИТЕ И
УМЕТНОСТИТЕ

ТАКИ ФИТИ

УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА И
НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА
ВО СТАБИЛИЗАЦИЈАТА НА
ЕКОНОМИИТЕ



СОДРЖИНА

<i>Предговор</i>	1
------------------------	---

1 СТАБИЛИЗАЦИОНАТА ФУНКЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

1. КРАТКОРОЧНИТЕ ФЛУКТУАЦИИ НА ЕКОНОМСКАТА АКТИВНОСТ И ПОТРЕБАТА ОД СТАБИЛИЗАЦИОНИ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ	7
1.1. За феноменологијата на бизнис-циклусите.....	7
1.2. Евиденција на бизнис-циклусите.....	9
1.3. Бизнис-циклусите и потребата од стабилизациони макроекономски политики.....	13
2. ЕВОЛУЦИЈАТА НА МАКРОЕКОНОМСКАТА МИСЛА ЗА РЕЛАТИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ НА КЛУЧНИТЕ ПОЛИТИКИ - КЕЈНЗИЈАНСКО-МОНЕТАРИСТИЧКИТЕ КОНТРОВЕРЗИИ	18
2.1. Кејнзовите гледишта за значењето на фискалната и на монетарната политика за стабилизација на економиите.....	18
2.2. Раните критики на Кејнзовите гледишта за фискалната и за монетарната политика.....	22
2.3. Конфронтациите на Фридман со Кејнзовите гледишта за фискалната и за монетарната политика.....	24
3. НЕОКЛАСИЧНАТА СИНТЕЗА, СЛАВНИТЕ ТРИЕСЕТТИ И ЗЛАТНАТА ДОБА НА МАКРОЕКОНОМИЈАТА	25
3.1. Неокласичната синтеза – суштина на концептот.....	25
3.2. Конфронтациите во макроекономската наука за релативното значење на фискалната и на монетарната политика во периодот по неокласичната синтеза.....	29
<i>Значењето на фискалната, односно на монетарната политика за стабилизацијата на економијата</i>	30
<i>Филипсовата крива</i>	31
<i>Дискрециони макроекономски политики или политики базирани врз правила?</i>	33

3.3. Значењето на неокласичната синтеза за развојот на модерната макроекономска наука.....	35
4. ЗА КООРДИНАЦИЈАТА МЕЃУ ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА	36
4.1. Општи согледувања.....	36
4.2. Изборот на фискално-монетарниот микс.....	38
4.3. Бројноста на каналите преку кои се пренесуваат ефектите на фискалната врз монетарната политика и на монетарната врз фискалната политика.....	41
4.4. Различното дејство на фискалната, односно на монетарната експанзија врз структурата на БДП.....	45
4.5. Проблематизирање на ефикасноста на монетарната политика во услови на длабоки рецесии.....	45
4.6. Дополнително усложнување на координацијата на политиките во случајот на Европската монетарна унија.....	47
4.7. Други аргументи за комплексноста и тежината на прашањето за оптималната координација на клучните политики.....	49



ГОЛЕМИТЕ КРИЗИ И УЛОГАТА НА КЛУЧНИТЕ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ

1. ГОЛЕМАТА ДЕПРЕСИЈА 1929–1933 ГОДИНА И ОДГОВОРОТ НА ПОЛИТИКИТЕ	53
1.1. Зошто Големата депресија останува силен интелектуален предизвик за макроекономистите?.....	53
1.2. Фискалната политика за време на Големата депресија.....	55
1.3. Значењето на монетарните фактори и на монетарната политика за време на Големата депресија.....	60
<i>Монетарните фактори како причина за Големата депресија.....</i>	60
<i>Златниот стандард како причина за брзото ширење на Депресијата во светски размери и за нејзината долготрајност.....</i>	63
<i>Ликвидносната стапка и губењето на кредитната функција на банките.....</i>	65
2. ГОЛЕМАТА РЕЦЕСИЈА 2007–2009 ГОДИНА И ОДГОВОРОТ НА ПОЛИТИКИТЕ	67
2.1. Фискалната политика за време на Големата рецесија.....	67
<i>Ликвидносната стапка и посегнување по мерките на фискалната политика.....</i>	67
<i>За ефикасноста на фискалните стимули.....</i>	69
<i>За лимитите на фискалната политика.....</i>	75
2.2. Значењето на монетарните фактори и на монетарната политика за време на Големата рецесија.....	78

<i>Монетарните шокови можат да имаат значајно влијание врз реалните макроекономски големини</i>	78
<i>Монетарната политика, проблемите на ниските каматни стапки и очекувањата</i>	80
<i>За зачестеноста на епизодите на ЗЛВ</i>	86
<i>Како се справува креаторите на политиките со проблемите на ЗЛВ за време на Големата рецесија и во посткризниот период?</i>	87
<i>Има ли нови решенија за зголемување на ефикасноста на монетарната политика во услови на ЗЛВ?</i>	89
3. СУМИРАЊЕ НА ИСКУСТВОТА ЗА ДЕЈСТВУВАЊЕТО НА ФИСКАЛНАТА И НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ЗА ВРЕМЕ НА ГОЛЕМИТЕ КРИЗИ	93

3 ОГРАНИЧУВАЊАТА НА СТАБИЛИЗАЦИОНИТЕ ПОЛИТИКИ

1. ОПШТИ СОГЛЕДУВАЊА	99
2. НОВОКЛАСИЧАРСКИТЕ КОНЦЕПТИ ЗА (НЕ)ЕФИКАСНОСТА НА ПОЛИТИКИТЕ	101
2.1. Критиката на Лукас.....	101
2.2. Концептот на неефикасност (ирелевантност) на политиките	102
2.3. Концептот на (не)конзистентност на политиките низ времето.....	103
2.4. Доцните дебати за политиките базирани врз правила наспроти дискреции.....	105
3. ПРЕТКРИЗНИОТ КОНСЕНЗУС ЗА ЕФЕКТИТЕ И ОГРАНИЧУВАЊАТА НА ПОЛИТИКИТЕ ВО РАМКИТЕ НА ГЛАВНАТА СТРУЈА НА МОДЕРНАТА МАКРОЕКОНОМИЈА	112
4. ШТО СЕ ПРОМЕНИ ВО СФЕРАТА НА ПРЕТКРИЗНИОТ КОНСЕНЗУС ВО СОВРЕМЕНАТА МАКРОЕКОНОМСКА НАУКА?	114
4.1. Општи согледувања.....	114
4.2. За „кризата“ на економската наука.....	115
4.3. Што е ново во доменот на поставеноста и функционирањето на фискалната политика во посткризниот период?	117
4.4. Дали претстои ново обмислување на монетарната политика?.....	119
4.5. За нарушениот консензус околу т.н. Great Moderation	121
4.6. За улогата на владата и на пазарот во алокацијата на ресурсите.....	122
5. СУМИРАЊЕ НА РЕАЛНИТЕ МОЖНОСТИ И ОГРАНИЧУВАЊА НА ДИСКРЕЦИОНИТЕ ПОЛИТИКИ И НА ПРИСТАПИТЕ ЗА РЕЛАТИВИЗИРАЊЕ НА НИВНИТЕ ЛИМИТИ	124

4 УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА И НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО СТАБИЛИЗАЦИЈАТА НА МАКЕДОНСКАТА ЕКОНОМИЈА

1. ОПШТИ СОГЛЕДУВАЊА	131
2. СТАБИЛИЗАЦИОНАТА ФУНКЦИЈА НА МОНЕТАРНАТА И НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО ПРВАТА ДЕКАДА НА ТРАНЗИЦИЈАТА (1990–2000)	132
2.1. Периодот 1990–1995, стратегија на монетарно таргетирање и справување со високата инфлација	132
<i>Теоретските основи на стратегијата на монетарно таргетирање и нејзината практична примена во одделни земји</i>	133
<i>Примена на стратегијата на монетарно таргетирање во Република Македонија</i>	135
2.2. Периодот 1995–2000, таргетирање на девизниот курс – задржување на високата ценовна стабилност	137
2.3. Периодот 2000–2007 година	140
2.4. Периодот по 2008 година	144
<i>Ефектите на кризата врз финансискиот сектор на Република Македонија</i>	145
<i>Ефектите врз реалниот сектор – секторот на претпријатијата</i>	146
3. РЕАКЦИЈА (ОДГОВОР) НА КЛУЧНИТЕ ПОЛИТИКИ ВО ПОСТКРИЗНИОТ ПЕРИОД	148
3.1. За ефикасноста на фискалната политика	148
3.2. Монетарната политика	156
3.3. Координација на клучните политики	160
 <i>Заклучни согледувања</i>	169
<i>Conclusions</i>	185
<i>Корисена литература</i>	199
<i>Индекс на поими</i>	205
<i>Индекс на автори</i>	208

Предговор

На книгава што ја презентирам пред пошироката научна и стручна јавност во Република Македонија, под наслов *Улогата на фискалната и на монетарната политика во стабилизацијата на економиите*, интензивно работев последниве пет-шест години. Прашањето за улогата и релативното значење на клучните политики (фискалната и монетарната) во стабилизацијата на економиите е во фокусот на истражувањето, практично, од самото создавање на модерната макроекономија, односно од појавата на капиталното дело на таткото на макроекономијата, Џон Мејnard Кејnz, *Општите теорија на вработеноста, кампата и парите*, во 1936 година. Ако се тргне од фактот дека краткорочните флукуации на агрегатната економска активност (т.н. бизнис-циклуси), кои се повторуваат постојано, но, во основа, во неправилни и непредвидливи временски периоди, т.е. во неконзистентни амплитуди на замена на рецесиите со експанзии и на експанзиите со рецесии, ги соочуваат модерните економии со големи загуби и дека токму улогата на фискалната и на монетарната политика е да ги врати економиите во „нормала“, кажано е сè за значењето на проблематиката што е предмет на истражување во овој труд. Прашањата за улогата, значењето, поставеноста, ефикасноста/неефикасноста на клучните политики се предмет на мој интерес во моите најзначајни трудови (книги) од областа на макроекономијата објавени во периодот по 2001 година: *Современите макроекономски концепции и политики* (2001), *Нобеловци во економија* (2008 – редактор), *Феноменологија на економските кризи – современите бизнис-циклуси и антициклическите политики* (2009), *Кејнзијанската економска филозофија – од Кејnz до денешни дни* (2011), *Макроекономијата денес – каде е и каде оди модерната макроекономска наука* (2013), *Макроекономските ефекти на фискалната политика во Република Македонија* (коавтор, 2017) и др. Моето досегашно искуство во испитувањето на оваа проблематика ми потврдува дека: **прво**, новите идеи и појавата на новите макроекономски концепти имаат силно влијание и одраз врз поставеноста, начинот на функционирање и ефикасноста/неефикасноста на клучните политики

во стабилизацијата на економиите; **второ**, поврзано со ова, новите концепти редовно предизвикуваат ново обмислување, преобмислување (rethinking) на стабилизационите политики (фискалната и монетарната).

Првото значајно ново обмислување на клучните политики се случи на преодот меѓу седумдесеттите и осумдесеттите години на минатиот век. Дотогаш макроекономистите од неоејнзијанска провениенција (кои имаа доминантни позиции во рамките на главната струја на модерната макроекономија) тврдеа и беа убедени дека се неопходни активни и дискрециони политики (фискална и монетарна) за да се заузда инфлацијата и да се зголеми вработеноста. Ваквото гледиште, всушност, значи застапување за активна улога на државите (владите), т.е. за нивно значајно инволвирање во економскиот живот, односно во регулацијата на вкупната економска активност. Едноставно, тогаш се веруваше дека владите, преку мерките на дискреционата фискална политика, во соработка со централните банки (одговорни за монетарната политика), можат значајно да придонесат за ублажување на последиците од рецесионите нарушувања – невработеноста и инфлацијата, т.е. за стагфлацијата, која особено дојде до израз во периодот по нафтените шокови. Но, по 1980-тите години ваквото гледиште беше сериозно проблематизирано и, како што правилно забележува професорот Оливије Бланшар, подоцна повеќето економисти признаа дека „постои суштинска неизвесност поврзана со ефектите на економската политика“ и дека „таквата неизвесност би требало да води кон помалку активни политики“ – значи, кон помало инволвирање на владите во економската активност. Клучна улога во проблематизирањето на ефикасноста на фискалната и на монетарната политика во тој период одигра појавата на неколку нови, круцијални макроекономски концепти, кои дојдоа од таборот на неокласичарите (спротивниот, конкурентскиот табор на неоејнзијанците) и кои се надградија на придонесите на нобеловците Фридман и Фелпс поврзани со оспорувањето на стабилните односи меѓу невработеноста и инфлацијата на долг рок (Филипсовата крива на долг рок). Станува збор за следниве концепти: концептот за рационалните очекувања и – поврзана со него – т.н. критика на Лукас; концептот за неефективност (ирелевантност) на политиките и концептот за (не)конзистентност на политиките низ времето. Споменативе концепти беа широко прифатени од т.н. нови класичари и понудија значајни аргументи за лимитите на дискреционите стабилизациони политики (фискалната и монетарната). Добрите познавачи на современите макроекономски школи знаат дека овие новокласичарски концепти во значајна мера беа прифатени и од новите кејнзијанци (кои, во суштина, се еклектичари) и дека на овој начин созреаја условите за ново обмислување на политиките, т.е. за формирање на т.н. преткризен консензус за политиките – се мисли на консензусот што владееше до појавата на Големата рецесија 2007–2009 година. Основните постулати на преткризниот консензус за политиките, најсинтетички гледано, беа следниве: **1.** во време на рецесии фискалната политика треба да дејствува преку

автоматските стабилизатори (ова претпоставува отсуство на владина интервенција преку инструментите на фискалната политика – владата да не ги менува ниту даночните стапки, ниту програмите за јавната потрошувачка) или, пак, преку долгорочни правила за нејзино водење (ова повторно исклучува владини дискреции поврзани со даноците и со јавната потрошувачка) и 2. во благи рецесии монетарната стабилизациона политика е помоќна и покорисна од фискалната стабилизациона политика.

Второто значајно ново обмислување на клучните политики, според моето мислење, е иницирано со појавата на Големата рецесија 2007–2009 година. Оваа рецесија (глобалната финансиска и економска криза) влегува во редот на т.н. големи кризи и е најсилна по Големата депресија 1929–1933 година. Една од најбитните заеднички карактеристики на големите кризи е појавата на феноменот на ликвидносна стапица (*liquidity trap*) – состојба кога номиналните каматни стапки се доближуваат до нула или дури и навлегуваат во зона на негативни вредности, поради што монетарната политика станува неефикасна во зауздувањето на кризата, а банкарскиот систем дисфункционален. Последново значи дека, иако централните банки силно ја зголемуваат понудата на пари (инјектираат голема ликвидност во економијата), иако комерцијалните банки (посебно поголемите) имаат релативно лесен пристап до евтини пари, изостанува инвестициската активност – ниту банките се подготвени да даваат кредити, ниту, пак, претпријатијата се подготвени да мобилизираат кредити. Потрошувачите, исто така, се воздржуваат од трошење. Резултатот е јасен – кризата се пролонгира, станува перзистентна и тешко се надминува. Новиот термин за феноменот на ликвидносната стапица е *zero lower bound on interest rates (ZLB)* – во слободен превод ова упатува на состојба на каматни стапки близу до нулата. Иако во современата литература некои автори нагласуваат дека постои суштинска разлика меѓу класичниот и модерниот концепт на *liquidity trap* (главно изведена врз основа на Кејнзовото тврдење за постоење на апсолутна преференција за ликвидност, односно тврдењето на Кругман дека се работи за вишок на чување готовина), мое мислење е дека концептите *liquidity trap* и *zero lower bound on interest rates* се тесно меѓусебно поврзани и меѓу нив, барем од аспект на последиците кои ги предизвикуваат (неефикасност на монетарната политика и дисфункционалност на банкарскиот систем), нема суштинска разлика. Епизодите на ZLB се јавија и за време на Големата депресија 1929–1933 година и за време на Големата рецесија 2007–2009 година, а во втората половина на осумдесеттите и на деведесеттите години на минатиот век и во Јапонија. Проблемот е тежок. Тој ги искомпликува и односите во координацијата на фискалната и на монетарната политика, придонесе за реафирмација на т.н. фискална теорија за нивото на цените (теорија за фискална доминација), понатаму за реафирмација на Кејнзовиот концепт за т.н. животна енергија (*animal spirits*) и сл. Модерната макроекономска наука е силно фокусирана врз истражувањето на овој феномен и врз изнаоѓањето ефикасни решенија за негово надминување, или барем

за негово ублажување – ова особено поради фактот што постојат сериозни студии кои упатуваат дека во иднина епизодите на ZLB ќе бидат почести. Но, засега, нема ефикасни решенија за овој проблем.

Прашањата што беа нотирани претходно поопстојно се анализирани во овој труд и, особено, во контекст на она што е ново во овој труд, т.е. на сосредоточеноста на ова истражување врз поставеноста, функционирањето и ефикасноста/неефикасноста на фискалната и на монетарната политика во услови на големи кризи – Големата депресија 1929–1933 година и Големата рецесија 2007–2009 година. На проблемот на ликвидносната стапица и на епизодите на zero lower bound on interest rates (ZLB) им е посветено посебно внимание. Овој проблем за мене беше доволен мотив да се зафатам со подготовката и објавувањето на оваа книга. Целта ми е на овој начин да ѝ ги презентирам на нашата научна и стручна јавност поновите информации за феноменологијата на големите кризи, посебно за епизодите на ZLB, причините за нивното настанување, последиците од нивната појава, досегашните искуства од одговорот на политиките на состојбата на ликвидносна стапица, сугестиите што доаѓаат од најеминентните економски умови за разрешување на проблемот и сл.

Во трудов е даден и сублимиран приказ за значењето на фискалната и на монетарната политика во стабилизацијата на македонската економија.

Верувам дека трудов ќе им биде од корист на студентите по економија, особено на постдипломците и докторантите, но и на вработените во банките и на креаторите на клучните политики кај нас.

Скопје, ноември 2017

Авиџорџи

1

Глава

СТАБИЛИЗАЦИОНАТА ФУНКЦИЈА НА ФИСКАЛНАТА И НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

1 КРАТКОРОЧНИТЕ ФЛУКТУАЦИИ НА ЕКОНОМСКАТА АКТИВНОСТ И ПОТРЕБАТА ОД СТАБИЛИЗАЦИОНИ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОЛИТИКИ

1.1. За феноменологијата на бизнис-циклусите

Краткорочните флукутации на економската активност, односно **бизнис-циклусите**¹, влегуваат во редот на најкомплексните и најфасцинантни прашања на макроекономската наука. Меѓу економистите денес постои висок степен на согласност дека една од најдобрите дефиниции за бизнис-циклусите доаѓа од професорите Артур Брнс и Весли Мичел, кои во трудот *Мерење на бизнис-циклусите*, објавен од страна на Националното биро за економски истражувања на САД (National Bureau of Economic research – NBER²) во 1921 година, бизнис-циклусите ги дефинираат како промени (флукутации) на агрегатната економска активност, при што многу

¹ За бизнис-циклусите во економијата често се употребува и терминот „економски циклуси“. Некои економисти го употребуваат и терминот „економски кризи“, кој, меѓутоа, повеќе се однесува на надолната фаза на бизнис-циклусот, т.е. на рецесијата, особено ако станува збор за длабока и перзистентна рецесија, т.е. за депресија.

² Националното биро за економски истражувања NBER, е приватна, непрофитна и независна истражувачка организација (агенција), основана во 1920 година, со цел да го истражува начинот на функционирање на економијата, со посебен фокус на краткорочните флукутации на агрегатната економска активност, т.е. на бизнис-циклусите. NBER е посебно фокусирана на истражување на бизнис-циклусите во САД, како епицентар на кризните нарушувања, иако денес студиите на NBER опфаќаат и поширок контекст, т.е. ги елаборираат и бизнис-циклусите во светски размери. Во рамките на NBER постои комитет што ги утврдува и официјално ги соопштува датумите на бизнис-циклусите во САД – пресвртните точки на бизнис-циклусите (дно и врв), т.е. почетокот на фазите на експанзија и фазите на рецесија, нивното временско траење, а со тоа и траењето на комплетниот бизнис-циклус. Комитетот на NBER го сочинуваат познати економист: професорите Роберт Хал, Мартин Фелштејн, Роберт Гордон, Христина Ромер, Дејвид Ромер и др. Во NBER истражувале врвни економисти, 25 нобеловци, 13 шефови на Советот на економски советници на претседателите на САД итн. (www.nber.org/cycles/recessions.html).

економски варијабли (реалниот бруто-домашен производ, инвестициите, реалниот доход, вработеноста, индустриското производство и др.) растат или опаѓаат заедно и таквата тенденција постојано се повторува, но не во правилни временски интервали. Иако еден комплетен бизнис-циклус опфаќа четири фази (врв, рецесија, дно и експанзија), економистите обично нив ги резимираат во две главни фази: рецесија и експанзија. Според дефиницијата на NBER, рецесијата е „период на опаѓање на економската активност, кое постојано се шири во економијата повеќе месеци и, се разбира, е видно во реалниот БДП, реалниот доход, вработеноста, индустриското производство и продажбите“ (www.nber.org/cycles/sept2010.html). Обратно стојат работите со фазата на експанзија.

Претходно потенцирав дека бизнис-циклусите се фасцинантна економска појава. Тоа е и разбирливо, ако се има предвид фактот дека и обичните луѓе и големите економски умови отсекогаш го поставувале прашањето: зошто растот на економиите е цикличен? Зошто периодите на жива економска активност, т.е. на пораст на инвестициите, реалниот БДП, вработеноста, животниот стандард и благосостојбата на граѓаните, наеднаш се заменети со периоди на економски крахови, опаѓање на економската активност, пропаѓање на фирми и банки, висока невработеност и нерационално користење на другите ресурси на општеството, сиромаштија и страдање на луѓето? Кои сили ги детерминираат ваквите движења и процеси во економијата, односно кои сили ја детерминираат замената на „добрите времиња“ со „лоши времиња“? Макроекономијата, како релативно млада наука, од нејзиното настанување (со појавата на капиталното дело на славниот Џон Мејнард Кејнс *Oйишџа џеорија за вработеноста, кампџаџа и џаришџе* во 1936 година), па сè до крајот на осумдесеттите години на минатиот век, беше силно фокусирана на истражување на бизнис-циклусите. Интересот за оваа проблематика донекаде се намали во периодот 1990–2007 година, во прв ред како резултат на фактот дека САД во почетокот на деведесеттите години влегоа во долгорочна експанзија, која траеше цели 120 месеци, а во овој период и светскиот економски развој, во основа, се држеше добро, поради што дури и некои големи економисти (нобеловецот Лукас и ексгвернерот на Федералните резерви на САД, Бен Бернанке) излегоа со тврдење дека тешките рецесии (депресии) се зад нас и дека економската наука треба да се сосредоточи на технолошкиот прогрес и долгорочниот економски развој (Krugman 2009, p. 9–10). Се разбира, глобалната финансиска и економска криза 2007–2009 година (во понатамошниот текст **Големата рецесија**) ја разби ваквата илузија, а бизнис-циклусите повторно станаа централна тема во модерната макроекономска наука. Како и да е, не е спорно дека од појавата на Големата светска економска криза 1929–1933 година (во понатамошниот текст **Големата депресија**), па сè до денес, макроекономијата направи неспорен прогрес во подобрувањето на нашето разбирање на бизнис-циклусите и, посебно, на тешките рецесии (депресии), благодарение на развојот на соодветна теоретска рамка, но и

на бројните историски анализи на оваа проблематика (Bernanke, 1994, p. 1). Според мое мислење, постојат низа аргументи кои придонесуваат за фасцинантноста на оваа материја. Имено, денес, би рекол главно врз основа на емпиријата, располагаме со утврдени факти за бизнис-циклусите. Ќе наведам дел од нив:

- бизнис-циклусите се иманентна карактеристика на современите економии – тие се повторуваат постојано, но, во основа, во *неправилни* и *непредвидливи* временски периоди, т.е. во неконзистентни амплитуди на замена на рецесиите со експанзии и на експанзиите со рецесии;
- не постојат два исти, односно идентични бизнис-циклуса, не само во различни земји туку и во рамките на една земја. Со други зборови, бизнис-циклусите значајно се разликуваат од земја до земја, како во поглед на времетраењето на комплетниот циклус, а во тие рамки и на времето на почнувањето и завршувањето на бизнис-циклусот, времетраењето на основните фази на циклусот, така и во поглед на интензитетот и на последиците врз реалните фактори – производството, инвестициите, вработеноста;
- колку се посилни експанзиите и „бумовите“ што ѝ претходат на надолната фаза на циклусот толку се посилни и покатастрофални падовите на економската активност.

Овие емпириски факти се сведоштво за комплексната природа на бизнис-циклусите, за она што јас го нарекувам **феноменологија на бизнис-циклусите**³, која, без сомнение, долго ќе ја преокупира економската наука во иднина, како што ја преокупираше и во минатото, и ќе биде силен интелектуален предизвик за големите економски умови.

1.2.

Евиденција на бизнис-циклусите

Табелите што ги давам во прилог, составени од страна на Националното биро за економски истражувања на САД (NBER), ја покажуваат историјата на бизнис-циклусите на САД, како и просечното траење на бизнис-циклусите и на нивните основни фази во периодот од 1854 до 2009 година.

³ Заинтересираните за оваа проблематика ги упатувам на мојот труд: *Феноменологија на економските кризи – современите бизнис-циклуси и антицикличните политики*, изд. Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Скопје, Економски факултет, 2009.

ТАБЕЛА 1.1.

ЕКОНОМСКИТЕ ЦИКЛУСИ ВО САД ВО ПЕРИОДОТ ОД 1854 ДО 2009 ГОДИНА, ДАТИРАНИ СПОРЕД NBER

ДНО	ЕКСПАНЗИЈА – МЕСЕЦИ ОД ДНОТО ДО ВРВОТ	ВРВ	РЕЦЕСИЈА – МЕСЕЦИ ОД ВРВОТ ДО ДНОТО
ДЕКЕМВРИ, 1854	30	ЈУНИ, 1857	18
ДЕКЕМВРИ, 1858	22	ОКТОМВРИ, 1860	8
ЈУНИ, 1861	46	АПРИЛ 1865	32
ДЕКЕМВРИ, 1867	18	ЈУНИ 1869	18
ДЕКЕМВРИ, 1870	34	ОКТОМВРИ, 1873	65
МАРТ, 1879	36	МАРТ, 1882	38
МАЈ, 1885	22	МАРТ, 1887	13
АПРИЛ, 1888	27	ЈУЛИ, 1890	10
МАЈ, 1891	20	ЈАНУАРИ, 1893	17
ЈУНИ, 1894	18	ДЕКЕМВРИ, 1895	18
ЈУНИ, 1897	24	ЈУНИ, 1899	18
ДЕКЕМВРИ, 1900	21	СЕПТЕМВРИ, 1902	23
АВГУСТ, 1904	33	МАЈ, 1907	13
ЈУНИ, 1908	19	ЈАНУАРИ, 1910	24
ЈАНУАРИ, 1912	12	ЈАНУАРИ, 1913	23
ДЕКЕМВРИ, 1914	44	АВГУСТ, 1918	7
МАРТ, 1919	10	ЈАНУАРИ, 1920	18
ЈУЛИ, 1921	22	МАЈ, 1923	14
ЈУЛИ, 1924	27	ОКТОМВРИ, 1926	13
НОЕМВРИ, 1927	21	АВГУСТ, 1929	43
МАРТ, 1933	50	МАЈ, 1937	13
ЈУНИ, 1938	80	ФЕВРУАРИ, 1945	8
ОКТОМВРИ, 1945	37	НОЕМВРИ, 1948	11
ОКТОМВРИ, 1949	45	ЈУЛИ, 1953	10
МАЈ, 1954	39	АВГУСТ, 1957	8
АПРИЛ, 1958	24	АПРИЛ, 1960	10
ФЕВРУАРИ, 1961	106	ДЕКЕМВРИ, 1969	11
НОЕМВРИ, 1970	36	НОЕМВРИ 1973	16
МАРТ, 1975	58	ЈАНУАРИ, 1980	6
ЈУЛИ, 1980	12	ЈУЛИ, 1981	16
НОЕМВРИ 1982	92	ЈУЛИ, 1990	8
МАРТ, 1991	120	МАРТ, 2001	8
НОЕМВРИ, 2001	73	ДЕКЕМВРИ, 2007	НА 18 ЈУНИ 2009 ГОДИНА NBER ОБЈАВИ ДЕКА ЗАВРШИ РЕЦЕСИЈАТА ОД 2007 ГОДИНА.

Извор: US Business Cycle Expansions and Contractions, <http://www.nber.org/cyclesmain.html>

ТАБЕЛА 1.2.

ПРОСЕЧНИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА СИТЕ БИЗНИС-ЦИКЛУСИ ВО САД ВО ПЕРИОДОТ ОД 1854 ДО 2009 ГОДИНА

ПРОСЕК ЗА СИТЕ ЦИКЛУСИ	ПРОСЕЧНО ТРАЕЊЕ НА ЕКСПАНЗИИТЕ – МЕСЕЦИ	ПРОСЕЧНО ТРАЕЊЕ НА РЕЦЕСИИТЕ – МЕСЕЦИ	ПРОСЕЧНО ТРАЕЊЕ НА ЕКОНОМСКИТЕ ЦИКЛУСИ – ВО МЕСЕЦИ ОД ЕДНО ДО ДРУГО ДНО
1854–2009 (33 циклуси)	38,7	17,5	56,2
1854–1919 (16 циклуси)	26,6	21,6	48,2
1919–1945 (6 циклуси)	35,0	18,2	53,2
1945–2009 (11 циклуси)	58,4	11,1	69,5

Извор: US Business Cycle Expansions and Contractions, <http://www.nber.org/cyclesmain.html>

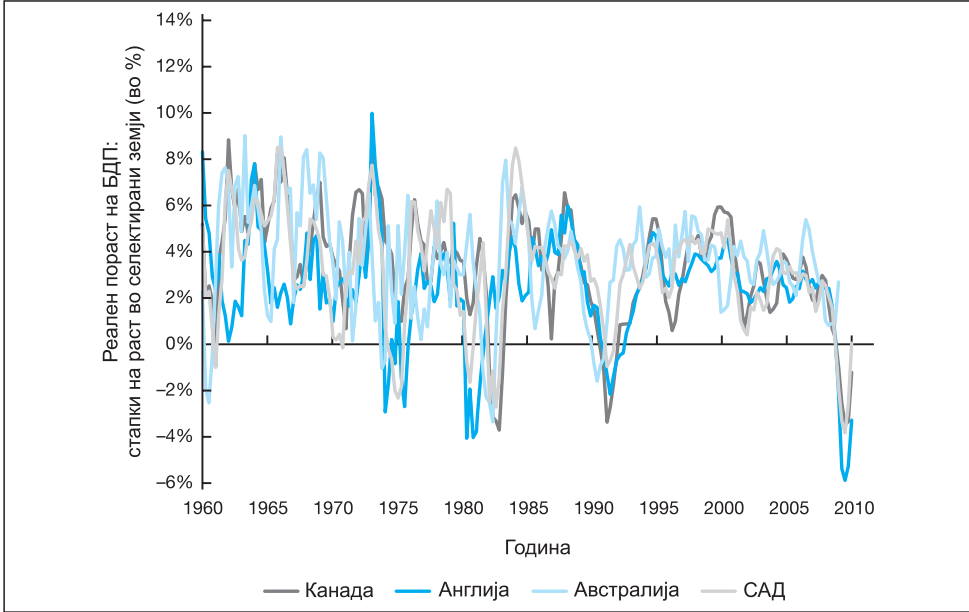
Табелата 2 потврдува дека во рамките на бизнис-циклусите периодите на експанзија траат многу подолго од периодите на рецесија. Овој факт објаснува зошто економиите, и покрај краткорочните флукуации на економската активност, на долг рок, манифестираат јасна тенденција на раст –потенцијалниот бруто-домашен производ се движи по нагорна линија.

Карактеристиките на современите бизнис-циклуси најдобро се забележуваат доколку се проследат економските циклуси низ кои помина американската економија во периодот по Втората светска војна. Ваквиот пристап во економската литература (анализата на економските циклуси да се врши врз примерот на САД) е вообичаен поради две причини: **прво**, САД речиси редовно се епицентарот на бизнис-циклусите, особено на оние од глобален карактер и, **второ**, бизнис-циклусите што започнуваат во САД, со мали измени, брзо се пренесуваат во другите развиени земји – Јапонија, Канада, западноевропските земји, итн. Најмоќните лостови (трансмисиски механизми) на пренесување на флукуациите на економската активност од земја во земја се меѓународната трговија и меѓународното движење на капиталот. Графиконот 1.1. ја потврдува горната констатација и покажува егзистенција на висок степен на синхронизираност на економските циклуси во САД, Канада, Австралија и во Велика Британија.

Од табелата 1.1. се гледа дека во повоениот период (од ноември 1948 до јуни 2009 година) економијата на САД помина низ 11 комплетни економски циклуси. Првата повоена рецесија се случи во 1948 година и траеше 11 месеци. Последната рецесија, која беше најсилна по Големата депресија 1929–1933 година, започна во декември 2007 година, а заврши (според соопштението на NBER) во јуни 2009 година. На Графиконот 1.2. се прикажани рецесиите во САД во периодот 1960–2010 година – графиконот не ги прикажува првите три повоени рецесии, т.е. рецесиите од 1948, од 1953 и од 1957 година, кои беа релативно благи и краткотрајни. Рецесиите се обележани со сиви столбови, а експанзиите со светли столбови.

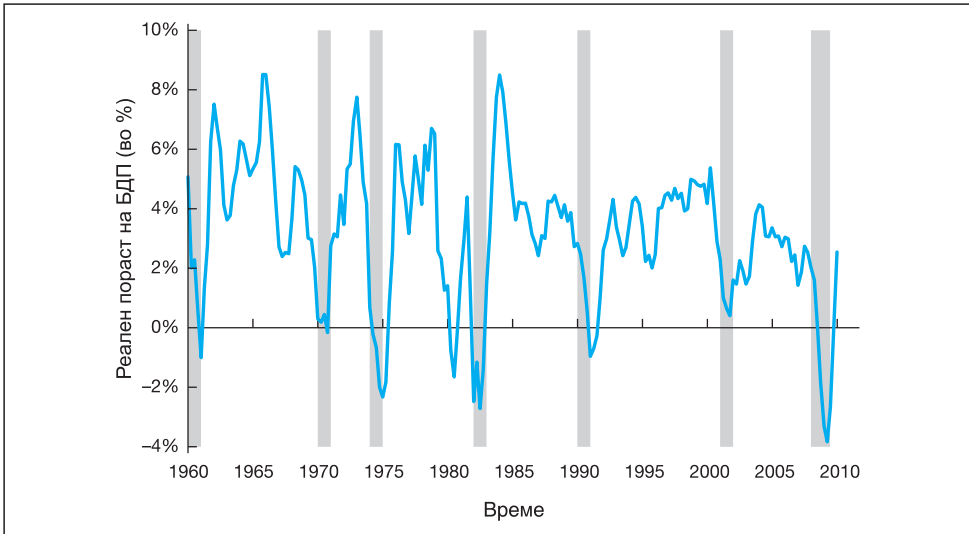
ГРАФИКОН 1.1.

МЕЃУНАРОДНИТЕ ЕКОНОМСКИ ЦИКЛУСИ ОД 1960 ДО 2010 ГОДИНА И НИВНАТА СИНХРОНИЗИРАНОСТ



Извор: IMF: International Financial Statistics: [http:// www.imfstatistics.org/ imf/](http://www.imfstatistics.org/imf/)

ГРАФИКОН 1.2.

ПЕРИОДИТЕ НА РЕЦЕСИИ И ЕКСПАНЗИИ ВО ЕКОНОМИЈАТА НА САД,
ПРИКАЖАНИ ПРЕКУ ДВИЖЕЊЕТО НА РЕАЛНИОТ БДП

Извор: Frederic Mishkin: *Macroeconomics-Policy and Practice*, Addison-Wesley, Pearson, 2012, p. 204

1.3.

Бизнис-циклусите и потребата од стабилизациони макроекономски политики

Очевидно е дека бизнис-циклусите се факт за пазарните економии, нивна иманентна законитост, „голем непријател на капитализмот“ (Krugman, 2009, p. 15), а повремениот оптимизам и верувања на некои економисти (како што претходно споменав, дури и на големи економисти) дека големите кризни нарушувања се минато на системот, се неоправдани, бидејќи, како што рекол Марк Тваинов, коментирајќи ги сфаќањата на економистите, кои верувале дека САД по 1921 година влегле во нова ера на вечна благосостојба, „...боговите им се одмаздуваат на оние што се премногу горди“ (Samuelson 1969, p. 285).

Бизнис-циклусите, посебно големите депресији и рецесии, на економиите им нанесуваат големи загуби. Тие најдобро можат да се илустрираат со изгубениот аутпут, т.е. БДП, за време на големите кризи. Рецесиите се проследени со висока невработеност, а невработеноста, како што покажува Окуновиот закон, е инверзно поврзана со БДП – секое намалување на актуелниот БДП под потенцијалниот за 2% предизвикува зголемување на стапката на невработеност за еден процентен поен, т.е. ако релацијата се чита обратно, порастот на стапката на невработеност само за еден процентен поен (да речеме, од 5% на 6%), ќе предизвика намалување на БДП за 2%.

ТАБЕЛА 1.3.

ЗАГУБИ ВО АУТПУТОТ НА САД ПРЕДИЗВИКАНИ ОД ГОЛЕМАТА ДЕПРЕСИЈА И НАФТЕНИТЕ ШОКОВИ

	ПРОСЕЧНА СТАПКА НА НЕВРАБОТЕНОСТ ВО %	ЗАГУБИ ВО БДП ВО МИЛИЈАРДИ \$ СПОРЕД ВРЕДНОСТА НА \$ ОД 2003 ГОДИНА	ЗАГУБИ КАКО % ОД БДП ЗА ВРЕМЕТРАЕЊЕТО НА ПЕРИОДОТ
ГОЛЕМАТА ДЕПРЕСИЈА (1930–1939)	18,2	2560	27,6
НАФТЕНИТЕ ШОКОВИ (1975–1984)	7,7	1570	3,0

Извор: Paul Samuelson and William Nordhaus: Economics, Eighteenth Edition, Mc Graw -Hill International Edition, 2005, p. 653

Оттука, за да се ублажат големите загуби на економиите предизвикани од бизнис-циклусите, за да се стабилизираат економиите, т.е. за да се приближи, толку колку што тоа е возможно, актуелниот БДП до потенцијалниот, неопходни се стабилизациони макроекономски политики, т.е. дискрециона фискална и дискрециона монетарна политика. Двете политики имаат значајни ефекти врз агрегатната побарувачка во економијата, т.е. врз клучните макроекономски големини: каматната стапка, инвестициите, вработеноста, реалниот бруто-домашен производ и неговата структура, извозот и увозот, а со тоа и врз вкупната, агрегатната економска активност. Притоа,

во макроекономската наука се прави јасна разлика меѓу ефектите на дискреционата фискална и на дискреционата монетарна политика на краток, на среден и на долг рок.

Во продолжение, повеќе како воведување во главната тема што ја третира овој труд, ќе ги прикажам, во сумирана форма, краткорочните, среднорочните и долгорочните ефекти на експанзивната фискална и на експанзивната монетарна политика (политики што се применуваат во услови на рецесии)⁴, при што ќе настојувам основните линии на елаборација да ги приближам, се разбира **толку колку што тоа е возможно**, до она што претставува стандардно знаење во макроекономијата за овие прашања. Овде го потенцирам терминот „толку колку што тоа е возможно“, бидејќи подеталното расчленување на темата што ќе следува при елаборацијата на другите глави во трудов, ќе покаже дека за многу прашања не постои целосен консензус меѓу економистите, дека одделни макроекономски концепти (дури и круцијални), кои имаат силни импликации врз структурирањето и врз профилирањето на макроекономските политики, се предмет на бројни дилеми, контроверзии, проблематизирања и нови промислувања – нешто што е нормално во економската наука, нешто што е логична последица на развојната траекторија на макроекономската наука и нешто што ја одржува, во крајна линија, виталноста на економијата како наука.

Краткорочните ефекти на експанзивната фискална политика –експанзивната фискална политика, на краток рок ја зголемува агрегатната побарувачка, а тоа предизвикува пораст на реалниот бруто-домашен производ, на вработеноста и на општото ниво на цените (инфлацијата). Меѓутоа, реалниот пораст на производството ја зголемува побарувачката за пари, поради што доаѓа до пораст на каматната стапка. Зголемената каматна стапка ги намалува компонентите на агрегатната побарувачка сензитивни на висината на каматната стапка: инвестициите на приватниот сектор и потрошувачката на трајни потрошни добра на домаќинствата, поради што се намалуваат реалниот бруто-домашен производ и вработеноста. Ова покажува дека ефектите на експанзивната фискална политика имаат само краткорочно влијание врз реалните фактори. Понатаму, зголемената каматна стапка предизвикува апрецијација на номиналниот девизен курс, т.е. зголемување на вредноста на домашната парична единица во однос на странските парични единици. Поради тоа, домашните добра и услуги стануваат поскапи за странците. Крајниот ефект ќе биде намалување на нето-извозот на земјата. Овде е потребно да се нагласи дека користењето на експанзивната фискална политика за стимулирање на економијата има значајни ефекти врз *структурата на реалниот бруто-домашен производ: порасиоци на реалниот аутици*

⁴ Експанзивната фискална политика, која се применува во услови на рецесија, претпоставува намалување на даноците, зголемување на владината потрошувачка или комбинација на двата пристапа. Експанзивната монетарна политика, која се спроведува во услови на рецесија (ја спроведува централната банка), претпоставува пораст на понудата на пари преку зголемување на кредитниот потенцијал на комерцијалните банки.

оди преку пораст на потрошувачката на домаќинствата (C), и преку пораст на потрошувачката на државата (G), додека инвестициите (I) и нето-извозот (X-M) се намалуваат (поради порастот на каматните стапки и апрецијацијата на номиналниот девизен курс). Се разбира, ова може да има последици врз алокацијата на ресурсите по сектори и врз продуктивноста во економијата. Овие последици ќе бидат различни во зависност од самата структура на потрошувачката на секторот на државата – на, пример, кој дел од зголемената потрошувачка на државата оди за јавни инвестиции (крупна стопанска инфраструктура, образование, човечки капитал и сл.), кои се позитивно корелирани (поврзани) со економскиот раст и продуктивноста, а кој дел за плати на јавната администрација, за разни непродуктивни проекти и сл., кои, синтетички гледано, се негативно корелирани со економскиот раст. Очеvidно, краткорочните одлуки врзани со фискалната политика можат да имаат подолгорочни ефекти врз економијата во целина.

Долгорочни ефекти на експанзивната фискална политика – погоре потенцирав дека експанзивната фискална политика дејствува врз порастот на каматната стапка, поради зголемувањето на реалниот аутпут и зголемената побарувачка за пари. Но, порастот на реалниот аутпут е проследен и со пораст на општото ниво на цените, поради што „...со дадената количина номинални пари, растечкото ниво на цени ја намалува количината реални пари...“ (Parkin, Powell, and Matthews, 2003, pp.605). Овој факт веќе на среден рок предизвикува дополнително зголемување на каматните стапки и дополнително намалување на компонентите на агрегатната побарувачка сензитивни на порастот на каматната стапка. Подолгорочното практикување на експанзивна фискална политика е лимитирано со зголемување на буџетските дефицити и кумулирање на јавниот долг, кои, пак, од своја страна, го предизвикуваат т.н. crowding out-effect (директен и индиректен,) со сите негативни последици што ги носи тој со себе.

Понатаму, секоја влада што креира буџетски дефицити и јавен долг долгорочно се судрува со т.н. буџетско ограничување на државата, кое математички може да се изрази на следниов начин:

$$T1 + \frac{T2}{1+r} = G1 + \frac{G2}{1+r}$$

Притоа, со T1, односно со T2, се искажани даноците што ги прибира државата во периодот еден, односно во периодот два, а со G1, односно G 2 – расходите на државата во периодот еден, односно во периодот два. Со r се означува висината на каматната стапка со која државата зајмува (преку трезорски обврзници) за покривање

на јавниот долг (кумулираниот буџетски дефицит, намален за кумулираниот буџетски суфицит меѓу двата периоди). Оттука, $1+r$ фактички се сведува на дисконтниот фактор. Според тоа, буџетското ограничување на државата вели *дека дисконтираната (сегашна, актуелна) вредност на јавните приходи треба да биде еднаква на дисконтираната вредност на јавните расходи меѓу два периода*. Очигледно, јавните расходи во иднина ги опфаќаат и трошоците на државата за враќање, сервисирање на јавниот долг (долгот на државата кон приватниот сектор). Заклучокот е дека владата, долгорочно, не може перманентно да креира буџетски дефицити и да кумулира јавен долг, а притоа, да не го загрози правилото на буџетското ограничување на државата.

Во рамките на оваа анализа не би смеело да се запостават и долгорочните импликации на фискалната политика врзани за промените на даноците и нивните поттици врз однесувањето на економските субјекти, а со тоа и врз алокацијата на ресурсите и ефикасноста на нивното користење: на пример, високите даноци на доходот од камата го намалуваат штедењето, високите даноци на профит го дестимулира инвестирањето итн. Овде, се работи, фактички, за дејство на фискалната политика врз агрегатната понуда.

Краткорочни ефекти на експанзивната монетарна политика – експанзивната монетарна политика, на краток рок, ја намалува каматната стапка и ги зголемува инвестициите и потрошувачката на трајни добра на секторот на домаќинствата. Тоа води до пораст на реалниот бруто-домашен производ и на вработеноста на краток рок. Во почетокот, на краток рок, смалените каматни стапки предизвикуваат депрецијација на националната парична единица и пораст на извозот. Меѓутоа, реалниот пораст на производството, со текот на времето, ја зголемува побарувачката за пари, поради што доаѓа до пораст на каматната стапка и намалување на компонентите на агрегатната побарувачка, сензибилни на каматната стапка. И овде порастот на каматната стапка дополнително е поттикнат од фактот што експанзивната монетарна политика го зголемува општото ниво на цени – при повисока инфлација намалува реалната вредност на парите, што е рамно на ефект што го предизвикува смалената понуда на парите. Така, дополнителното зголемување на каматната стапка, со текот на времето, ги намалува инвестициите и потрошувачката на трајни потрошни добра, а со тоа го намалува бруто-домашниот производ и вработеноста. Значи, за разлика од фискалната политика, користењето на монетарната политика за стимулирање на економијата оди преку порастот на инвестициите и порастот на извозот.

Долгорочни ефекти на монетарната политика – законитостите врзани за долгорочната Филипсова крива потврдуваат дека парите на долг рок се неутрални (немаат дејство врз реалните фактори на економијата) и дека инфлацијата, на долг рок, секогаш и секаде е монетарен феномен. Доколку една економија функционира на својот потенцијален бруто-домашен производ, стапката на невработеност е на ниско ниво (на нивото на т.н. природна стапка на невработеност), а економијата рационално и

ефикасно ги користи и другите ресурси. Ако централната банка се обиде, на долг рок, да ја стимулира економијата преку монетарна експанзија, ќе дојде до пораст на општото ниво на цените. Во економијата ќе проработат инфлаторните очекувања. Цените и платите на долг рок стануваат флексибилни. Тоа значи дека економските субјекти ќе почнат да ги вградуваат инфлаторните очекувања во цените на добрата и услугите, и во платите. Зголемените плати, кои се значаен трошок за фирмите, ја намалуваат нивната профитабилност и предизвикуваат негативен шок на страната на агрегатната понуда. Производството ќе почне да се намалува, а невработеноста да расте. Така, реалните фактори ќе се вратат на првобитното рамниште, но економијата ќе заврши во зона на повисока инфлација.

Горниве укажувања потврдуваат дека клучните макроекономски политики со-времените влади ги користат за амортизирање на последиците од бизнис-циклусите, односно за приближување на актуелниот бруто-домашен производ до потенцијалниот. Фактички, овде станува збор за управување со агрегатната побарувачка (demand management), односно за активно користење на фискалната и на монетарната политика за дејствување врз агрегатната побарувачка и врз вкупната економска активност. Притоа, треба да се има предвид фактот дека фискалната и монетарната политика можат да дејствуваат како супститути или, пак, заемно да се поддржуваат, да бидат во комплементарни односи. Оттука, ефикасноста на клучните макроекономски политики во стабилизацијата на економиите, во значајна мера е детерминирана од изборот на соодветен фискално-монетарен микс, кој би овозможил нивно заемно поддржување во постигнувањето на крајната цел. Изборот на т.н. оптимален фискално-монетарен микс, според тоа, е условен од познавањето на законитостите што ги опишуваат краткорочните, среднорочните и долгорочните ефекти на политиките, како и од конкретната економска ситуација во земјата. Исто така, горниве укажувања потврдуваат дека фискалната и монетарната политика имаат, во основа, стабилизациона, а не развојна функција. Тоа значи дека основната задача на двете политики е да го доближат актуелниот БДП до потенцијалниот во време на рецесии или во време на инфлации. Само ако го прават тоа успешно, тие креираат предуслови за динамизирање на растот.

РЕВОЛУЦИЈАТА НА МАКРОЕКОНОМСКАТА МИСЛА ЗА РЕЛАТИВНОТО ЗНАЧЕЊЕ НА КЛУЧНИТЕ ПОЛИТИКИ - КЕЈНЗИЈАНСКО-МОНЕТАРИСТИЧКИТЕ КОНТРОВЕРЗИИ

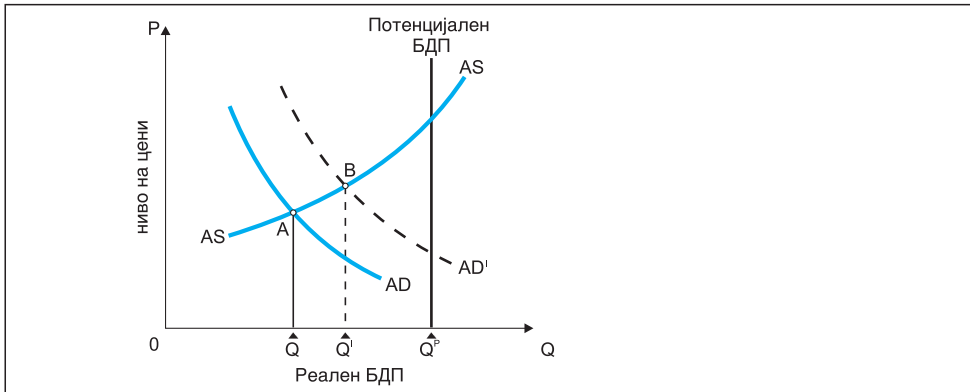
2.1.

Кејнзовите гледишта за значењето на фискалната и на монетарната политика за стабилизација на економиите

Она што претставува *diferentia specifica* на Кејнзовиот двосекторски макроекономски модел и што го разликува суштински од класичниот модел е тврдењето дека економиите најчесто се стремат да функционираат под својот потенцијал, „...дека постулатите на класичната теорија можат да се применат само врз посебен случај, а не врз општ, бидејќи состојбата што ја претпоставува таа (економиите функционираат на потенцијалниот БДП – Т. Ф.) е само крајна точка на можните состојби на рамнотежа“ (Keynes, 1997, p. 3). Оттука, рецесиите (Кејнз го употребува терминот „кризи“), придружени со присилна невработеност и нерационално користење на другите производствени ресурси, се редовна карактеристика на системот, а не инцидентна појава, како што тврдеа класичарите. Кризите во Кејнзовиот модел, во прв ред, се детерминирани од шокови на страната на агрегатната побарувачка. Клучен фактор за намалување на агрегатната побарувачка е намалувањето на инвестициите, бидејќи тие се условени од сосема неизвесни фактори, а пред сè, од неизвесностите што ја следат маргиналната ефикасност на капиталот: колкави ќе бидат очекуваните приходи од новото капитално добро, какви ќе бидат промените во висината на каматната стапка, а со неа и во дисконтот, како и колку ќе се менуваат трошоците за производство на капиталните добра итн. Притоа, маргиналната ефикасност на капиталот е под силно дејство на т.н. *animal spirits* (животна енергија) – термин што го воведува своевремено во економската анализа Џон Мејнард Кејнз и кој се однесува на долгорочните очекувања во економијата: ако песимизмот, разочарувањата, неизвесноста и недовербата станат доминантна психологија, претприемачкиот дух, како што велеше Кејнз, ќе малакса, ќе згасне, маргиналната ефикасност ќе доживее вистинска колапс, а преку неа и инвестициите. Ако сето ова биде придружено и со пораст на каматната стапка,

последичите по инвестициите ќе бидат уште непогубни (Keynes, 1997, pp. 315–316). Така, економиите, како што илустрира графиконот 1.3., запаѓаат во стапица на ниска агрегатна побарувачка (т.н. стандарден Кејнзов проблем), кој продуцира опаѓање на аутпутот и висока невработеност од присилен карактер.

ГРАФИКОН 1.3.
СТАНДАРДНИОТ КЕЈНЗОВ ПРОБЛЕМ



Ваквата состојба во економијата налага потреба од државна интервенција и од активни стабилизациони макроекономски политики.

Кејнз имплицитно заговарал **креирање буџетски дефицити (експанзивна фискална политика)** како одговор на кризите, т.е. како ефикасна мерка за зголемување на агрегатната побарувачка. Велиме имплицитно, бидејќи во неговиот дво-секторски модел – склоност кон потрошувачка (C) и поттик кон инвестирање (I), отсутствуваат, односно не се застапени владината потрошувачка (G) и нето-извозот (X-M).

Исто така, Кејнз заговарал и водење експанзивна монетарна политика во време на кризи, т.е. одржување на каматната стапка на ниско ниво за да се стимулираат инвестициите и вработеноста. Во овој контекст, општо е познато Кејнзовото тврдење дека зголемувањето на понудата на пари (на монетарната маса) во економија во која постојат неискористени, невработени ресурси од секаков вид (земја, труд, капитал), ќе резултира со нивно активирање и зголемување на производството и на вработеноста, без да предизвика, истовремено, позначаен пораст на општото ниво на цените, т.е. на стапката на инфлацијата. „Веројатно е дека општото ниво на цените нема многу да порасне, ако расте аутпутот, сè додека постојат ефективно невработени расположливи ресурси од секаков вид“ (Keynes, p. 300). Сепак, Кејнз **многу поголемо значење за стабилизацијата на економиите ѝ придавал на фискалната политика**, поради повеќе причини:

- монетарната политика е неефикасна во услови на депресија;
- причините што ги детерминираат кризите се од немонетарна природа;
- фискалната политика има мултипликативни ефекти врз БДП.

Кејнз тврди дека во услови на тешки рецесии (депресии) се јавува феноменот на *ликвидносна стапаница (liquidity trap)* и монетарната политика станува неефикасна, односно не е во состојба да ја стабилизира економијата. Фактички, Кејнз прв го воведува во економската теорија концептот на ликвидносна стапаница. Во неговото капитално дело *Општиот теорија на вработеноста, каматната и парите*, тој вели:

„Постои можност ... откако каматната стапка ќе падне до одредено ниво, претпочитањето на ликвидност да стане дури апсолутна во смисла дека речиси секој преферира да поседува готовина во однос на поседувањето долг (должнички инструмент – Т.Ф.), кој носи толку ниска каматна стапка. Во ваков случај, монетарните авторитети би ја загубила ефективната контрола врз каматната стапка.“ (Keynes, 1997, pp. 207).

Иако концептот на ликвидносна стапаница кај Кејнз не е детално анализиран, тој беше општоприфатен од страна на кејнзијанската економска мисла – почнувајќи од професорот Хансен, преку нобеловецот Хикс (овој прв го употреби терминот liquidity trap, но врз основа на претходно цитираната мисла на Кејнз), па сè до претставниците на умерените и на новите кејнзијанци.

За концептот на ликвидносна стапаница се типични, би рекле, две ситуации како придружни појави на пролонгираните рецесии и на депресиите.

Прво, депресијата предизвикува силно опаѓање на општото ниво на цените, а со тоа и на каматната стапка, како цена на парите. Фактички, општото ниво на цените, т.е. стапката на инфлација, може да навлезе во зона на негативни вредности (дефлација), а номиналните каматни стапки да се доближат до нула. Тоа се случи во САД за време на Големата депресија 1929–1933 година. Стапката на инфлација, во одделни години на кризата (1931 во однос на 1930 и 1932 во однос на 1931 година) беше негативна, т.е. изнесуваше -10%. Истовремено, номиналната каматна стапка се доближи до нула. Но, ова не значи дека реалните каматни стапки беа ниски. Напротив, тие останаа високи. Имено, при номинална каматна стапка од нула проценти и очекувана (антиципирана) инфлација од -10%, реалната каматна стапка е висока, т.е. изнесува 10%. Во ваква ситуација економските субјекти не се заинтересирани за земање кредити, сеедно што номиналната каматна стапка е нула или близу до нула. Ова објаснува зошто монетарната политика во услови на дефлација станува неефикасна, односно зошто не може да ги придвижи инвестициите и да го олесни заживувањето на економската активност. Ова е суштината на феноменот на ликвидносна стапаница.

Второ, другата ситуација опишува состојба на ниска каматна стапка (да кажеме 0,5%) и на ниска стапка на инфлација, која се граничи со дефлација (на пример 0,6%). Во овој случај реалната каматна стапка станува негативна (-0,1%), а монетарната по-

литика повторно е неефикасна. Имено, монетарната политика во услови на рецесија дејствува врз заживување на економијата преку зголемување на понудата на пари за да се намали каматната стапка и да се охрабрат инвестициите. Но, во ситуација на вонредно ниски каматни стапки, нема резон да се дејствува врз нивно натамошно намалување. Вакви епизоди во поновата светска економска историја се случија во Јапонија во втората половина на 1980-тите години, и во САД и земјите од еврозоната за време на Големата рецесија 2007–2009 година. Тие во современата економска литература се означуваат како епизоди на ниски каматни стапки, блиску до нула (zero lower bound on interest rates). Термините liquidity trap и zero lower bound on interest rates, како што напоменав и претходно, се тесно заемно поврзани и меѓу нив, барем од аспект на последиците кои ги предизвикуваат (неефикасност на монетарната политика и дисфункционалност на банкарскиот систем), нема суштинска разлика.

„Ако е инфлацијата многу ниска, а невработеноста многу висока, ФЕД нормално одговара со намалување на краткорочните каматни стапки за да ја зголеми потрошувачката. Како и да е, просторот за намалување на стапката е ограничен со фактот што каматните стапки не може да паднат (многу) под нула, бидејќи луѓето секогаш имаат можност да држат кеш со нула камата, што е подобро од негативен принос од имот. Кога краткорочните каматни стапки се приближуваат до нула, идните монетарни олеснувања стануваат тешки и можат да налагаат неконвенционална монетарна политика, какво што е големото купување имот (квантитативни олеснувања)“ (Bernanke, April 12, 2017, pp.1).

Во овој дел од трудот вниманието е насочено кон поимското определување на феноменот на ликвидносна стапица. За современите аспекти на манифестација на феноменот на ликвидносна стапица, проблемите што тој им ги создава на креаторите на политиките и мерките за нивно надминување, поопширно ќе зборувам подоцна – во делот посветен на Големата рецесија 2007–2009 година.

Според Кејнз, *рецесиите и депресиите не се детерминирани од монетарни фактори*. Основните причини за кризи Кејнз ги гледаше во намалувањето на агрегатната побарувачка (на ефективната побарувачка, според неговата терминологија), главно условена од колапсот на маргиналната ефикасност на капиталот и дејството на animal spirits.

Кејнз ѝ припишува поголемо значење на фискалната во однос на монетарната политика и поради мултипликативните ефекти на фискалната политика врз БДП. Според Кејнз, концептот на мултипликаторот во економската теорија прв го воведо професор Кларк во статијата “The Relation of Home Investment to Unemployment” („Врските на станбената изградба со невработеноста“), објавена во Economic Journal, June 1931 (Keynes, 1997, p. 113).

Според Кан, ако владата се јави како организатор на јавни работи (на пример, изградба на системи за наводнување, регулација на текови на реки, изградба на мостови и други инфраструктурни објекти), ќе се вработат одреден број лица – т.н.

примарна вработеност. Лицата ангажирани во изведувањето јавни работи ќе примаат плати. Дел од платите тие ќе ги употребат за купување потрошни добра, а дел ќе заштедат. Делот од платите што ќе се употреби за потрошувачка, ќе ја зголеми побарувачката за потрошни добра, поради што претпријатијата кои ги произведуваат овие добра, за да одговорат на зголемената побарувачка, ќе мораат да вработат нови лица – т.н. секундарна вработеност. Дел од платите на нововработените лица повторно ќе се употребат за потрошувачка, со што ќе се раздвижи ново производство на потрошни добра и ќе се креира т.н. терцијарна вработеност, итн. Во системот на мултипликатори, евидентно, секое нововработено лице креира дополнителни вработувања. Колкав ќе биде мултипликативниот ефект, т.е. дополнителните вработувања иницирани од примарната вработеност ќе зависи, пред сè, од маргиналната склоност кон потрошувачка на нововработените лица. Ова е основната идеја на концептот на мултипликаторот.

Во рамките на анализата на маргиналната склоност кон потрошувачка, Кејнз зборува за два вида мултипликатори – мултипликатор на вработеноста, чија суштина претходно кратко ја коментирав, и за мултипликатор на инвестициите (Кејнес 1997, р. 113–130). Мултипликаторот на инвестициите го покажува ефектот од промените на инвестициите (Кејнз во анализата главно ги зема предвид јавните инвестиции) врз БДП, односно покажува дека зголемените инвестиции го зголемуваат БДП со поголема динамика од порастот на инвестициите. Современите аспекти на фискалните мултипликатори (одразот на промените на фискалните варијабли врз реалниот БДП) ќе бидат предмет на анализа подоцна.

2.2.

Раните критики на Кејнзовите гледишта за фискалната и за монетарната политика

Раните критики на Кејнзовото економско учење генерално ја оспоруваа и ја проблематизираа валидноста на кејнзијанската економска филозофија и, посебно, нејзините импликации врз економските политики. Класичарите во овој временски период предупредуваа дека **експанзивната монетарна политика води кон инфлација и ниски реални каматни стапки, а експанзивната фискална политика кон пораст на државните расходи, буџетски дефицит и кумулирање на јавниот долг, односно двете заедно кон силен државен интервенционизам.** Првите академски критики на Кејнзовите концепции дојдоа од двајца американски професори – Хазлит и Хјут. Хазлит во 1959 година го објави трудот *The Faillure of the 'New Economics'* (*Неуспехот на 'новата економика'*), со поднаслов *An Analysis of Keynesian Fallacies* (Анализа на кејнзијанските заблуди), а професор Хјут, декан на Економскиот фа-

култет на Универзитетот во Кејптаун (Cape Town), ја објави книгата *Keynesianism – Retrospects and Prospect* (Кејнзијанизмот – вчера и утре) (Hazlitt 1975, str. 143–144.) Но, сепак, најострите и најсериозни критики на Кејнз дојдоа од претставниците на т.н. четврта генерација на чикашката школа, т.е. од нивните најеминентни претставници – Џекоб Винер и Френк Хајт.

Винер, веднаш по појавувањето на Кејнзовото капитално дело, ќе напише: „Во светот организиран во согласност со упатствата на Кејнз ќе има постојана трка помеѓу печатарските машини и деловните агенти на работничките синдикати“ (Hazlitt 1975, p. 144).

Славниот Френк Хајт, многу често споменуван од Милтон Фридман и Дон Патинкин, кои беа негови ученици и кои високо го респектираа, своевремено рекол дека **некои мисли на Кејнз се нови, а некои вистинити, но за жал, оние што се нови не се вистинити, а оние што се вистинити не се нови** (Colander 1992, p. 1).

Еден од најострите критичари на Кејнз е и нобеловецот Фридрих фон Хајек. Познато е дека Хајек и Кејнз првпат се сретнале во London School of Economics во 1931 година, каде што Хајек бил повикан да ѝ се противстави на новата струја на размислувања за економијата застапувана од Кејнз, кој тврдел дека во услови на криза владите мора да се инволвираат во економијата, наспроти Хајек, кој мислел дека економскиот активизам е сосема погрешна концепција, која може да биде погубна, односно да предизвика потешки последици од самата криза. Во оваа смисла, Хајек тврдел дека *Кејнз фундаментално се лаже*. Така, двајцата големи економисти остро се конфронтирале и нивните погледи за тоа како треба да функционира економијата суштински се разминале уште на самиот почеток (при нивната прва средба), фактички, по едно од централните прашања на економијата – механизмите на алокација на ресурсите. Со тоа, според мислењето на мнозина економисти, започнала една од најзначајните интелектуални дебати во макроекономската наука, која трае до денешни дни.

Американските конзервативни политичари, кои се залагаа за фискална строгост, во своите јавни настапи искажуваа загриженост за импликациите од Кејнзовото учење врз економијата, а посебно од последиците на буџетскиот дефицит и јавниот долг. Сенаторот Хари Бирд во еден свој говор, објавен во конгресните материјали во 1955 година, предупредува дека дефицитарното финансирање значи креирање долг за идните генерации, дека „...е можно, а фактички, веројатно, дека пред да биде отплатен тој астрономски долг, ако воопшто некогаш биде отплатен, трошоците за камати ќе бидат поголеми од главницата“, дека дефицитарното финансирање води кон „разорна инфлација“ или „национално непризнавање на долгот“, кон намалување на вредноста на доларот итн. (Byrd, 1975, p. 209). Министерот за трговија на САД Морис Станс, во еден свој труд објавен во *Аналиите на американската Академија за политички и општествени науки*, критикувајќи го триесетгодишното

креирање на буџетски дефицити и кумулирање на јавниот долг во САД, искажува слична загриженост за негативните ефекти од дефицитарното финансирање на федералниот буџет на САД (Stans 1975, str. 211).

2.3.

Конфронтациите на Фридман со Кејнзовите гледишта за фискалната и за монетарната политика

Нобеловецот Милтон Фридман во својата статија од историско значење „Улогата на монетарната политика“, (The American Economic Review, Vol LVIII, March 1968, No1), ја сосредоточува својата анализа на аргументацијата за тоа *што може, односно што не може да направи монетарната политика*. Во почетокот на оваа анализа Фридман укажува на фактот дека монетарната политика пред Кејнз била базирана на афоризми од типот:

„Монетарната политика беше како јаже. Можете да го потегнете надолу за да ја стопирате инфлацијата, но не можете да го поттурнете напред за да ја запрете рецесијата. Можете да го одведете коњот на поило, но не можете да го принудите да пие“ (Friedman 1968 p. 1).

Ваквите искази, според Фридман, Кејнз ги заменил со ригорозна и софистицирана анализа, со која се обидел да докаже три работи: **прво**, дека монетарната политика е неефикасна, немоќна во услови на депресија; **второ**, дека причините за депресијата се од немонетарна природа и, **трето**, дека постои алтернативна политика за дејствување во услови на депресија – фискалната политика. Ваквите гледишта, вели Фридман, биле широко прифатени од економската наука, а мислењето дека парите не се важни (money did not matter) стана доминантно. Понатаму, Фридман му забележува на Кејнз дека, и покрај ваквото тврдење, самиот тој, како и многу други економисти во времето на Големата депресија (1929–1933), сепак, верувале во моќта на монетарната политика да дејствува врз агрегатната побарувачка во време на кризи, дека Федералните резерви (ФЕД, т.е. американската централна банка), спроведувале експанзивна монетарна политика, која, меѓутоа, не била успешна. Но, и ваквото тврдење, вели Фридман, е погрешно, бидејќи за време на Големата депресија ФЕД, исплашени од претходниот „бум“ на американската економија (во периодот 1921–1929 год.), воделе типично дефлационистичка политика и ја намалиле понудата на пари дури за една третина, придонесувајќи, на тој начин, една обична рецесија да се претвори во депресија од катастрофални размери. Токму тоа, според Фридман, е само аргумент дека Големата депресија *ипралично ја „аптеширала“ моќта на*

монетарнајта полијтика, спротивно од мислењето на Кејнз и неговите бројни следбеници (Friedman 1968). Меѓутоа, овде, поради објективност, ќе нагласиме дека Кејнз не ја оспорувал ефикасноста на монетарната политика генерално, туку само за време на силни депресији – во ситуации на ликвидносна стапица.

За разлика од Кејнз, Фридман тврди дека монетарната политика е поефикасна од фискалната, бидејќи фискалната политика секогаш претпоставува политички избор. Понатаму, Фридман ја споредува монетарната политика со вонредно ефикасна машина (тој зборува за САД), која во последните два века дала голем придонес за зголемување на нивото на производството и за подигање на стандардот на граѓаните. Таа на економиите може добро да им служи, но под претпоставка дека ќе се избегнат капиталните грешки во нејзиното имплементирање (како оние за време на Големата депресија) и под претпоставка дека машината ќе се чува секогаш подмачкана за да може да креира поволна бизнис-клима, поволно бизнис-опкружување (Friedman 1968).

3 НЕОКЛАСИЧНАТА СИНТЕЗА, СЛАВНИТЕ ТРИЕСЕТТИ И ЗЛАТНАТА ДОБА НА МАКРОЕКОНОМИЈАТА

3.1.

Неокласичната синтеза – суштина на концептот

Раните критики на Кејнзовиот макроекономски модел беа во голема мера релативизирани, а кејнзијанизмот дури и засилен, благодарение на т.н. *неокласична синтеза*. Во литературата се наведува дека неокласичната синтеза, во прв ред, е изведена врз основа на трудовите и придонесите на неколку проминентни економски теоретичари, нобеловци, од неокејнзијанска провениенција: *Дон Хикс, Пол Семјуелсон, Џејмс Тобин и Франко Модилјани*. Суштински гледано, неокласичната синтеза упатува на обединување на едно место, како еден вид стандардно економско знаење, на јадрото на неокласичната економска теорија и на кејнзијанската економска мисла. Основната порака на неокласичната синтезата е гледањето дека долгорочната макроекономска рамнотежа е детерминирана од агрегатната понуда и може да се разбере од анализата што ја нудат класичните економисти, додека, пак, краткорочните отстапувања од рамнотежата се условени од флукуациите на агрегатната побарувачка, како резултат на пазарните несовершености (во прв ред нефлексибилноста на цените и платите),

онака како што го објаснуваат тоа кејнзијанците (McKenna and Zannoni 1999, p. 463-467). „Раните кејнзијанци, како Семјуелсон, Модилјани и Тобин, мислат дека тие ги помирија овие визии во нешто што се нарекува ‘неокласична – кејнзијанска синтеза’. Овие економисти веруваат дека класичната теорија на Смит и Маршал е точна на долг рок, но невидливата рака станува парализирана на краток рок, опишано од Кејнз. Временскиот хоризонт е важен, бидејќи некои цени – најизразито, цената на трудот – се усогласуваат бавно низ времето. Раните кејнзијанци веруваат дека класичниот модел ја опишува рамнотежата кон која економијата постепено еволуира, но кејнзијанскиот модел нуди подобра дескрипција на економијата во еден временски момент, кога цените, разбирливо, се земаат како предодредени“ (Mankiw 2006, p. 35).

Нобеловецот **Џон Хикс**, теоретичар со неспорна ерудиција, секогаш отворен кон погледите и сфаќањата на различните економски школи, особено се прослави со моделот на општата економска рамнотежа, познат како IS-LM-модел. Професор Хикс моделот го разви во својот познат труд “Mr Keynes and Classics: A Suggested Interpretation” („Господинот Кејнз и класиците: предложена интерпретација“), објавен во 1937 година. IS-LM-моделот на Хикс, фактички, претставува графичка презентација на општата макроекономска рамнотежа, односно на симултаната рамнотежа на пазарот на добра и услуги (кривата IS) и на пазарот на пари (кривата LM).

На моделот (преку графичката презентација) можат да се следат реперкусиите на промените на фискалната и на монетарната политика врз нивото на националниот доход, висината на каматната стапка, рамнотежата на пазарот на добра и услуги и на пазарот на пари, врз општата рамнотежа итн. Исто така, моделот дозволува да се анализира класичниот Кејнзов проблем (воспоставување рамнотежа на пониско ниво – при егзистенција на висока невработеност) и мерките на буџетската и на монетарната политика што треба да се преземат во таква ситуација, итн. Со други зборови, со овој модел на лесен и едноставен начин се анализира Кејнзовото сфаќање на општата макроекономска рамнотежа, начинот на нејзиното воспоставување, можните нарушувања и нивните последици, ефектите што во тој домен произлегуваат од клучните макроекономски политики и слично. Како моќно орудие за едноставно и, би рекле, елегантно објаснување на општата макроекономска рамнотежа, IS-LM-моделот има неспорна аналитичка вредност, но и неспорна педагошка функција, поради што е поместен, практично, во секој учебник по макроекономија. „...Лесно може да се разбере успехот на една таква презентација, која ја поврзува педагошката моќ на геометријата и магијата на бројките, и осигурува водач за акција. Така исчистена, Кејнзовата теорија губи на суптилност, но добива во слава“ (Baslé 1997, p. 21).

Самиот термин „неокласична синтеза“, de facto, потекнува од **Пол Семјуелсон**. Терминот првпат е споменат во третото издание на неговиот учебник Economics.

Славниот учебник по економија на Семјуелсон стана бестселер во вистинската смисла на зборот, доживеа бројни изданија (осумнаесет, од кои последните четири во коавторство со професор Нордхаус) и преводи на многу странски јазици, и тој беше и остана „Библија“ за изучувањето на оваа фундаментална економска дисциплина на многу универзитети во светот. Од содржините што се поместени во неговиот учебник, кои, разбирливо, со текот на времето се надградуваа и се збогатуваа, може да се утврди дека Семјуелсон направил *вистински сѝој на ѝридонесѝе на класичнаѝа и на неокласичнаѝа економска мисла со јадроѝо на кејнзијанскаѝа економска филозофија – неокласичнаѝа синѝеза*. Учебникот и, воопшто, модерната научна дисциплина *економија* се засновани на основните економски принципи, развиени уште во делата на класичарите и неокласичарите: *улогаѝа на ѝазароѝ*, т.е. на *Смиѝоваѝа невидлива рака* во разрешувањето на централниот економски проблем – што да се произведува, како да се произведува и за кого да се произведува; законот за реткоста, границите на производните можности на општеството, *ефикасносѝа и Парето-оѝѝималносѝа*; значењето на *оѝроѝунѝеѝниоѝ ѝрошок во економијаѝа*; *маргиналниѝе долемини, оѝѝималноѝо ниво на ѝроизводсѝиво и максимизацијаѝа на ѝрофѝиоѝѝ во различниѝе ѝазарни сѝрукѝури*; *функционирањето на ѝазариѝе на факѝори на ѝроизводсѝиво и нивниѝе доходи* итн. Во делот за макроекономијата, врз основа на Кејнзовиот економски модел ги разви концептите што го претставуваат јадрото на современата макроекономска наука денес: *агрегаѝнаѝа ѝобарувачка и агрегаѝнаѝа ѝонуда*; *макроекономскаѝа рамноѝежа и нејзиноѝо нарушување*; *ѝоѝрошувачкаѝа, ѝѝедењето, инвестициѝиѝе*; *ѝобарувачкаѝа на ѝари*; *бизнис-циклусѝиѝе*; *значењето на мулѝѝиликаѝороѝ*; *невработеносѝа и инфлацијаѝа*; *сѝабилizacionиѝиѝе ефекѝи на буѝеѝскаѝа и на монетарнаѝа ѝолиѝика иѝн*. Иако деловите на макроекономијата главно се развиени врз основа на Кејнзовиот економски модел, *Семјуелсон во нив ѝи инкорѝорира и ѝридонесѝе на класичнаѝа и на неокласичнаѝа економска школа, на монетарисѝиѝе, новаѝа класична макроекономија* итн. Тоа посебно се однесува на *класичарскиоѝѝ ѝрѝѝаѝа за флексибилни цени и ѝлаѝи*; *нарушувањеѝо на сѝабилниѝе односи (trade-off) меѓу невработеносѝа и инфлацијаѝа (Филисоваѝа крива на долг рок)*; *значењето на долгиоѝ рок вооѝѝиѝо*; *улогаѝа на монетарнаѝа ѝолиѝика*; *ѝоѝѝициѝиѝе за меѓународнаѝа ѝрѝовија (врз основа на Рикардовиоѝѝ ѝридонес за комѝараѝивниѝе ѝредносѝи)* итн.

Нобеловецот **Џејмс Тобин** влегува во плејадата славни економисти од неокејнзијанска провениенција со круцијален придонес во осмислувањето на концептот на неокласичната синтеза. Според моето мислење, кај Тобин постојат два аспекта што се најнепосредно врзани со она што се нарекува смисла и основна идеја на неокласичната синтеза. Првиот е сврзан со неговите погледи за постоењето *модел, во кој економијаѝа ѝознава два режима*: „Понекогаш економијата е во класична ситуација, каде што сите пазари се во рамнотежа (побарувачката е еднаква на понудата) и во која

економските можности на производство се подведени на ограничување од понудата. Не е можно да се произведе повеќе, бидејќи практично нема повеќе расположливи ресурси... Во други периоди економијата е во кејнзијанска ситуација, каде што токму *побарувачката* (значи, глобалната потрошувачка) го блокира ефективното производство. Оваа ситуација се случува често, но не системски, и токму политиките на пораст на побарувачката овозможуваат да се елиминира општественото растурање што е креирано на тој начин“ (Tobin 1997, p. 146–147.) Вториот е сврзан со она што е честа квалификација за еклектичките кејнзијанци и што важи во целост и за Тобин – тој и неговите истомисленици се *кејнзијанци на кус, а монетаристи на долг рок*. Мислам дека ваквата квалификација за Тобин произлегува и се покажува како точна поради следниве негови ставови:

- Економијата, на крајот на краиштата, секогаш завршува со полна вработеност, но урамнотежувањето на пазарите, поради присутните ригидности на цените и на платите, секогаш бара време – околу пет години.
- На краток рок владата мора да води стабилизациона политика преку мерките на страната на побарувачката. Во едно интервју за Дие Зеит Тобин искажува вчудовидување зошто владата на СР Германија, која е соочена со сериозна невработеност, не дејствува со мерки на страната на побарувачката (Tobin 1998).
- На долг рок треба да се влијае врз бруто-домашниот производ преку мерките на страната на понудата.
- Не постои јасна граница помеѓу мерките на страната на понудата и на побарувачката – фактот дека инвестициите кај Кејнс се битна одредница на агрегатната побарувачка, а од своја страна, самите инвестиции силно влијаат и врз производството и врз агрегатната понуда, е најдобар доказ за тоа.

Нобеловецот **Франко Модилјани** е економист чии погледи и сфаќања се карактеризираат со извонредна изворност и оригиналност. Франко Модилјани, иако некејнзијанец, никогаш не им робуваше на шемите и на ригидностите што често беа наметнувани од конкурентните економски школи. Поради тоа, кај него е присутна и одредена доза на еклектицизам, но секогаш проткаен и со сопствени придонеси, што посебно доаѓаат до израз во *неколку домени*: **1.** Модилјани секогаш тврди, слично на монетаристите, дека монетарните фактори играат значајна улога во економијата; **2.** Модилјани го напушти тврдењето на Кејнс дека тековниот доход е главната одредница на штедењето, воведувајќи го во анализата богатството, со што, практично, сосема се доближува до Фридмановата концепција за т.н. перманентен доход, како главна детерминанта на штедењето; **3.** Се мисли дека Модилјани силно повлијаел и го охрабрил

својот помлад соработник Џон Мјут да работи на проблематиката на рационалните очекувања. Мјут денес се смета за татко на рационалните очекувања, а хипотезата за рационалните очекувања е основата на новата класична макроекономија.

Ако се обидам да ги генерализирам придонесите на Хикс, Семјуелсон, Тобин и Модилјани за неокласичната синтеза, би рекол дека: **прво**, станува збор за сјајни економски умови, отворени кон придонесите на економистите од конкурентниот табор на макроекономски школи, кои се, исто така, проминентни и брилијантни економски умови; **второ**, кај сите творци на неокласичната синтеза преовладува мислењето дека краткиот рок е само секвенција на долгиот рок, дека краткиот рок е само дел од процесот и дека долгиот рок е исто толку релевантен за разбирањето на начинот на кој функционираат економиите како и краткиот рок; **трето**, поединечно гледано, кај Хикс, чиј труд најдиректно поврзан со неокласичната синтеза датира уште од 1937 година, значењето на дискреционите макроекономски политики насочени кон амортизирањето на ефектите од краткорочните флукуации на економската активност е посебно нагласено, кај Семјуелсон балансот краток – долг рок, се чини, е оптимално поставен, додека кај Тобин и Модилјани еклектицизмот и потенцирањето на значењето на долгиот рок можеби е во доза што е невообичаена за економисти од неоекејнзијанска провениенција, што за мене претставува посебен квалитет, бидејќи упатува на нивната растовареност од идеолошки перцепции, кои, кога се во прашање конфронтациите меѓу конкурентските макроекономски школи, не се невообичаени.

3.2.

Конфронтациите во макроекономската наука за релативното значење на фискалната и на монетарната политика во периодот по неокласичната синтеза

Во текот на шеесеттите и на седумдесеттите години на минатиот век конфронтациите на релација неоекејнзијанци – монетаристи главно се водеа околу три значајни групи макроекономски прашања:

- значењето на фискалната, односно на монетарната политика за стабилизацијата на економијата;
- Филипсовата крива;
- дискрециони макроекономски политики или политики базирани врз правила.

Трите групи споменати прашања, кои суштински и се манифестираат во форма на дискусии и конфронтации меѓу двата доминантни и заемно конкурентски тора макроекономисти (едните од неокејнзијанска, а другите од неокласична провениенција), би рекол дека поминаа низ две големи рунди отворени, критички, често заемно спротивставени дискусии: првите, т.н. *рани дебати* по овие прашања, течаа во периодот на шеесеттите и на седумдесеттите години на минатиот век, главно на релација умерени кејнзијанци – монетаристи, а вторите, односно *ионовитте дебати*, се одвиваат од осумдесеттите години на минатиот век до денешни дни.

Во овој дел на трудот моето внимание ќе биде фокусирано на раните дискусии, а подоцна, во делот посветен на новите кејнзијанци, ќе ги елаборирам и поновите, актуелни дискусии на овие теми.

Значењето на фискалната, односно на монетарната политика за стабилизацијата на економијата

Генерално, Кејнз ја преферираше фискалната пред монетарната политика во стабилизацијата на економијата. Тој, како што кажав претходно, мислеше дека нестабилноста на вкупните економски текови не е поврзана со дејството на монетарните фактори, дека монетарната политика е неефикасна во услови на пролонгирани и перзистентни рецесии (депресии) и дека, според тоа, алтернативната буџетска политика е далеку поефикасна во заздувањето на бизнис-циклусите. Тргувајќи од ваквите ставови, умерените кејнзијанци, иако еклектичари (не го запоставуваат значењето на монетарните фактори), предност во стабилизацијата на економијата ѝ даваат на буџетската политика. Поголемата ефикасност на фискалната *vis-à-vis* монетарната политика умерените кејнзијанци ја поткрепуваат со аргументи што, во основа, ги застапуваше и самиот Кејнз.

- Фискалната политика има директен ефект врз аутпутот во економијата, бидејќи потрошувачката на финални добра и услуги на секторот на државата (G) е самата по себе компонента на агрегатната побарувачка – фискалната експанзија ја поместува кривата на агрегатната побарувачка надесно и директно го зголемува бруто-домашниот производ, а со тоа ја зголемува и вработеноста. Наспроти фискалната, монетарната политика влијае врз аутпутот индиректно – преку промените во каматната стапка и компонентите на агрегатната побарувачка што се сензибилни на каматната стапка, инвестициите на секторот на претпријатијата и потрошувачката на трајни потрошни добра на секторот на домаќинствата.
- Фискалната политика има далеку поголеми ефекти поради дејството на мултипликаторот – еден денар или долар потрошен од буџетот креира два или повеќе денари или долари бруто-домашен производ.

- Фискалната политика е единствениот лек за тешките депресији, кога монетарната политика, поради феноменот на ликвидносна стапица, станува неефикасна.

Наспроти умерените кејнзијанци, монетаристите, особено Фридман, мислат дека монетарната политика е поефикасна во заздувањето на бизнис-циклусите. Аргументите на Фридман за ваквото тврдење се:

- монетарната политика за Фридман, како што нагласив и претходно, е вонредно ефикасна машина, и таа на економиите може добро да им служи, но под претпоставка дека ќе се избегнат капитални грешки во нејзиното имплементирање. Според Фридман, токму Големата депресија трагично ја потврди моќта на монетарната политика во дестабилизација на економиите;
- фискалната политика претпоставува политички избор, што не е случај со монетарната политика;
- при константна понуда на пари, мултипликаторот кај фискалната политика е значајно помал (Krugman and Wells, 2006).

Наспроти ваквите разидувања меѓу умерените кејнзијанци и монетаристите, сепак, постојат, би рекол, два столба на консензус помеѓу двете макроекономски школи за ефикасноста на фискалната и на монетарната политика:

- двете политики, на краток рок, имаат влијание врз реалните фактори во економијата: инвестициите, бруто-домашниот производ и вработеноста;
- доколку е владата заинтересирана не само за нивото на бруто-домашниот производ туку и за неговата структура, најдобрата политика е типичен микс на двете политики (Blanchard 2003).

Филипсовата крива

Релациите меѓу стапката на невработеност и стапката на инфлација (искажана преку промените на номиналните наемнини) детално ги испитувал познатиот економист Албен Филипс, на примерот на Велика Британија, во трудот „*Врскиите меѓу невработеноста и стапката на инфлација на промена на номиналната плата во Велика Британија помеѓу 1861 и 1957*“, објавен во *Economica*, New Series, Vol. 25, November 1958. Оригиналната Филипсова крива за периодот 1861–1957 година покажува дека во економијата, на кус рок, постојат односи на замена меѓу невработеноста и инфлацијата: ниска невработеност за висока инфлација и, обратно – ниска инфлација за висока невработеност. Филипсовата крива, фактички, откри постоење на стабилни односи

меѓу невработеноста и инфлацијата, на примерот на Велика Британија, поради што во почетокот силно се потенцираше нејзината голема аналитичка вредност, во смисла на тоа дека таа им помага на владите и на носителите на економската политика да дојдат до општествено опортунити и прифатливи компромиси врзани за стапката на невработеност и стапката на инфлација⁵.

Кон крајот на 1960-тите години, двајца врвни економисти, нобеловците Фридман и Фелпс, независно еден од друг, покажаа дека односите помеѓу невработеноста и инфлацијата се стабилни само на краток рок, што значи дека и самата Филипсова крива е валидна само на краток рок. На долг рок, работите се менуваат и претходно опишаниот компромис помеѓу невработеноста и инфлацијата станува нестабилен. На овој факт упати појавата на стагфлацијата во доцните шеесетти години на минатиот век и особено за време на првиот нафтен шок. Имено, во услови на стагфлација, високите стапки на невработеност истовремено егзистираат и со високи стапки на инфлација. Од друга страна, пак, се покажа дека, на долг рок, е можно да се постигнат ниски стапки на невработеност, при ниски и одржливи стапки на инфлација. Таков, на пример, беше случајот со САД во доцните деведесетти години на минатиот век. Фактички и Милтон Фридман и Едмунд Фелпс⁶ докажаа дека доколку една влада се обиде преку монетарна експанзија да ја намали актуелната стапка на невработеност под природната стапка на невработеност (стапка на невработеност компатибилна со високо користење на сите расположливи ресурси во економијата-со состојба кога економијата функционира на својот потенцијален бруто-домашен производ), во економијата ќе проработат инфлационите очекувања и Филипсовата крива ќе почне да се поместува нагоре и кон десно. Со тек на време таа ќе стане вертикална линија на ниво на потенцијалниот бруто-домашен производ.

⁵ Филипсовата крива утврдена на овој начин не беше дел од иницијалниот Кејнзов модел. Но, таа беше интегрирана подоцна во неокласичната синтеза. Така, во 1960-тите години, многу кејнзијанци веруваа во постоењето на trade-off меѓу невработеноста и инфлацијата, дури и на долг рок (Blanchard 2003, p. 575). Овде е интересно да потенцирам една забелешка на професор Грегори Менкју, според која, денес се заборава дека еден вид Филипсова крива беше дел од кејнзијанскиот консензус и дека Семјуелсон и Солоу, уште во 1960 година, зборувајќи за trade-off меѓу инфлацијата и невработеноста, предупредија дека треба да се прави разлика меѓу краткиот и долгиот рок (Mankiw 2006, p. 32–33).

⁶ Објаснувањето на Фелпсовиот концепт за Филипсовата крива на долг рок и за природната стапка на невработеност е идентично со она на Фридман – разликите се повеќе од термиолошка природа. Фридман зборува за природна стапка на невработеност, според Викселовата терминологија што кај овој автор се однесува на природната каматна стапка (Phelps 2006, p. 33), а Фелпс за рамнотежна стапка на невработеност. Сепак, тежиштето на Фелпс е на балансот на двете големини на долг рок и на оспорувањето, за разлика од Фридман, на значењето на монетарните фактори како клучна детерминанта на економските циклуси.

Дискрециони макроекономски политики или политики базирани врз правила?

Најсинтетички гледано, економистите-кејнзијанци, а во тој контекст и умерените кејнзијанци, се застапуваат за водење дискрециона *фискална и дискрециона монетарна политика* за стабилизација на нарушените текови во економијата. Економистите монетаристи се противат на водењето на дискрециона фискална и дискрециона монетарна политика. Тие, особено поттикнати од сознанијата за нестабилноста на trade-off меѓу невработеноста и инфлацијата на долг рок, укажуваат дека дискреционите економски политики се соочени со бројни слабости и лимити и дека нивното имплементирање носи повеќе штета, отколку корист. Затоа, монетаристите се застапуваат фискалната политика да дејствува преку *автоматските стабилизатори или преку правила*. Кога е во прашање монетарната политика, тие исто така, претпочитаат монетарна политика финансирана врз *правила*, наместо дискрециона монетарна политика. Автоматските стабилизатори на фискалната политика се вградени механизми во современите даночни системи, кои имаат саморегулирачка функција, и автоматски „реагираат“ и дејствуваат антиинфлаторно или антирецесивно без, притоа, владата да се инволвира преку мерките на дискреционата фискална политика. Така, на пример, во услови на експанзија и инфлација номиналните доходи растат и владата со истите даночни стапки (без нивно зголемување) зафаќа поголеми јавни приходи во маса. Истовремено, бидејќи во експанзија невработеноста е ниска, опаѓа потребата буџетот да ја зголеми јавната потрошувачка преку алокација на високи социјални трансфери. Обратно стојат работите во услови на рецесија. Затоа, монетаристите бараат наместо владина интервенција во услови на инфлација или рецесија, во чија ефикасност длабоко се сомневаат, да се пуштат да „работат“ автоматските стабилизатори на фискалната политика. Исто така, монетаристите, но и други теоретичари од неолиберална провиниенција, посебно теоретичарите на јавниот избор, на чело со нобеловецот Бјукенен, бараат дискреционата фискална политика да се замени со правила, т.е. инсистираат на воведување законска обврска за одржување на урамнотезен буџет, правила за трошење на буџетските средства, како и воведување на принципот на квалификувано мнозинство при одлучувањето за фискалната сфера (Buchanan 1968, p. 199). Поаѓајќи од лимитите на дискреционата монетарна политика, Фридман се застапуваше владите и централните банки да утврдат *правило* за *ниска и константна, фиксна стапка на пораст на монетарната маса*. Според него, ниската стапка на пораст на монетарната маса ќе осигури одржување ниска стапка на инфлација на долг рок. *Константната, фиксна стапка на пораст на монетарната маса ќе ги спречи несериозните циклични нарушувања, кои предизвикуваат силни скокови или падови на цените*.

„Изминатото искуство покажува дека е потребен околу 3% до 5% годишен пораст на количината на пари за долгорочна стабилност на цените. Кога станува збор за цикличните движења, главен проблем е да се спречи монетарните промени да бидат извор на нару-

шувањата. Ако може да се одржи релативно цврста стапка на пораст на количината на пари без еретични флукуации во куси периоди, многу е неверојатно, ако не и неможно, да доживееме било брз скок на цените, – како за време на Првата и на Втората светска војна и по Првата светска војна – било сериозен пад на цените и на производството – како што се случи 1920–1921, 1929–1933, 1937–1938 година (Friedman 1975, p. 519).

Конфронтациите на релација умерени кејнзијанци – монетаристи за потребата од водење дискрециони макроекономски политики или политики фундирани врз правила, не доведоа до консензус. Напротив, економистите од двата тора останана на сопствените позиции.

Синтетички гледано, аргументите на умерените кејнзијанци за водење дискрециони (стабилизациони) макроекономски политики се:

- автоматските стабилизатори се значаен, но недоволен механизам за стабилизирање на економијата. Затоа е потребна дискреционата фискална политика;
- големите рецесии водат до огромна невработеност и страдање на луѓето и, воопшто, предизвикуваат голема неискористеност на ресурсите, а експанзиите се закануваат да преминат во неконтролирана инфлација. Во такви ситуации владите не смеат да седат со скрстени раце, напротив, тие мора да спроведат дискрециона фискална политика;
- стимулирањето на агрегатната побарувачка преку водење дискрециона фискална политика може да биде ефикасен лек за невработеноста;
- ако фискалната политика се води само низ почитување на строги фискални правила, независно од фазата на економскиот циклус, тоа дава контрапродуктивни ефекти – таков е случајот во земјите на ЕУ, кои почнувајќи од 1992 година, врз основа на договорот во Мастрихт, ги намалуваа буџетските дефицити во услови на рецесија.

Наспроти нив, аргументите на монетаристите се сведуваат на:

- воведување правило за фиксна и ниска стапка на пораст на понудата на пари за да се зауздаат цикличните нарушувања во економијата, односно да се осигури нејзината стабилност;
- воведување на правила за одржување на урамнотежен буџет, па дури и законска обврска за остварување на ваквата цел – забрана владите да создаваат буџетски дефицити, односно да трошат повеќе средства отколку што се прибрани во државниот буџет, за да се спречи нерационалното трошење, да се избегне проблемот на истиснување на приватниот сектор од сферата на инвестициите и воопшто да се ограничи улогата на државата во економската активност.

Конфронтацијата по ова прашање, по осумдесеттите години, се одвива на релација нови класичари – нови кејнзијанци, преку нови сознанија и нови аргументи.

3.3.

Значењето на неокласичната синтеза за развојот на модерната макроекономска наука

Неокласичната синтеза, која ги синтетизираше, на логичен и конзистентен начин, на едно место, дотогашните економски идеи и придонеси на класичните и на кејнзијанските економисти, според моето мислење, сама по себе, претставува круцијален макроекономски концепт. Имено, неокласичната синтеза, иако од формална гледна точка може да се квалификува како еклектички концепт, суштински е многу повеќе од „чиста еклектика“, и според носечката идеја врз која е фундирана, и според законитостите што ги открива траекторијата на економиите, и според значењето на концептот за формулирање на стандардни економски знаења и за профилирање на клучните макроекономски политики. Во прилог на ваквото тврдење можам да ги изнесам следниве аргументи: **Прво**, испитувањето на сложените макроекономски процеси и феномени покажа дека принципите и законитостите на функционирање на економиите на краток и на долг рок се различни. **Второ**, разликувањето на краткиот и долгиот рок во економијата (иако и овде има бројни дилеми, од типот: колку е краток краткиот рок, т.е. колку е долг долгиот рок) е најнепосредно поврзано со очекувањата во економијата, а тие се круцијални за да се разберат сложените макроекономски процеси. Кога со неокласичната синтеза се воспостави консензусот околу значењето и на краткиот и на долгиот рок, кога макроекономистите почнаа да го третираат фактот дека економските субјекти (претприемачите, менаџерите, инвеститорите, потрошувачите), кога донесуваат значајни економски одлуки, со едно око гледаат во иднината, како стандардно економско знаење, на површина испливаа нови макроекономски концепти, од кои некои суштински го подобрија нашето разбирање за начинот на кој функционира економијата. **Трето**, разликувањето на краткиот и долгиот рок е посебно значајно за конципирање и водење на ефикасни макроекономски политики. Спознанијата, на пример, дека фискалната и монетарната експанзија на краток рок влијаат врз реалните фактори (ги зголемуваат инвестициите, БДП и вработеноста), но на долг рок реалните фактори се враќаат на првобитното рамниште, а економијата завршува во зона на повисока инфлација, укажаа на сериозните лимити на дискреционите макроекономски политики. **Четврто**, особено е значајно да се одбележи дека најзначајните макроекономски концепции што се јавија по настанувањето на неокласичната синтеза, во себе ги инкорпорираат придонесите на двете конкурентни макроекономски школи (класичната и кејнзијанската). Како и да е, мене ми е блиска тезата дека токму неокласичната синтеза, отворајќи го патот за настанување на круцијални макроекономски концепти, *de facto*, го означи прогресот на макроекономијата на сите „фронтови“ (Blanchard, 2006), т.е. го означи почетокот на златната ера на модерната макроекономска наука. Импозантниот прогрес на макроекономијата, кој во

голема мера се должи на неокласичната синтеза, особено е видлив во следниве сфери на макроекономијата: потрошувачката, штедењето и инвестициите, Филипсовата крива на долг рок, значењето, реалните можности и ограничувањата (лимитите) на стабилизационите макроекономски политики (фискалната и монетарната), економскиот раст и макроекономското моделирање.

4 ЗА КООРДИНАЦИЈАТА МЕЃУ ФИСКАЛНАТА И МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА

4.1.

Општи согледувања

На фискалната и на монетарната политика им припаѓа клучна улога во стабилизацијата на економиите. Без оглед на фактот што дејството на двете клучни макроекономски политики врз агрегатната побарувачка е слично, потребата од нивна координација е неопходен услов за постигнување на основните макроекономски цели на современите земји. Нужноста од координација на двете политики во литературата од оваа област најчесто се аргументира и се коментира со два основни резона: **прво**, фискалната политика е компетенција на фискалните власти (владата, т.е. министерството за финансии), а монетарната политика е компетенција на монетарните власти (централната банка); **второ**, нивните цели често се конфликтни. Во однос на поделеноста на компетенциите меѓу двете власти, координацијата добива во своето значење и во својата комплексност, ако се има предвид фактот дека, во современи услови, централните банки се независни во однос на извршната власт. Притоа, независноста на централната банка е регулирана со закон, а се осигурува и со различното траење на мандатот на владите и на гувернерите на централната банка. Во однос на конфликтноста на целите, нужноста и комплексноста на координацијата произлегува од фактот што приоритет на владите е аутпутот, т.е. порастот на БДП и на вработеноста на краток рок (онака како што тоа го објаснуваат претставниците на школата за јавен избор)⁷, а приоритет на централните банки е одржување на ценовната

⁷ Претставниците на школата за јавен избор (Public choice), чиј лидер е нобеловецот Џејмс Бјукенен, поаѓаат од поставката дека политичарите, како рационални човечки суштества, редовно ги претпочитаат и ги застапуваат личните пред општите интереси. Извршувајќи ги своите политички функции, политичарите прават сè за да победат повторно на престојните избори. Во согласност со

стабилност на долг рок. Се разбира дека конфликтноста меѓу централната банка и министерството за финансии може да добие и други форми на манифестација. Една од нив е префрлањето на политичката одговорност за високите каматни стапки, кои го предизвикуваат ефектот crowding-out, врз монетарната власт, со образложение дека висината на каматните стапки е компетенција на централната банка (Mas, 1995). Понатаму, централната банка често пати се обвинува за имплементација на монетарни рестрикции и тогаш кога таа е принудена да го прави тоа поради „лабавата“ фискална политика, итн.

Сепак, овие два резона повеќе зборуваат за нужноста од координација на двете политики. Комплексноста на координацијата на политиките, според моето мислење, е условена од дејството на бројни други фактори, кои би ги категоризирал во неколку групи:

- изборот на т.н. фискално-монетарен микс;
- бројноста на каналите (директни и индиректни), преку кои се пренесуваат ефектите на фискалната врз монетарната политика и на монетарната врз фискалната политика;
- различното дејство на фискалната, односно на монетарната експанзија врз структурата на БДП;
- проблематизирањето на ефикасноста на монетарната политика во услови на длабоки рецесии;
- дополнително усложнување на проблемот во случајот на Европската монетарна унија, каде што постои една централна банка (ЕЦБ) и независни фискални политики на земјите што ја прифатија заедничката валута.

Иако дел од спомнативе фактори веќе беа елаборирани во претходните поглавја на овој труд, во продолжение ќе се обидам дополнително да ги анализирам и да укажам на комплексноста на ова прашање.

таквата цел тие ја профилираат и економската политика: „...ако сакате да ја унапредите политиката, да ги унапредите правилата, да ги унапредите структурите, (...) не очекувајте политичарите да се однесуваат различно. Тие се однесуваат во согласност со своите интереси“ (Buchanan, 1995). Фактички, политичарите секогаш го претпочитуваат краткиот пред долгиот рок. Целта е да остварат брзи резултати (да го забрзаат економскиот раст и да ја зголемат вработеноста) преку ефектите на експанзивните политики на краток рок за да добијат повторен мандат на изборите.

4.2.

Изборот на фискално-монетарниот микс

Клучните макроекономски политики современите влади ги користат за амортизирање на последиците од економските циклуси, односно за приближување, толку колку што тоа е можно, на актуелниот бруто-домашен производ до потенцијалниот. Овде фактички станува збор за управување со агрегатната побарувачка (demand management), односно за активно користење на фискалната и монетарната политика за дејствување врз агрегатната побарувачка. Концептот е типично кејнзијански, бидејќи, практично, со мали исклучоци, школите од неокејнзијанска провениенција причините за бизнис-циклусите ги лоцираат на страната на агрегатната побарувачка, поради што и тврдат дека управувањето со агрегатната побарувачка е посебно значајно. Некои економисти дури мислат дека концептот demand management овозможува „импресивно разбирање на економијата“, нудејќи одговори на бројни прашања: дали економијата е во рецесионен или во инфлаторен јаз, каде е долгорочната рамнотежа сега и каде ќе биде во иднина, какви ќе бидат идните промени во клучните компоненти на агрегатната побарувачка и какви ќе бидат нивните ефекти врз БДП, колку треба да се зголемува или да се намалува агрегатната побарувачка за економијата да се врати во зоната на долгорочна рамнотежа, како да се комбинираат клучните макроекономски политики, каков ќе биде одговорот на одделните макроекономски сектори на промените во агрегатната побарувачка итн., итн. (Horoowitz, 1999, p. 137–138).

Базичната идеја кај концептот demand management е дека фискалната и монетарната политика се супститути и дека „...додека алтернативните комбинации на монетарната и на фискалната политика можат да се користат за стабилизација на економиите, тие имаат различен импакт врз структурата на *аутијуиоиџ*. Со промена на миксот на даноците, владината потрошувачка и монетарната политика, владата може да ги менува компонентите на БДП што се однесуваат на инвестициите, потрошувачката, нето-извозот и владините набавки на добра и услуги“ (Samuelson and Nordhaus, 2005, pp. 720). Супститутивноста, пак, значи дека, ако една влада спроведува нагласено рестриктивна буџетска политика (зголемување на даноците, намалување на јавната потрошувачка или комбинација на двете мерки), тогаш монетарната политика треба да биде полиберална, поекспанзивна за да се избегне рецесија. Обратно, ако владата води рестриктивна монетарна политика (ја ограничува понудата на пари), буџетската политика треба да биде поекспанзивна. Според тоа, ако владата подолго време практикува и остри буџетски рестрикции и остри монетарни рестрикции, економијата ќе заврши во рецесија. Оттука, ваков фискално-монетарен микс (ваква комбинација на фискална и на монетарна политика), во основа, не е препорачлив, освен во исклучителни ситуации – доколку економијата е соочена со енормно висока инфлација. Обратно, влада што перманентно практикува буџетски и монетарни експанзии, ќе ја втурне економијата во зона на висока инфлација.

Во економската литература најчесто се зборува за два основни типа монетарно-фискален микс (Samuelson and Nordhaus, 2005):

- лабава фискална – тврда монетарна политика;
- лабава монетарна – тврда фискална политика.

Првиот тип на монетарно-фискален микс во САД беше применет за време на претседателот Реган, во раните 1980-ти години. Претседателот Реган реши значително да ги зголеми трошоците за одбрана на земјата, и тоа го направи без да ги зголеми, во исто време, даноците. Напротив, тој дури ги намали највисоките маргинални даночни стапки за групата даночни обврзници со висок доход. Тоа е типичен пример за „лабава фискална политика“. Резултатот беше голем буџетски дефицит, кој почна да ја прегрева економската активност во САД. Затоа, Федералните резерви (централната банка) спроведоа „тврда монетарна политика“. Крајниот резултат беше високи каматни стапки, истиснување на приватниот сектор од сферата на инвестициите и намалување на нето-извозот.

Вториот тип на монетарно-фискален микс, „лабава монетарна – тврда фискална политика“ беше применет во периодот по 1993 година, за време на претседателот Бил Клинтон. Клинтон наследи од Реган висок буџетски дефицит (негативно национално штедење) и реши, со текот на времето, да го смали буџетскиот дефицит, да ги зголеми инвестициите и да го забрза економскиот раст. За таа цел тој спроведуваше буџетски рестрикции, вклучувајќи и зголемување на даночните стапки, комбинирани со „лабава“, монетарна политика, која ја намали каматната стапка, ги зголеми инвестициите и го зголеми нето-извозот на земјата. Кон крајот на вториот мандат на Клинтон буџетскиот дефицит беше претворен во буџетски суфицит.

Концептот demand management го проблематизираат економистите од неокласична провениенција, со аргументи што се добро познати: значајни се долгиот рок и агрегатната понуда, фискалната политика треба да дејствува преку автоматските стабилизатори или да биде базирана на долгорочни правила, правилата се пожелни и кај монетарната политика, парите се неутрални, дискреционите политики упатуваат на инволвирање на државата во економската активност, со што ја разоруваат довербата во пазарите, наспроти фактот дека економиите на долг рок се стремат да функционираат на својот потенцијал итн. (Lukas, 2011; Sargent, 2011).

Според моето мислење, концептот demand management премногу инсистира на односите на супститутивност на клучните политики (фискалната и монетарната), а донекаде го запоставува фактот дека добрата координација на политиките претпоставува и воспоставување односи на комплементарност меѓу двете политики. Доколку се постигне последново, поединечните и заедничките ефекти на политиките во стабилизацијата на економиите се далеку позначајни и резултираат во синергетски ефект. Така, на пример, доколку во економијата, при постоење нагласен

рецесионен јаз, се подгрева агрегатната побарувачка, а условите во економијата дозволуваат и зголемување на експанзивноста на монетарната политика, тогаш смалувањето на каматната стапка може да го ублажи crowding-out ефектот. Во поново време се истакнува и фактот дека ефикасноста на фискалната политика (мерена преку висината на фискалните мултипликатори) може да биде поголема доколку односите меѓу фискалната и монетарната политика се комплементарни. Според Алесина, фискалните мултипликатори од даноците се повисоки од оние на државната потрошувачка. Тој е убеден дека дури и големи фискални консолидации (преку кратење на јавната потрошувачка), доколку се проследени со адекватна монетарна политика, која ќе осигури стабилни инфлациски очекувања, можат да бидат многу поефтини отколку што обично се мисли, односно дека секоја фискална консолидација не мора да резултира со рецесија (Alesina 2010; Alesina, 12 September 2012). Ова потврдува дека прашањето за изборот на оптимален фискално-монетарниот микс е многу покомплексно отколку што изгледа на прв поглед, и суштински навлегува во сферата на координацијата на клучните политики. Ваквото тврдење го базирам на фактот дека оптималната комбинација на двете политики е во прв ред условена од спецификите на конкретната економска ситуација во земјата, т.е. од спецификите на економскиот циклус: карактерот на шокот што го детерминира нарушувањето, неговата сила (дали станува збор за блага или длабока рецесија, т.е. експанзија), импактот на нарушувањето врз клучните макроекономски варијабли и, пошироко, врз реалниот и финансискиот сектор, очекувањата на економските субјекти и сл. Со други зборови, креаторите на политиките при утврдувањето на оптималниот фискално-монетарен микс мораат да водат сметка за комплексноста на бизнис-циклусот и за фактот дека, во практиката, во различни земји, дури и во иста земја во различни периоди, не можат да се сретнат два идентични бизнис-циклуса. Дobar пример за деликатноста на дијагностицирањето на состојбата и на оптималниот фискално-монетарен микс е реакцијата на креаторите на политиките во САД и во Европа во периодот на нафтените шокови во втората половина на седумдесеттите години на минатиот век. Имено, рецесијата во САД и во Европа во тој период беше условена од шок на страната на агрегатната понуда (покачувањето на цената на нафтата за време на првиот и вториот нафтен шок), кој подоцна го предизвика феноменот на стагфлација. Креаторите на политиките на САД успешно се справија со стагфлацијата преку имплементација на „тврда“ монетарна политика и релативно „лабава“ фискална политика. Монетарните рестрикции ја намалија стапката на инфлација, а зголемената буџетска потрошувачка овозможи пораст на производството и на вработеноста. Европа, која во 1970-тите години беше погодена од неколку шокови на страната на агрегатната понуда (покрај нафтените, и опаѓањето на продуктивноста на трудот), во периодот 1975–1981 се соочи со висока инфлација (околу 11%). По 1981 година во Европа започна процес на дезинфлација

(сведување на инфлацијата на ниско ниво), со остри монетарни рестрикции, истовремено проследени и со прилично „тврда“ буџетска потрошувачка. Битката со инфлацијата Европа ја доби, но не и со невработеноста – таа продолжи да расте и во 1997 година го достигна, па дури и го надмина, нивото од 10%. Така, во децениите по нафтените шокови природната стапка на невработеност мерена преку NAIRU во Европа, de facto, беше двапати повисока од онаа на САД (5%) (World Economic Outlook, 1999, p. 91). Нема сомнение дека несоодветниот фискално-монетарен микс е една од причините за тешкото справување на Европа со последиците од рецесијата од 1970-тите години. Велам: „една од причините“, бидејќи во случајот на Европа и други фактори имаа значаен импакт врз економскиот раст и невработеноста – во прв ред смалената продуктивност на европските економии и големата зависност на Европа од увозот на нафта. Опишаниот фискално-монетарен микс, за кој се определија креаторите на политиките во Европа во периодот на нафтените шокови (кој зборува за несоодветна координација на клучните макроекономски политики), се поврзува со концептот на т.н. хистереза (hysteresis). Најглобално гледано, терминот hysteresis означува состојби кога повремени (краткорочни или инцидентни) шокови на страната на агрегатната побарувачка и на страната на агрегатната понуда предизвикуваат значајни нарушувања на рамнотежата на економијата на долг рок. Пренесено на полето на пазарот на трудот hysteresis означува состојба кога краткорочните шокови на пазарот на трудот, кои предизвикуваат висока невработеност и кои обично се условени од промени на страната на агрегатната понуда и на агрегатната побарувачка, можат да предизвикаат одржување на висока и упорна (перзистентна) невработеност на долг рок, се разбира, доколку не се успешно лечени со мерките на економската политика (фискалната и монетарната). Притоа, пролонгираната невработеност (повисоката невработеност денес предизвикува висока невработеност во иднина) во еден свој дел е резултат и на фактот што работниците, кои долг период се невработени, се соочени со губење на човечкиот капитал – знаењата што ги стекнале низ образовниот систем, со што шансите за вработување уште повеќе им се намалуваат.

4.3.

Бројноста на каналите преку кои се пренесуваат ефектите на фискалната врз монетарната политика и на монетарната врз фискалната политика

Каналите преку кои фискалната политика влијае врз монетарната политика се бројни. Начелно гледано, експанзивната фискална политика, креирајќи високи структурни буџетски дефицити и кумулирајќи висок и неодржлив јавен долг, при-

донесува за намалување на ефикасноста на монетарната политика. Експанзивната фискална политика, како што споменав и претходно, на два начини дејствува врз зголемувањето на каматната стапка. **Прво**, порастот на аутпутот на краток рок значи и пораст на побарувачката на пари, а со тоа и на каматната стапка. **Второ**, порастот на реалниот аутпут значи и пораст на општото ниво на цените, поради што доаѓа и до намалување на количината на реални пари и до понатамошен пораст на каматната стапка. Во ваква ситуација се проблематизира ефикасноста на монетарната политика и нејзиното дејство врз каматната стапка. Монетарните импликации од недисциплинираната фискална политика се евидентни: „...Со нагласено експанзивна фискална политика, каматните стапки и девизниот курс се високи и не можат да бидат постојано намалувани преку монетарната политика. За намалување на каматните стапки и зголемување на инвестициите и извозот, фискалната политика мора да биде рестриктивна. Само тогаш може да се спроведе експанзивна монетарна политика“ (Parkin, Powell, and Matthews, 2003, pp.617). Посебен придонес во истражувањето на монетарните импликации од недисциплинираната фискална политика своевремено дале Сарцент и Волис во својата статија за т.н. „*непријатна монетаристичка ариџметика*“ (1981). Во овој труд авторите тврдат дека листата на ограничувања на монетарната политика (што може, односно што не може да направи монетарната политика), која во 1968 година ја изложи Фридман, може дополнително „...да се прошири со вклучување на инфлацијата“ (Sargent and Wallace 1981, p. 1). Во оваа анализа, фактички, изложен е концептот на *фискална доминација*, според кој, при егзистенција на високи структурни буџетски дефицити и висок јавен долг, рестриктивната политика на централната банка насочена кон смалување на инфлациските пресии е неуспешна, бидејќи води до пораст на реалните каматни стапки (над стапките на економскиот раст), до зголемување на товарот на долгот и до посегнување тој да се финансира преку сињораж, што во крајна линија резултира со уште повисока инфлација во иднина („непријатна монетаристичка аритметика“). Вакви и слични анализи денес сè повеќе се прават во контекст на т.н. *фискална теорија за нивото на цените*, според која, фискалната политика, во најмала рака, има исто, па дури и поголемо влијание врз општото ниво на цените од она на монетарната политика. Фискалната теорија за нивото на цените донекаде го проблематизира конвенционалното монетаристичко гледиште дека нивото на цените доминантно е детерминирано од монетарните фактори, односно од стапката на раст на понудата на пари и дека, според тоа, за одржување на ценовната стабилност клучна е монетарната политика. (Инфлацијата, на долг рок, секогаш и секаде е монетарен феномен – Фридман.) При проблематизирањето на ваквото гледиште на Милтон Фридман, дел од претставниците на фискалната теорија за нивото на цените (Сарцент, Тутино и Заразага, Улих и др.), ги поставуваат следниве прашања:

1. Зошто, во епизодите на големи инфлации (хиперинфлации), конкретно во случајот на германската хиперинфлација од почетокот на дваесеттите години на минатиот век, стапката на раст на инфлацијата е далеку поголема од стапката на раст на понудата на пари?
2. Зошто квантитативните олеснувања, кои масовно се користат по Големата рецесија и кои, во суштина, се сведуваат на инјектирање огромна ликвидност во економиите, т.е. на дополнително зголемување на монетарната база, не резултираат со зголемување на стапката на инфлација – напротив, инфлацијата останува ниска и се граничи со дефлација?
3. Зошто силниот пораст на јавниот долг за време на Големата рецесија (како резултат на типично експанзивна фискална политика во услови на ликвидносна стапица), на пример, во случајот на САД, не доведе до пораст на стапката на инфлација – напротив, таа остана многу ниска, т.е. пониска од таргетот што го постави ФЕД?

Сето ова покажува дека врските меѓу понудата на пари и нивото на цените, иако се неспорни, не се толку директни како што изгледа, т.е. како што се објаснува од страна на монетаристите, преку квантитативната теорија на парите, и дека детерминантите на инфлацијата се покомплексни отколку што тоа се чини на прв поглед.

Два заклучока на Фискалната теорија за нивото на цените, се посебно значајни (Filipovski, 2016):

Прво, зголемувањето на монетарната база (на пример, преку квантитативните олеснувања), суштински гледано, се сведува на трансформација на еден вид владини обврски искажани во номинални износи (пари), со друг вид владини номинални обврски (резорски обврзници, односно владини хартии од вредност за финансирање на долгот), поради што нето-износот на владините обврски останува непроменет. На пример, кога централната банка купува државни обврзници, *de facto*, ја зголемува понудата на пари во економијата, но истовремено, и повлекува државни обврзници (владини обврски) назад.

Второ, треба да се има предвид дека инфлацијата е продукт како на монетарната така и на фискалната политика, гледани заедно, во контекст на нивната поставеност и заемна координација, и не е коректно да се запостави значењето на фискалната политика во реализирањето на основните цели на клучните макроекономски политики: ценовната стабилност и стабилизацијата на владиниот долг.

Шеховиќ нотира бројни директни и индиректни канали преку кои фискалната политика влијае врз монетарната политика: големите буџетски дефицити и неодржливиот јавен долг можат да ги поттикнат владите да вршат притисок врз централните

банки за монетизација на долгот⁸; дефицитите ги зголемуваат инфлациските очекувања во економијата, ја нарушуваат стабилноста на јавниот долг, предизвикуваат проблеми во платниот биланс итн., а можат да бидат и причина за финансиски кризи (Sehovic, D, 2013).

Од друга страна, влијанието на монетарната политика врз фискалната политика особено доаѓа до израз преку висината на каматната стапка и инфлациските, односно дефлациските очекувања во економијата. Висината на каматната стапка има значајно влијание врз клучните макроекономски варијабли во економијата: врз компонентите на агрегатната побарувачка сензитивни на каматната стапка (инвестициите и побарувачката на секторот на домаќинствата за трајни потрошни добра), а преку нив врз динамиката на реалниот аутпут; понатаму, врз штедењето, девизниот курс и сл. Меѓутоа, директниот ефект на висината на каматната стапка врз фискалната политика најмногу доаѓа до израз преку трошоците за задолжување и за сервисирање на јавниот долг и, пошироко, преку нејзиното дејство врз одржливоста на јавниот долг. Последново особено поради фактот што дури и мало зголемување на каматните стапки може да ги исфрли јавните финансии од колосек (Cottarelli 2012, p. 53). Понатаму, не треба да се заборава дека високата инфлација ја соочува фискалната политика со сериозни негативни последици: намалување на буџетските приходи (Оливера-Танзи

⁸ Државата (владата) го монетизира буџетскиот дефицит кога централната банка купува државни обврзници што ги емитува владата. На овој начин, на владата ѝ се овозможува да троши повеќе средства без зголемување на даноците. Тоа е првиот канал преку кој се пренесуваат ефектите врз агрегатната побарувачка (пораст на агрегатната побарувачка преку компонентата G – потрошувачката на владата). Вториот, последователен ефект врз агрегатната побарувачка произлегува од фактот што купувањето на владини обврзници од страна на централната банка значи зголемување на понудата на пари во економијата и намалување на висината на каматните стапки. Ова предизвикува дополнителен пораст на агрегатната побарувачка преку компонентата I – пораст на инвестициите во секторот на претпријатијата. Крајниот резултат, особено ако не се работи за силен рецесионен јаз, е зголемен (инфлаторен) притисок во економијата. Високата инфлација ја намалува куповната моќ на парите, но ги намалува и реалните доходи на луѓето и на фирмите. Така доаѓа до намалување на вредноста на долгот и на товарот на долгот, бидејќи државните обврзници најчесто се издаваат во форма на номинални обврзници, кои не подлежат на индексација. Станува збор за трошоци од инфлација преку прераспределба на доходот, т.е. прелевање на доходот од доверителите (во случајов имателите на државни обврзници) кон должинците (во случајов државата, т.е. владата). Според тоа, крајниот ефект од ваквото, во суштина, инфлаторно финансирање на буџетските дефицити, т.е. на јавниот долг, се сведува на инфлаторно оданочување – државата не воведува нови даноци, но губат имателите на номинални државни обврзници кои не се индексираат, а добива државата. „Владиниот дефицит може да биде финансиран со позајмување од широката публика или од банката (централната банка – Т. Ф.). Ако владата позајмува од широката публика, таа мора да плати камата за својот долг. Ако позајмува, пак, од Банката, тогаш таа ѝ плаќа камата на банката. Но, владата ја поседува банката, поради што каматата се враќа назад во владата. Финансирањето на дефицитот со продажба на долгот на банката значи дека владата ги избегнува трошоците за камати. Оттука, искушението да ѝ се продаде долгот на банката е силно (Parkin, Powell and Matthews, 2003, p. 617). Овде треба посебно да се нагласи дека, по правило, посегнувањето по монетизација на јавниот долг е до толку поголемо доколку независноста на централната банка е помала.

ефектот), зголемување на товарот на даночните обврзници и прелевање на доходот од даночните обврзници кон владата (феноменот на фискално развлекување – *fiscal drag*)⁹, пресии на расходната страна на буџетот поради зголемувањето на општото ниво на цените, итн.

4.4.

Различното дејство на фискалната, односно на монетарната експанзија врз структурата на БДП

Претходно нагласив дека експанзивните политики имаат различно дејство врз структурата на БДП, факт на кој мораат да му посветат особено внимание креаторите на политиките. Имено, експанзивната фискална политика на краток рок го зголемува БДП, предизвикувајќи, во исто време, пораст на каматните стапки и апрецијација на номиналниот девизен курс. Крајниот резултат е намалување на инвестициите и на нето-извозот на економијата. Експанзивната монетарна политика, пак, на краток рок предизвикува пораст на БДП, преку зголемување на инвестициите и пораст на нето-извозот. Очевидно, двете политики имаат различно дејство врз квалитетот на економскиот раст.

4.5.

Проблематизирање на ефикасноста на монетарната политика во услови на длабоки рецесии

Ова прашање е пошироко елаборирано во делот посветен на улогата на монетарните фактори за време на Големата рецесија. Овде ќе изнесеме едно интересно гледиште на Менкју и Вајнзирл (Mankiw and Weinzierl, 2011) за оптималната стабилизациона политика (оптималниот фискално-монетарен микс) воопшто, и посебно во време на длабоки рецесии. Авторите ја испитуваат оптималната стабилизациона политика со примена на макроекономски модел од новокејнзијанска генерација, кој претпоставува ригидност на цените и на платите на краток рок, односно флексибилност на цените и на платите на долг рок. Достапни стабилизациони политики

⁹ Инфлацијата предизвикува пораст на номиналните доходи во економијата. Доколку во земјата постои прогресивен даночен систем, може да се случи една категорија на корисници на доход, поради номиналниот пораст на доходот, да премине во повисока категорија на иматели на доход и сега да плаќа данок според повисоката маргинална даночна стапка. Значи, инфлацијата ги зголемува просечните даночни стапки, а владата собира поголеми даноци без промена на даночните закони. Во таков случај доаѓа до прераспределба на доходот во корист на државниот буџет. Ваквата појава се нарекува *fiscal drag* – фискално развлекување.

се монетарната и фискалната. Исто така, моделот претпоставува меѓувременска оптимизација базирана на рационалните очекувања на домаќинствата и на фирмите.

Кои се заклучоците од применетиот модел?

Генерален заклучок е дека, кога е економијата соочена со ниска агрегатна побарувачка, поради што таа функционира под својот потенцијал, за креаторите на економската политика постои **хиерархија на инструменти на стабилизационите политики**.

Првото ниво на хиерархија се однесува на состојбата кога краткорочната каматна стапка сè уште не достигнала zero lower bound, поради што монетарната политика, со своите стандардни инструменти, е доволна за да ја врати економијата во целосна вработеност. Фискалната политика во ваква ситуација треба да ја максимизира репрезентативната благосостојба на домаќинствата преку класичните принципи на cost – benefit, а не преку управување со агрегатната побарувачка. **Второто ниво** на хиерархија настапува кога краткорочната каматна стапка ќе го достигне износот на zero lower bound, поради што неконвенционалната монетарна политика станува следен инструмент на стабилизационата политика. Ако смалувањето на краткорочната каматна стапка не е доволен услов за да се врати економијата на нивото на полна вработеност, тоа може да се постигне со редукција на долгорочната каматна стапка, преку зголемување на долгорочното номинално сидро. Оваа варијанта може да биде случај кога централната банка таргетира повисоко ниво на номинален раст на БДП. **Третото ниво** на хиерархија настапува кога монетарната политика е соочена со строги ограничувања, т.е. кога краткорочната каматна стапка го достигнала нивото zero bound и централната банка е неспособна да ја спроведува монетарната политика. Во оваа ситуација на сцена стапува фискалната политика, која, меѓутоа, во моделот на Менкју и Вајнзирл не дејствува на конвенционален кејнзијански начин, т.е. преку зголемување на владината потрошувачка, туку преку мерки што можат да ги поттикнат инвестициите. Во овој случај оптималната фискална политика се обидува да го направи она што не може да го направи монетарната. **Четвртото ниво** на хиерархија настапува кога монетарната политика е соочена со остри ограничувања, а фискалната политика има на располагање ограничен сет инструменти. Тогаш, фискалната политика дејствува преку зголемување на владината потрошувачка, односно спроведува политика на управување со агрегатната побарувачка „on last resort“.

Овие елаборации на авторите покажуваат дека тие не веруваат многу во стабилизационите ефекти на фискалната политика – дури, во услови на ликвидносна стапица тие препорачуваат фискалната политика да не дејствува преку најчесто употребуваниот инструмент, односно преку зголемување на владината потрошувачка, туку преку намалување на даноците за да се поттикнат инвестициите. Фактички, тие на даночните кратења им придаваат поголемо значење, отколку на владината потрошувачка. Фискалната политика треба да дејствува преку зголемување на владината

потрошувачка само во ситуација кога монетарната политика е комплетно ограничена, а фискалната политика нема можност да ја зголемува агрегатната побарувачка преку скратување на даноците.

4.6.

Дополнително усложнување на координацијата на политиките во случајот на Европската монетарна унија

Во случајот на ЕМУ проблемот на координација на клучните политики е далеку посложен, бидејќи, за разлика од координацијата на фискалната и на монетарната политика во рамките на една национална економија, која се одвива на релација централна банка – трезор, во Европската монетарна унија (ЕМУ) интеракцијата вклучува поголем број независни учесници, т.е. ја вклучува Европската централна банка (ЕЦБ) и трезорите на земјите што го прифатиле еврото. Фактот што ЕМУ е единствен пример во светот на егзистенција на заедничка валута и заедничка монетарна политика (спроведувана преку ЕЦБ), меѓутоа, без да постои заедничка фискална политика, се наведува како круцијална причина за европската должничка криза и кризата на Европската монетарна унија. Отсуството на заедничка фискална политика земјите на ЕМУ се обидоа да го компензираат преку Договорот од Маастрихт од 1992 година, кога на земјите што беа потенцијални членки на еврозоната им беше поставен услов да ги одржуваат буџетските дефицити на ниво под 3% од нивниот БДП. Подоцна, со Пактот за стабилност и раст, беше допрецизирано основното фискално правило за земјите од еврозоната¹⁰. Поинаку кажано, овие правила требаше да претставуваат еден вид супституција на отсуството на заедничка фискална политика во земјите на ЕУ и, во тие рамки, во земјите на ЕМУ како битна претпоставка за одржување на стабилноста на еврото. Меѓутоа, во услови на отсуство на ефикасна контрола на

¹⁰ Според овие правила, секоја одделна земја-членка на ЕМУ не смее да креира буџетски дефицит поголем од 3% од БДП. Доколку некоја земја оствари буџетски дефицит над утврдениот таргет, таа е должна да плати пенали во форма на депозит во износ кој варира од 0,2 до 0,5% од БДП, а во зависност од големината на дефицитот. Депозитот на земјите што го пречекориле утврдениот таргет на буџетскиот дефицит ќе им биде вратен доколку во период од две години успеат да го сведат дефицитот во утврдените рамки. Во спротивно, тој добива третман на дефинитивно платен пенал (Lipsey and Chrystal 1999, p. 600). Подоцна, во посткризниот период, со двата Бриселски самита за спас на еврото (првиот во декември 2011, а вториот во јуни 2012 година), во ЕУ е постигнат одреден напредок во разрешувањето на кризата во фискалниот дел. Имено, тогаш се поставија јасни правила за ограничување на буџетската потрошувачка и механизми за автоматски санкции за земјите што нема да ги почитуваат, а буџетите на земјите-членки станаа предмет на одобрување од Европската комисија. Овие мерки претставуваат извесен напредок, но суштински се далеку од приближување кон фискална унија. Оттука, кризата е ублажена, но не е и разрешена.

буџетската потрошувачка во одделни земји-членки на ЕМУ, фискалните правила не се почитуваа – не само во земјите на периферијата туку, во одделни години, и во високоразвиените земји. Ова покажува дека во практиката на ЕМУ е отворена можност за појава на субоптимални решенија, како резултат на некоординираноста на фискалните политики што ги водат одделните земји, т.е. за појава на негативни екстерналии (*negative externalities*) и пренесени ефекти (*spillovers*) од една во друга земја. На пример, ако претпоставиме дека една земја во рамките на ЕМУ води експанзивна фискална политика и ги надминува ограничувањата од Пактот за стабилност и раст (креира поголеми буџетски дефицити од 3%), ефектот ќе биде зголемување на агрегатната побарувачка, на побарувачката за пари и на каматната стапка не само во таа земја туку и во еврозоната во целина. Зголемувањето на каматните стапки води до апрецијација на курсот на еврото и до намалување на извозот на земјите од еврозоната. Друг негативен ефект од експанзивната фискална политика на една или на повеќе земји во рамките на ЕМУ е оној врзан за состојбата на јавниот долг, условите за позајмување за покривање на буџетските дефицити и товарот на долгот (условите за сервисирање на долгот). Имено, земјата што креира поголеми буџетски дефицити го зголемува својот долг, но преку порастот на каматната стапка го прави поскапо позајмувањето средства за финансирање на долговите и на другите земји, и ги зголемува отплатите на камати за претходно создадениот јавен долг на земјите-членки на ЕУ. Се разбира, ваквото однесување на една или на повеќе земји создава конфликти и тензии меѓу фискалните власти на земјите во рамките на еврозоната и ЕЦБ. Други проблеми и контроверзии во врска со интеракцијата меѓу фискалната и монетарната политика во рамките на ЕУ се јавуваат во доменот на утврдувањето на релативното значење на политиките за стабилизацијата на економиите. Погледите за ова прашање се различни, а понекогаш и дијаметрално спротивни: од оние што инсистираат дека фискалната политика е вонредно значајна за стабилизацијата на економиите во услови кога земјите ја губат националната монетарна независност, преку екстремните погледи дека монетарна унија со силна централна банка може да биде оптимална само доколку не постојат никакви фискални ограничувања, па сè до оние поумерените, дека флексибилната, но и дисциплинирана фискална политика е круцијална за одржување на стабилноста (За овие прашања пошироко кај Butti, Roeger and Veld, 2000).

4.7.

Други аргументи за комплексноста и тежината на прашањето за оптималната координацијата на клучните политики

Горниве согледувања недвосмислено укажуваат на комплексноста и на постоенето бројни фактори што влијаат на можните пристапи за оптимална координација на клучните макроекономски политики и нејзиното значење за стабилизација на економиите. Во продолжение, во сумирана форма, ќе ги прикажам размислувањата на Бен Бернанке¹¹ за ова прашање, изнесени во еден негов неодамнешен труд под наслов: “The Fed and fiscal policy”, Brookings, January 13, 2017. Бернанке поаѓа од констатацијата дека пазарите во САД силно реагираа на изборната победа на Трамп, подигајќи ги цените на сопственичките хартии од вредност, долгорочните каматни стапки и вредноста на доларот. Тоа беше, фактички, одговор на најавената експанзивна фискална политика од страна на претседателот Трамп, т.е. на најавата за зголемување на владината потрошувачка, намалување на даночните стапки и пораст на буџетските дефицити. Наспроти ваквиот одговор на пазарите, одговорот на ФЕД беше многу повнимателен.

Како ја објаснува Бернанке оваа значајна разлика меѓу реакцијата на пазарите и онаа на ФЕД?

Прво, за да ги осмисли и да ги конципира мерките и одговорот на промените на фискалната политика, монетарната политика (ФЕД) мора да ги предвиди ефектите на фискалната експанзија врз агрегатната побарувачка и агрегатната понуда. Кога Бернанке стапи на функцијата гувернер на ФЕД (во 2006 година), американската економија веќе страдаше од висока невработеност, а монетарната политика оперираше блиску до своите лимити – zero lower bound on interest rates (ZLB). Кога стапи на должност Трамп, американската економија се приближуваше до состојба на полна вработеност, поради што натамошно зголемување на аутпутот не беше можно со фискални стимули, туку со зголемување на продуктивноста и на агрегатната понуда (се разбира, јасното разграничување на одделни мерки – дали се „лоцираат“ како

¹¹ Бен Бернанке влегува во редот на најславните американски макроекономисти. Тој има блескава универзитетска кариера. Бернанке осум години беше гувернер на Американската централна банка, т.е. на ФЕД – во периодот од 2006 до 2014 година. Докторирал на прашања и теми поврзани со Големата депресија 1929–1933 година и улогата на монетарната и фискалната политика за време на најкатастрофалната економска криза во светската економска историја. За гувернер на Централната банка на САД дојде во предвечерјето на Големата рецесија 2007–2009 година и е заслужен за успешното справувањето на САД со оваа пролонгирана и остра рецесија. Според неговото кажување, како универзитетски професор не обрнувал доволно внимание на прашањето на координацијата на монетарната и фискалната политика. По 2010 година, како гувернер на ФЕД, на ова прашање му обрнува посебно внимание (Bernanke, May 24, 2017, p. 3).

мерки на страната на агрегатната побарувачка или на страната на агрегатна понуда, не е секогаш лесна и едноставна работа – на пример, изградбата на јавната инфраструктура и даночните кратења за стимулирање на приватните инвестиции, иако имаат значајни фискални импликации, често се дефинираат и како мерки на страната на агрегатната понуда). Оттука, функционирањето на американската економија на ниво блиску до потенцијалот предизвикува сомневање дали администрацијата на Трамп ќе може комплетно да ја реализира најавената фискална експанзија без да ја загрози стабилноста на економијата. Затоа и Централната банка на САД е внимателна во одговорот на најавената фискална експанзија.

Второ, неизвесноста, посебно политичката неизвесност, ги прави ФЕД повнимателни – политичката неизвесност, во овој случај, се однесува на можноста самите републиканци да не прифатат пораст на буџетскиот дефицит во обемот што го бара тимот на Трамп.

Трето, најавеното намалување на персоналниот данок кај популацијата со висок доход, т.е. помалата маргинална склоност кон потрошувачка кај овие даночни обврзници може да резултира со заштеда на дел од ослободениот доход поради смалените даноци, со што ефектите од смалените даноци (мултипликаторите) ќе бидат пониски.

Четврто, треба внимателно да се проценат и ефектите на другите мерки предложени од Трамп врз состојбата на економијата и, се разбира, да се земат предвид при конципирањето на монетарната политика. Имено, најавената дерегулација од страна на администрацијата на Трамп на некои бизниси ќе им донесе бенефити, додека пак, најавените трговски бариери ќе ги стави другите бизниси во тешка ситуација.

Петто, за да се конципира соодветен одговор на монетарната политика мора да се земат предвид и други фактори – на пример, порастот на цените на имотите може да ги измести ефектите на фискалната политика врз растот. Имено, порастот на долгорочната каматна стапка ќе ги дестимулира инвестициите, посилниот долар ќе направи проблеми во сферата на извозот, додека, од друга страна, повисоките цени на имотите ќе ја стимулираат и личната и инвестициската потрошувачка.

Глава 

**ГОЛЕМИТЕ
КРИЗИ И УЛОГАТА
НА КЛУЧНИТЕ
МАКРОЕКОНОМСКИ
ПОЛИТИКИ**

1 ГОЛЕМАТА ДЕПРЕСИЈА 1929–1933 ГОДИНА И ОДГВОРОТ НА ПОЛИТИКИТЕ

1.1.

Зошто Големата депресија останува силен интелектуален предизвик за макроекономистите?

Во современата макроекономска наука постои општа согласност дека истражувањето на најсилната криза во светската економска историја – Големата депресија 1929–1933 година, т.е. на комплексните причини што ја детерминираа, последиците што ги остави таа врз реалниот и врз финансискиот сектор на земјите и, посебно, одговорот на политиките (фискалната и монетарната), нивната ефикасност, односно неефикасност и сл., има круцијално значење за разбирањето не само на феноменологијата на современите бизнис-циклуси туку и на начинот на кои функционираат економиите. Токму Големата депресија беше „основен мотивациски настан“ во кариерите на голем број еминентни економисти, какви што се нобеловците Клајн, Модилјани, Семјуелсон, Солоу, Тобин, кои оставија длабоки траги во модерната макроекономска наука (Mankiw, 2006). Фактички, Големата депресија била и останува значаен интелектуален предизвик за модерната макроекономија, како што вели Бернанке, најмалку поради две причини: **1.** Големата депресија ја овозможи појавата и го овозможи брзиот прогрес на модерната макроекономија; и **2.** искуствата од 1930-тите години продолжуваат да влијаат врз „верувањата на макроекономистите“ за препораките врзани за клучните политики и врз агендата на нивните истражувања (Bernanke, 1994). Јас верувам дека и Големата рецесија 2007–2009 година ќе одигра слична улога и ќе претставува значаен „мотивациски настан“ за модерната макроекономска наука, односно ќе инспирира нови истражувања, т.е. ќе овозможи да се извлечат значајни лекции за круцијални прашања, вклучувајќи ги тука и прашањата за одговорот на политиките и за зголемувањето на нивната ефикасност во стабилизацијата на економиите.

За реална оценка на одговорот на политиките (фискалната и монетарната) за време на Големата депресија треба да се има предвид историскиот контекст на настаните во времето пред и по избувнувањето на најтешката криза во светската економска историја, односно треба да се имаат предвид следниве факти:

1. доминацијата на либералната економска филозофија;
2. експанзијата, „бумот“ на економската активност во развиените земји во периодот 1922–1929 година;
3. неразвиеноста на макроекономската наука, т.е. недоволните знаења на креаторите на политиките (policymakers) за значењето и ефектите на стабилизационите политики;
4. растечкото влијание на Кејнзовите економски концепти во периодот пред и за време на кризата.

Класичната економска мисла пред Кејнз тврдеше дека пазарите имаат нагласена моќ на саморегулација, на брзо чистење, и дека, според тоа, инволвирањето на владите во економската активност повеќе ќе им штети отколку што ќе им користи на економиите. Класичната економска мисла, базирана врз либералната економска филозофија, господареше со економската наука повеќе од 150 години – од појавата на Смитовото дело *Богатството на народите*, па сè до појавата на Кејнзовата *Општа теорија за вработеноста, каматната и парите*. Периодот 1922–1929 година беше период на експанзија и просперитет. Во тој период во САД индустриското производство и националниот доход пораснаа речиси за половина, во Франција индустриското производство се удвои и растот беше најбрз, во Германија растот беше поскромно и се случи во периодот 1925–1929, додека Велика Британија беше исклучок, односно не беше дел од просперитетот (Marcel and Taieb 2008). Периодите на „бумови“ на економската активност се проследени со растечки инфлаторни пресии, поради што креаторите на политиките се одлучуваат да ја зголемат рестриktivноста и на фискалната и на монетарната политика. Понатаму, треба да се има предвид фактот дека модерната макроекономска наука настана по појавата на Кејнзовата *Општа теорија за вработеноста, каматната и парите* и дека пред тоа навистина малку се знаеше за стабилизационите ефекти на фискалната и на монетарната политика. Претходниве напоменувања објаснуваат зошто развиените земји непосредно по избувнувањето на Големата депресија имплементираа проциклични политики. Тоа особено се однесува на Франција и Велика Британија, чии влади посебно беа ориентирани кон елиминирање на буџетските дефицити, но и на зголемување на рестриktivноста на монетарната политика – пораст на каматните стапки за да се спречи одливот на злато од земјите и да се одржи фиксниот курс на националните валути. Во САД состојбата беше нешто поразлична, иако и таму, барем во почетните години на Депресијата, политиките тешко можат да се квалификуваат како типично антициклични.

1.2.

Фискалната политика за време на Големата депресија

Во овој дел на трудот ќе се обидам да дадам сумирана оценка за фискалната политика во САД и во други високоразвиени земји во периодот на 1930-тите години, кога се случи и Големата депресија (1929–1933 година), т.е. најсилната криза (финансиска и економска) во светската економска историја. Како што напомав во воведот на овој дел на трудот, одговорот на фискалната политика на Големата депресија треба да се оценува во контекст на настаните што ѝ претходеа на кризата и што следуваа по неа. Претходно споменав дека три фактори (доминацијата на либерализмот како економска филозофија, економскиот бум 1922–1929 година во САД, и во Франција и Германија, и неразвиеноста на макроекономската наука) дејствуваа во насока на определбата на владите за проциклична фискална политика, т.е. за водење рестриктивна фискална политика. Влијанието, пак, на Кејнзовата економска филозофија врз профилирањето на мерките на економската политика за време на Големата рецесија различно се оценува. Поаѓајќи од фактот дека програмата New Deal му претходеше на Кејнзовото капитално дело, т.е. ѝ претходеше на *Ойшијајта теорија за вработеноста, кампајата и џаритиџе*, во литературата се сретнуваат мислења дека Кејнз, de facto, немал, или барем немал позначајно влијание врз Рузвелтовиот New Deal, кој дури во својата втора фаза на имплементација (од пролетта 1935 година) се базираше врз креирање буџетски дефицити за финансирање на јавните работи во американската економија. Но, сепак, факт е дека Кејнз, како познат и авторитативен економист, ги следел владините политики по избувнувањето на Големата депресија, бил во кореспонденција со членовите на May Committee во неговата земја, кои предлагале кратење на буџетот во екот на Големата депресија, остро ја критикувал типично процикличната владина економска политика во Англија, давал изјави и коментари за американски весници и сл. Во тоа време Кејнз, кој имал можност да го прегледа експертскиот Извештај на May Committee за мерките против депресијата (тие биле типично дефлационистички), изјавил дека е тоа „најидиотскиот документ што имал несреќа да го прочита“¹². Во оваа смисла, најпознатиот биограф на Кејнз, професор Роберт Скиделски, влијанието на Кејнз врз Рузвелтовиот New Deal го оценува на следниов начин: „Јас, од своја страна, мислам дека Кејнз имал поголемо влијание врз Рузвелтовиот New Deal од она што генерално му се признава, особено за првата фаза на New Deal, која ѝ претходи на *Ойшијајта теорија*“ (Skidelsky 1997, p. 1). Во прилог на ваквото тврдење на Скиделски оди и фактот дека Кејнз му упатил отворено писмо на претседателот Рузвелт уште во декември 1933 година, во кое ја објаснува суштината на неговата политика за

¹² За кореспонденцијата со May Committee, види пошироко во статијата на Роберт Скиделски насловена како: “Once again We must ask: ‘Who governs?’”, Financial Times, June 16. 2010.

застрапување на економијата, т.е. за пораст на националниот аутпут и за зголемување на вработеноста (Keynes, 1933). Писмото било објавено на 31 декември 1933 година во New York Times и проследено до други весници во САД. Подоцна, во 1935 година, дошло и до средба меѓу Рузвелт и Кејнс, а нивната соработка и кореспонденција преку приватни писма продолжила и во наредните години.

Но, во продолжение да ги проследиме случувањата и поконкретно.

Американската економија беше епицентарот на Големата депресија, па поради тоа и последиците врз финансискиот и врз реалниот сектор на земјата беа најдрастични. Бруто-домашниот производ, мерен во тековни долари, се намали од 103,1 милијарди долари во 1929 година на 65,1 милијарда долари во 1934 година, бруто-приватните инвестиции паднаа од 14,5 милијарди долари во 1929 година, на 3 милијарди долари во 1933 година, а бројот на невработените се зголеми од 1.950.000 лица во 1929 година, на 12.830.000 лица во 1933 година (Marcel et Taieb 2008, p.149–150).

ТАБЕЛА 2.1.

МАКРОЕКОНОМСКИТЕ ИНДИКАТОРИ НА САД ВО ПЕРИОДОТ НА ГОЛЕМАТА ДЕПРЕСИЈА (1929–1933)

ГОДИНА	СТАПКА НА НЕВРАБОТЕНОСТ	СТАПКА НА ПОРАСТ НА ПРОИЗВОДСТВОТО	ИНДЕКС НА ЦЕНИ	МОНЕТАРНА МАСА (НОМИНАЛНО)
1929	3,2	-9,8	100	26,4
1930	8,7	-7,6	97,4	25,4
1931	15,9	-14,7	88,8	23,6
1932	23,6	-1,8	79,7	19,4
1933	24,9	9,1	75,6	21,5

Извор: Составено врз основа на: Olivier Blanchard et Daniel Cohen *Macroéconomie*, Pearson Education France 2004, p. 416.

Непосредно по отпочнувањето на Големата депресија претседателот Хувер, кој инаку беше заколнат либерал и веруваше во моќта на пазарите за саморегулација, имплементираше определени антициклични мерки: намалување на даноците, воведување државно финансирање на јавни работи, инсистирање кај менаџерите на големите претпријатија да не ги намалуваат платите и инвестициите и да не ги отпуштаат вработените, зголемување на експанзивноста на монетарната политика, и сл. Сепак, тој нагласуваше дека улогата на државата е лимитирана и дека таа не може да биде супституција на приватната иницијатива. Меѓутоа, САД во 1931 година се соочија со значаен буџетски дефицит, а Хувер побрза да го елиминира веќе во наредната година преку зголемување на даноците, со што антицикличната фискална политика, de facto, беше суспендирана (Marcel and Taieb 2008; Romer, 2014). Од друга страна, пак, со цел да го одбрани златното важење и да ги превенира шпекулативните напади на доларот, централната банка на САД (ФЕД) реагираше со зголемување на каматната стапка, т.е. со зголемување на рестриktivноста и на монетарната политика.

Експанзивноста на фискалната политика за време на кризата од 1930-тите години главно се поврзува со спроведувањето на Рузвелтовиот New Deal во САД. Рузвелт стана претседател на САД во март 1933 година. Неговиот New Deal се спроведуваше во две фази. **Првата фаза** траеше од мај 1933 до пролетта 1935 година. Тоа е период кога во САД, за кратко време, се донесоа 15-ина закони кои имаа цел да го реорганизираат и да го консолидираат банкарскиот сектор и да го заживеат земјоделското и индустриското производство. **Втората фаза** на New Deal започна пролетта 1935 година. Антицикличната политика од кејнзијанска провениенција посебно дојде до израз токму во втората фаза на New Deal, кога почнаа да се организираат големи јавни работи во рамките на Works Progress Administration (WPA), Tenesse Valley Authority (основана уште во 1933 година) итн., главно финансирани со пораст на буџетските дефицити. Преку WPA до 1938 година беа вработени околу 3.800.000 лица, односно речиси една третина од невработените во САД. Понатаму, исто така со посредство на WPA, беа изградени 122.000 јавни згради, 644.000 милји нови патишта, 77.000 нови мостови, 285 аеродроми, 24.000 канали итн. (Фити, 2009). Овие резултати, барем на прв поглед, звучат импозантно и го зацврстуваат конвенционалното кејнзијанско гледиште дека фискалните стимули во рамките на Рузвелтовиот New Deal, во услови на егзистенција на феноменот на ликвидносна стапица и неефективност на монетарната политика, се најзаслужни за извлекување на американската економија од канците на Големата депресија. Ваквото гледиште дополнително се аргументира со показателите за траекторијата на бизнис-циклусот во 1930-тите. Имено, како што е познато, Депресијата траеше 43 месеци (од август 1929 до март 1933 година), по што следуваше силна експанзија во траење од 50 месеци (од март 1933 до мај 1937; <http://www.nber.org/cyclesmain.html>), која коинцидира со изборот на Рузвелт за претседател на САД и со почетокот на реализацијата на неговиот New Deal.

Меѓутоа, анализите на Големата депресија по Втората светска војна и, посебно, на обемот и на ефективноста на фискалните стимули во рамките на Рузвелтовиот New Deal на проминентни американски економисти, од кои посебно значајни се оние на Броун (1956), на Чандлер (1970), подоцна на Кристина Ромер (2009; 2011; 2013) и др., го проблематизираат ваквото гледиште. Нивниот заклучок е дека фискалните стимули во американската економија за време на Големата депресија биле мали, т.е. воопшто не содејствувале со тежината на кризата и дека, според тоа, на фискалната политика не може да ѝ се припише заслугата за надминување на Депресијата. Ваквото гледиште, кое, се чини, доминира во САД, поконкретно упатува на следниве заклучоци:

Прво, наспроти верувањето дека Рузвелт воведо големи фискални стимули, фискалната експанзија беше мала – околу 1,5% од БДП на САД. Во оваа смисла Кристина Ромер нагласува: „Дури и за време на Рузвелт фискалната експанзија беше скромна. Кога размислуваме за New Deal, настојваме да ги запаметиме термините, каков што е WPA (Works Progress Administration Programme), со кои се градеа насипи

и мостови, и Civilian Conservation Corps... и ние често размислуваме за одговорот на фискалната политика преку New Deal како голем и агресивен настан. Но, она што го потенцира Чандлер, врз основа на класичниот труд на Кери Броун, е дека фискалниот одговор на Големата депресија беше, всушност, сосема мал...“ (Ch. Romer, 2014, p. 6).

Второ, фискалните стимули за време на Рузвелт траеја кратко, односно беа предвреме укинати. Дефицитите на федералниот буџет на САД, искажани во милијарди долари во однос на приходите, ја имаа следнава динамика: 1933 (-1, 3); 1934 (-2,9); 1935 (-2,5); 1936 (-3,5) и 1937 (-0,2) (Marcel and Taieb 2008, pp.166), т.е. беа позначајни во годините 1934, 1935 и 1936. Веќе во 1937 година тие, de facto, беа суспендирани, а економијата на САД, по мај 1937 година, повторно навлезе во фаза на контракција, која траеше 12 месеци. Оттука и заклучокот на Кери Броун (често цитиран во литературата): „...фискалната политика изгледа дека беше неуспешен инструмент за заздравување во триесеттите – не поради тоа што не функционираше, ами поради тоа што (резервот – Т.Ф.) не се обиде да ја употреби“ (E.C. Brown, 1956, pp.863).

Трето, генерално гледано, ефектите на фискалните стимули во 1930-тите години врз аутпутот на економијата на САД се оценуваат како слаби. Ваквото тврдење се поврзува со грешките во конципирањето и спроведувањето на фискалната политика: мал обем на фискални стимули, пребрзо елиминирање на и онака малите буџетски дефицити (од страна на претседателот Хувер по 1932 година и на претседателот Рузвелт по 1936 година) и сл. Конкретната проценка, пак, на висината на фискалните мултипликатори е проблематична, особено ако се има предвид фактот дека статистичката база за основните индикатори на економската активност во САД во периодот на 1920-тите и 1930-тите години беше далеку послаба и помалку сигурна во споредба со онаа по Втората светска војна. Во литературата се нагласува дека висината на фискалните мултипликатори од фискалните стимули е различна кај различните програми на јавна потрошувачка. Притоа, јавните работи придонеле за пораст на економската активност, буџетските трошоци поврзани со стимулирањето на аграрниот сектор имале негативен импакт врз аутпутот, зголемувањето на даночните стапки, посебно на највисоките маргинални даночна стапка од 58% и 67% придонеле за зголемување на даночната евазија и за намалување на економската активност итн. (Fichback, 2010, pp.386).

Четврто, во поновата економска литература од оваа област постои мислење, особено застапувано од Кристина Ромер, дека заслугата за излезот од Големата депресија не ѝ припаѓа на фискалната политика, туку, напротив, на монетарната политика. Ваквото тврдење е спротивно на експликацијата за причините што детерминираа водење рестриктивна монетарна политика во 1930-тите и во случајот на САД (потребата од зголемување на каматните стапки за да се спречи одливот на злато од САД и да се превенираат шпекулативните напади врз американскиот долар – Bernanke, 1994), но во секој случај, е интересно и поврзано со она што се нарекува Regime Shift. Ова

мислење таа го изведува како круцијална лекција од Големата депресија 1929–1933 година, тврдејќи дека за време на оваа криза монетарната експанзија била поголема отколку што се верува, бидејќи таа попримила специфична форма на „квантитативни олеснувања“, кои ги спроведувал **американскиот трезор**. Имено, Рузвелт во април 1933 година времено го суспендираше златниот стандард и дозволи доларот значајно да депрецира. Подоцна златниот стандард беше повторно воспоставен, сега по нова, повисока цена на златото, поради што дојде до голем прилив на злато во САД, особено од европските земји, а ФЕД избраа да не стерилизираат, со што понудата на пари во американската економија значително порасна (Romer, March 2009).

Наспроти широко распространетото гледиште на американските автори за неефикасноста на фискалната политика за време на Големата депресија, постои и **спротивно гледиште**, кое го застапуваат *Almunia, Benetrix, Eichengreen, O'Rourke u Rua*, според кое „применетата фискална политика функционираше извонредно добро во 1930-тите години, меѓу другото, бидејќи потрошувачката од други извори беше ограничена од неизвесноста и ликвидносните пречки, или затоа што со каматна стапка близу нула истиснувањето на приватната потрошувачка беше мало“ (Almunia end all, p.3 2009). Авторите, навистина, укажуваат дека буџетските дефицити за време на Големата депресија беа релативно мали во однос на денешните стандарди (тоа беше случај со САД и со Германија, но и со другите земји), но нивното инсистирање дека фискалната политика функционираше “extremely well” во 1930-тите е конзистентно со идејата според која фискалните стимули имаат значаен позитивен ефект врз економската активност во услови кога банкарскиот систем е нефункционален, а монетарната политика е соочена со ликвидносна стапица. Според мене, ваквото гледиште на авторите е блиско до споменатиот заклучок на Броун, редовно цитиран во литературата, и тоа како аргумент за првото гледиште, во кое фокусот, сепак, не е толку врз неуспешноста на фискалната политика во САД за време на Големата депресија, туку врз отсутството на посериозен обид на креаторите на економските политики преку фискални стимули да ја заживеат американската економија. Заклучокот на авторите е дека фискалната политика во триесеттите имала слаб ефект врз заживувањето на економиите, затоа што буџетските дефицити биле мали, а не затоа што таа не била ефикасна. Потоа следува аргументација дека фискалните стимули меѓу двете војни биле ефикасни, т.е. испорачувале високи фискални мултипликатори – на пример, буџетските дефицити во времето на Мусолини во 1936–1937 година, поврзани со војната во Етиопија (дефицитите во двете години изнесувале околу 10% од БДП), придонеле за раст на италијанската економија од 6,8% во 1937 година и 7,3% во 1939 година. Слично на тоа, во Франција буџетските дефицити константно растеле, почнувајќи од 1935 година, што условило раст на економијата од 5,8% во 1936 година, а „експлодирале“ во 1939 година, кога бил постигнат раст на БДП од 7,2% (Almunia end all, 2009, p. 25).

Германија, која во 1930-тите беше втора индустриска сила во светот и главна дестинација на американскиот капитал, настрада повеќе од другите европски земји. Бројот на невработени во Германија достигна 5,5 милиони лица, а згора на тоа околу 8 милиони лица беа само парцијално вработени. Германија во текот на Депресијата водеше типично рестриктивна буџетска политика: зголемување на царините, намалување на платите на јавните службеници и сл., со цел да се одржи балансиран буџет. Рестриктивната буџетска политика, проследена, истовремено, и со монетарни рестрикции, во значајна мера беа заговарани под пресија на меморијата од стравотната инфлација низ која помина земјата во 1920-тите години.

Велика Британија, која, практично, и не учествуваше во експанзијата од 1920-тите години, беше послабо погодена од кризата (ова коинцидира со тврдењето дека колку се посилен експанзиите на економската активност пред кризата, толку се посилен и кризните нарушувања и обратно). Таа, исто така, водеше рестриктивна фискална политика заговарана, како што и претходно напомним, од страна на Мау Comitee, а со цел да се одржи балансиран буџет (во екот на кризата!).

И **Франција** беше послабо погодена од кризата. Но, кризата во оваа економија манифестираше одложени ефекти и беше подолготрајна – за тоа придонесе фактот што во структурата на француската економија аграрот беше значајно застапен (кризите во аграрот се подолготрајни, но од друга страна, овој сектор условува помали проблеми на пазарот на трудот – пониски стапки на невработеност). Петнаесет месеци по започнувањето на кризата разликата меѓу приходите и расходите на буџетот беше позитивна (суфицит), а дефицитите почнаа да се зголемуваат по 1930 година. Но, кризата ги намалуваше буџетските приливи, поради што Владата во 1934/1935 година со декрет ја намали буџетската потрошувачка за 10% (Marcel and Taieb 2008, pp. 161).

Очигледно дека во европските земји фискалната политика во екот на кризата беше уште порестриктивна (проциклична), а евентуалните дефицити беа мали и предвреме укинувани. Факт е дека во тој период малку се знаеше за ефектите од кејнзијанското подгревање на агрегатната побарувачка.

1.3.

Значењето на монетарните фактори и на монетарната политика за време на Големата депресија

Монетарните фактори како причина за Големата депресија

Анализата на причините што ја условија Големата депресија недвосмислено потврдуваат дека *монетарните фактори и монетарната политика имаа силно дејство врз шокот на сиранија на аграрната побарувачка, но и на сира-*

најта на а̀регајнајта йонуа, односно дека во значајна мера објаснуваат што се случи, de facto, во периодот по 1929 година и зошто економиите на високоразвиените земји поминаа низ најжестоката криза што ја познава економската историја.

Во популарните објаснувања на Големата депресија често се среќава тврдењето дека токму големиот пад на американската берза бил главната причина за појава на Депресијата, што, во основа, не е точно. Вистинските причини за појава на Големата депресија, сепак, се покомплексни. Многу економисти (Фридман, Кругман, Галбрајт) нив ги гледаат во *осџрише монетарни рестрикции* што ги презедоа Федералните резерви на САД, т.е. Централната банка на САД, исплашени од силната експанзија на економската активност и на берзата во 1920-тите години, со што ја втурнаа економијата во жестока и долготрајна депресија. Во врска со ова Фридман пишува: „Факт е дека Големата депресија, како и повеќето други периоди на голема невработеност, беше создадена од лошото владино управување, а не од нестабилноста која ѝ е инхерентна на приватната економија. На агенцијата што ја воспостави владата – системот на Федерални резерви – ѝ беше доделена одговорноста за монетарната политика. Во годините 1930 и 1931 системот на Федерални резерви толку невешто ја извршуваше оваа работа што, она кое инаку би претставувало умерено нарушување, го претвори во катастрофа од огромни размери“ (Friedman 2002, pp. 38). Фридман, објаснувајќи ги грешките на системот на Федералните резерви за време на Големата депресија (Friedman 2002, p. 45–50), потсетува дека тие во периодот 1929–1932 имплементирале остри монетарни рестрикции и ја намалиле понудата на пари за една третина (од 26,4 во 1929 година на 19,4 во 1932 година), што предизвикало остра дефлација (општиот индекс на цени просечно годишно опаѓал за 10%), силен пад на производството и енормен пораст на невработеноста – стапката на невработеност од 3,2% во 1929 се зголемила на близу 25,5% во 1933 година. Типичното монетаристичко објаснување на причините за Големата депресија на Фридман и Шварц, поместено во нивната славна книга *Монетарнајта исџорија на САД*, останува *diferentia specifica* на нобеловецот Милтон Фридман, практично, до крајот на неговиот живот. Имено, во 2005 година Фридман излезе со тврдење дека постои природен експеримент, кој започнал пред 80 години и завршил во 2005 година, кој строго ја потврдува неговата теза за детерминираноста на бизнис-циклусите од понудата на пари. Овој експеримент е базиран на елаборација на епизодите на „бумови“, т.е. брз раст на економиите на САД во 1920-тите години и во 1990-тите години и на економијата на Јапонија во 1980-тите години (Friedman 2005). Професор Галбрајт исто така мисли дека ФЕД, мотивирани од шпекулативниот „бум“ во раните 1920-ти години, продолжиле да имплементираат антиинфлаторна политика во предвечерието на Големата депресија, предизвикувајќи ја, на тој начин, најголемата и најтешка дефлација во светската економска историја (Finance & Development, June 2003). Професор Пол Кругман потсетува дека сличен феномен во поново време е присутен во Јапонија, која од средината на деведесеттите

години е соочена со умерена, но перзистентна дефлација, што е резултат на претерано рестриктивната монетарна политика, мотивирана, во овој случај, од феноменот на економијата на балони во 1980-тите години (Finance & Development, June 2003).

Овде треба да се има предвид фактот дека уште во првата декада по Големата депресија се јавија автори што мислат дека *реалниите фактори*, во прв ред претераното инвестирање, во целина, и посебно, претераното инвестирање во изградбата на куќи и станови во периодот по 1920 година, довеле до прегревање на американската економија, по што таа завршила со силна рецесија, т.е. депресија. Друго оспорување на тезата на Фридман, потенцирано особено кај Темин, оди на линија на тврдењето дека смалената понуда на пари не е грешка на американската централна банка, туку само *пасивно присјособување на новонастаната ситуација во американската економија*. Имено, Големата депресија предизвика голем пад на аутпутот на економијата, со што значајно се намали и побарувачката за пари во економијата. Оттука, смалената понуда на пари беше само одговор на Централната банка на таквата ситуација, а не причина за заострување на кризата. Други автори, како Гордон и Вилкос, веруваат дека Големата депресија била предизвикана подеднакво и од дејството на монетарни и од дејството на немонетарни фактори (Bernanke 1994; Bernanke 2004). Кејнз, како што е познато, имаше, би рекол, свое оригинално објаснување за причините за Големата депресија. Тој тврдеше дека за време на Големата депресија економиите биле фатени во *замката на ниска ефективна побарувачка* (т.н. стандарден Кејнзов проблем), условена од колапсот на маргиналната ефикасност на капиталот, што во голема мера произлегува од т.н. animal spirits (животна енергија) и промените во очекувањата. Интересно е дека нобеловецот Роберт Солоу своевремено реагираше со духовита досетка во врска со Фридмановата глорификација на улогата на понудата на пари за вкупните економски движења, велејќи: „Милтон Фридман сè го потсетува на понуда на пари. Добро, мене сè ме потсетува на секс, но тоа не го ставам на хартија“ (С. Romer, 2014).

Сепак, претераните монетарни рестрикции често се јавуваат како вовед во дефлација, со сите негативни последици што ги предизвикува таа. Ваквото сфаќање за причините за појава на остри рецесии (дефлации), иако е широко прифатено во современата макроекономска теорија, е **само дел од „сторијата“ за Големата депресија**, бидејќи тоа не дава одговор на две круцијални прашања врзани за улогата на монетарните фактори и на монетарната политика за време на Големата депресија:

Прво, зошто и како Големата депресија брзо се прошири во другите земји и стана синхронизирана, т.е. се трансформира во светска криза?

Второ, зошто „инјектирањето“ на голема ликвидност во економиите во време на остри рецесии не придонесува за враќање на кредитната функција на комерцијалните банки?

Златниот стандард како причина за брзото ширење на Депресијата во светски размери и за нејзината долготрајност

Според поранешниот гувернер на Федералните резерви, професор Бен Бернанке, во одговорот на овие две прашања, а во овој контекст, јас би додал, и во разбирањето на комплексноста на Големата депресија, макроекономската наука направи евидентен напредок во периодот по 1980-тите години, благодарение на напредокот на теоретската рамка за разбирањето на бизнис-циклусите, но и на историските анализи поврзани со Големата депресија (Бернанке, 1994). Професорката Кристина Ромер, пак, мисли дека во анализата на споменатите две прашања посебен придонес дале двајца автори – Бари Еишентрин со својот труд *Golden Fetters* (Златните пранги) и самиот Бернанке со неговиот есеј за Немонетарните ефекти на монетарната криза во ширењето на Големата депресија (Romer, 2014), а јас тука би ги додал и трудовите на Бернанке за „Макроекономијата на Големата депресија“ и за „Парите, златото и Големата депресија“, кои посебно ги анализираа за потребите на овој труд.

По однос на прашањето: зошто и како Големата депресија брзо се прошири во другите земји и стана синхронизирана, т.е. се трансформира во светска криза, економистите што ја истражуваат макроекономијата на Големата депресија посебно нагласуваат дека постоенето на *златниот стандард, т.е. настојувањето на САД и на другиите земји да го одбранат златниот важеење*, дава задоволителен одговор, истовремено, и за долготрајноста и силината на Депресијата и за нејзиното брзо пренесување од САД во другите високоразвиени земји. Златниот стандард, како што е познато, претпоставува врзување на вредноста на националните парични единици за златото, поради што релативната вредност меѓу валутите, да кажеме меѓу американскиот долар и британската фунта, е фиксна, односно детерминирана од количината злато содржана во секоја парична единица. Златниот стандард функционираше одлично во периодот помеѓу 1870 и 1914 година (до почетокот на Првата светска војна) и придонесуваше за експанзија на меѓународната трговија и меѓународното движење на капиталот. Но, златниот стандард, во определена мера, беше суспендиран за време на Првата светска војна, бидејќи земјите имаа потреба од пофлексибилен девизен курс за да можат успешно да го менаџираат воениот напор. По војната следуваат меѓународни напори за реконструкција на златниот стандард: Велика Британија се врати на златниот стандард во 1929 година, а до 1929 година тоа го направија најголемиот број земји во светот. Меѓутоа, златниот стандард по Првата светска војна стана фактор на нестабилност на економиите, главно поради две причини: **прво**, земјите излегоа од војната економски ослабени, буџетските дефицити за финансирање на воените дејства детерминираа инфлаторни притисоци, кредибилитетот на националните банкарски системи беше нарушен; **второ**, со промената на релативната

економска моќ меѓу земјите, пред сè на релација Велика Британија – САД, лидерството во менаџирањето на меѓународниот монетарен систем го презедоа САД. Но, ФЕД, како централна банка со децентрализирана структура и без искуство во оваа сфера, слабо го менаџираше системот на меѓународниот златен стандард (Bernanke 2004). За да се разбере дејството на златниот стандард врз долготрајноста на кризата и врз нејзиното брзо пренесување од земја до земја, треба да се има предвид дека во режимот на златното важење понудата на пари на националната економија, во прв ред, е условена од дејството на два фактора: физичката количина златни резерви со кои располага земјата и цената по која централната банка купува и продава злато. Притоа, приливот на злато во земјата или, пак, намалувањето на вредноста на домашната валута искажана во злато се сведува на пораст на понудата на пари (Bernanke 1994). Понатаму, треба да се има предвид фактот дека фиксните девизни курсеви, поради врзаноста на националните парични единици за златото, особено за време на Големата депресија, станаа предмет на шпекулативни напади. Така, во 1931 година беше нападната британската фунта. Шпекулаторите ги носеа фунтите во централната банка на Англија и ги конвертираа во злато. Велика Британија се соочи со губење на златните резерви и мораше да го напушти златниот стандард, т.е. да го препушти формирањето на вредноста на фунтата на пазарните сили. Подоцна, шпекулаторите се свртеа кон САД, напаѓајќи го доларот. САД во април 1933 година привремено го суспендираа златниот стандард, но набрзо, во јануари 1934 година, повторно го воспоставија и решија да го одбранат. За таа цел FED реагираше со затегнување на монетарната политика и зголемување на каматните стапки (второ зголемување на каматните стапки за време на Големата депресија). Тоа дополнително ја заостри рецесијата и го намали аутпутот на економијата. Оттука, тезата на Бернанке е јасна: Големата депресија не беше, пред сè, условена од грешките на ФЕД (во смисла на остро намалување на понудата на пари во екот на кризата), како што тврдат Фридман и Шварц, туку од настојувањето на американската централна банка да ја зачува стабилноста на доларот и да го одбрани златното важење. Но, цената што мораше да се плати за тоа беше навистина висока – заострување на депресијата.

Заклучокот од овие елаборации на Бернанке е следен: „...постоењето на златниот стандард помага да се објасни зошто светската економија *опаѓаше истовремено и силно и во меѓународни рамки* (иоввлекол Т.Ф.). Во рамките на златниот стандард, потребата да се одржи фиксен девизен курс меѓу паричните единици ги принудува земјите да применуваат слична монетарна политика. Особено централна банка со лимитирани девизни резерви, која нема друга опција, освен да ги зголеми сопствените каматни стапки, кога овие растат надвор, ако не го направи тоа, брзо ќе ги изгуби златните резерви...“ (Bernanke 2004, p.8).

Се разбира, ваквата реакција се сведува на тврда, нагласено рестриктивна монетарна политика, значи проциклична, која наместо да ја лечи, ја засилува депресијата.

Ликвидносната стапица и губењето на кредитната функција на банките

Второто прашање (зошто „вбризгувањето“ на голема ликвидност во економиите за време на остри рецесии не придонесува за враќање на кредитната функција на банките?) е поврзано со еден круцијален проблем со кој се соочуваат економиите кога ќе западнат во сериозни кризи, односно со кој се соочија економиите и креаторите на макроекономските политики како за време на Големата депресија (1929–1933) така и за време на Големата рецесија (2007–2009). Имено, и двете кризи покажаа дека големото инјектирање на ликвидност во економиите е значаен, но не и доволен услов за враќање на кредитната функција на банките, а со тоа и за справување со тешките рецесии. За што станува збор, фактички? Во миксирани кризи (финансиски и економски) страда кредитната функција на банките, т.е. банките соочени со банкарска паника (каков што беше случајот за време на Големата депресија) или, пак, со лоши пласмани и големи загуби на капиталот (каков што беше случајот за време на Големата рецесија) го напуштаат бизнисот или, пак, се неспособни да позајмуваат. Оттука, за време на криза не е значајно само да се зголеми понудата на пари, да се инјектира ликвидност, туку уште позначајно е и да се одржи кредитната функција на банките. Со други зборови, монетарната власт може да пушта пари, ликвидност, но што ако банките станат неспособни да позајмуваат? Ова е суштината на проблемот и суштината на разликувањето на немонетарните и монетарните ефекти врз ширењето на Големата депресија анализирани во трудовите на Бернанке (С. Romer, 2014). Очеvidно, проблемот е поврзан со суштината на феноменот на ликвидносната стапица: не е доволно монетарните власти да ја сведат каматна стапка на нула, туку да ја одржат кредитната функција на банките. Фактички, анализите на макроекономијата на Големата депресија, особено оние по 1980-тите години, придонесоа да се изведе оваа релевантна лекција иманентна за големите кризи и токму овој проблем да стане една од централните теми во модерната макроекономска наука – како да се врати кредитната функција на банките. Всушност, проблемот има две страни: од една страна, банките не се способни да продолжат да позајмуваат, а од друга страна, осиромашувањето на секторот на домаќинствата, проблемите со кои во големите кризни нарушувања се соочуваат претпријатијата, губењето на довербата во институциите и во бизнис-опкружувањето ја намалува кредитната способност на двата клучни макроекономски сектори (домаќинствата и претпријатијата), ги прави и нив кредитно неспособни, со што излезот од кризата станува долг, мачен и несигурен процес.

Во триесеттите години на минатиот век задоволителен одговор на ова прашање понуди Џон Мејnard Кејnz, со своето учење за животната енергија –animal spirits. Во врска со ова Кејnz ќе рече: „Дури и ако ја оставиме настрана нестабилноста условена од шпекулациите, постои нестабилност што произлегува од карактеристиките

на човековата природа, при што голем дел од нашите позитивни активности зависи повеќе од спонтаниот оптимизам, отколку од математичките предвидувања, повеќе од морални и хедонистички отколку од економски фактори... Оттука, ако животната енергија ослаби, а спонтаниот оптимизам се поколеба, препуштајќи нè да се потпреме исклучиво врз математичкото предвидување, животната енергија малаксува и згаснува, иако стравувањето од загуби можат исто толку да бидат неосновани колку што порано била надежта за профит“ (Keynes 1997, p. 161–162). Токму оваа мисла на Кејнс потврдува дека стравот, разочарувањето и безнадежноста што владеат во време на тешки кризи ги одврка луѓето од инвестирање, дури и тогаш кога очекувањата дека „лошите времиња“ ќе продолжат немаат реална основа. Ова покажува дека animal spirits од „фрагмент на имагинацијата“ се трансформираат во фактор со силно дејство врз реалните економски големини (Hansen, 1953).

За дебатите врзани за можните приоди за надминување, т.е. за релативизирање на овој проблем, кој се покажа како централен и за време на Големата рецесија, ќе говорам подоцна.

Кој е генералниот заклучок за ефикасноста на монетарната политика за време на Големата рецесија?

Дилемите и контроверзиите по однос на ефикасноста, односно неефикасноста на монетарната политика за време на Големата депресија, се помали отколку оние што се врзани за ефектите на фискалната политика. Имено, меѓу економистите денес постои висок степен на согласност дека монетарната политика за време на Големата депресија била неефикасна, за што посебно придонеле два значајни фактора: **прво**, поради златното важење и настојувањето на земјите, т.е. на централните банки, да ги одбранат сопствените валути од шпекулативните напади, тие не биле способни да имплементираат експанзивна, т.е. контрациклична монетарна политика и, **второ**, поради ликвидносната стапица и дисфункционалниот банкарски систем, банките немале потстрек да позајмуваат и покрај широкиот пристап до евтини кредити што им ги нуделе нивните централни банки. Се разбира, исклучоци од ова широко распространето гледиште постојат – порано го споменавме тврдењето на Кристина Ромер дека за надминувањето на Големата депресија во САД заслугата ѝ припаѓа на монетарната, а не на фискалната политика (Romer, March 2009). И во еден понов труд (Romer and Romer, 2013) тие тврдат дека „најопасната идеја во историјата на Федералните резерви е да се мисли дека монетарната политика не функционира“.

2 ГОЛЕМАТА РЕЦЕСИЈА 2007–2009 ГОДИНА И ОДГВОРОТ НА ПОЛИТИКИТЕ

2.1. Фискалната политика за време на Големата рецесија

Ликвидносната стапица и посегнување по мерките на фискалната политика

Големата рецесија 2007–2009 година е најострата финансиска и економска криза по онаа од триесеттите години на минатиот век. Во економската литература, меѓу другото, се водат сериозни дебати и за сличностите и разликите меѓу двете големи кризи (види, на пример: Romer, 2009; Almunia and al, 2009). Меѓутоа, она што се потенцира редовно како значајна заедничка карактеристика на двете кризи е, секако, запаѓањето на најсилно погодените економии во состојба на ликвидносна стапица (The Zero Bound Interest Rates), т.е. како што повеќе пати досега потенциравме, во состојба што доведува до: **1.** проблематизирање на ефикасноста на монетарната политика; **2.** губење на кредитната функција на комерцијалните банки и пролонгирање на заздравувањето на економиите; и **3.** посегање на владите по мерките на експанзивната фискална политика за да се осигури заживувањето на економиите.

По избувнувањето на Големата рецесија постоеше верување дека таа може да се совлада со стандардните мерки на клучните макроекономски политики. Но, набрзо таквото верување беше демантирано од текот на глобалната финансиска и економска криза. Имено, и покрај фактот што централните банки на високоразвиените земји брзо реагираа со „истурање“ огромна ликвидност, без преседан во дотогашната историја на економските циклуси, работите тргнаа на лошо. ФЕД до декември 2008 година ја намалија референтната каматна стапка на ниво близу до нула, ЕЦБ реагираше со постепено намалување на каматната стапка до ниво од 1%, а слични акции (агресивна монетарна политика) имплементираа и централните банки на Англија, Јапонија и на други земји. Таквата реакција на централните банки, меѓутоа, ги втурнаа економиите на високоразвиените земји во состојба на ликвидносна стапица (Krugman, 2009). Така, фискалните стимули станаа суштински дел на одговорот на политиките на Големата рецесија, а фискалната политика се врати во центарот на дебатите за заживување на економиите и за надминување на последиците од рецесијата. Во САД

фискалните стимули почнаа уште на крајот на мандатот на претседателот Буш – тој воведо даночни намалувања во износ од 1200 долари по семејство (тоа се случи за периодот април–јуни 2008 година). Потоа Обама продолжи со пакетот од 787 милијарди долари, од кои 1/3 беа намалување на даноците, 1/3 пораст на владината потрошувачка и 1/3 помош за најпогодените слоеви на популацијата во форма на осигурување од невработеност и други социјални мерки. Во секој случај, фискалниот стимул на Обама во рамките на American Recovery and Reinvestment Act претставува најбомен фискален контрацикличен пакет во економската историја на САД. Слично на САД, и Германија тргна со фискални стимули насочени кон зачувување на работните места во екот на кризата. Фискалните стимули на Кина беа профилирани на износ од 600 милијарди долари, насочени во инфраструктурни објекти и социјална заштита, а значајни стимули имплементираа и Јужна Кореја и Јапонија (С. Romer, 2011). Иако фискалните пакети по својот обем и композиција се разликуваа од земја до земја, тие во основа, содржеа типично неортодоксни мерки – „национализација на банките, купување делови од активата на банките, гарантирање и субвенционирање на кредитите на банките, дури и субвенции за купување автомобили и други трајни потрошни добра...“ (Petkovski 2008, p. 179). Според проценките на експертите на ММФ, само директната поддршка што ја испорачаа централните буџети на одделни земји за спасување на нивните финансиски системи, кумулативно, за периодот 2008–2010 година, изнесуваше околу 1530 милијарди долари, т.е. 6,4% од нивниот бруто-домашен производ. Ако директната поддршка се коригира со нејзините позитивни ефекти врз бруто-домашниот производ, таа се сведува на 1150 милијарди долари, т.е. на 4,8%. Навистина, директната помош од централните буџети на земјите не беше многу голема – во други епизоди на финансиски кризи во одделни земји таа била значително повисока (IMF 2011, p. 49). Сепак, директните буџетски алокации во одделни земји (Ирска, Германија, Холандија) апсорбираа високи износи од нивниот бруто-домашен производ.

Во приложенава табела не е опфатена помошта што доаѓаше од регионално и локално ниво, која во никој случај не смее да се потцени – на регионално и локално ниво се извршува една третина до една четвртина од вкупната јавна потрошувачка на современите држави (Богоев, 2004). Така, на пример, во Германија финансиската инјекција од регионалните влади и KWF банката за развој се проценува на 1,1% од БДП на земјата, во Белгија на 1,6% од БДП итн. (IMF 2011, p. 8).

ТАБЕЛА 2.2.

**ДИРЕКТНА ПОДДРШКА НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР НА СЕЛЕКТИРАНИ ЗЕМЈИ
ОД ЦЕНТРАЛНИТЕ БУЏЕТИ И НЕТО-ЕФЕКТ**
(од почетокот на кризата до крајот на 2010, како процент во БДП од 2010 година)

ЗЕМЈА	ДИРЕКТНА ПОДДРШКА ПРОЦЕНТ ВО БДП	ЕФЕКТ –ЗАЗДРАВУВАЊЕ ПРОЦЕНТ ВО БДП	ДИРЕКТНА НЕТО-ПОДДРШКА % ВО БДП
БЕЛГИЈА	4,3	0,2	4,1
ИРСКА	30,0	1,3	28,7
ГЕРМАНИЈА	10,8	0,1	10,7
ГРЦИЈА	5,1	0,1	5,0
ХОЛАНДИЈА	14,4	8,4	6,0
ШПАНИЈА	2,9	0,9	2,0
ВЕЛИКА БРИТАНИЈА	7,1	1,1	6,0
САД	5,2	1,8	3,4
ПРОСЕК ПРОЦЕНТ ВО БДП	6,4	1,6	4,8
ВО МИЛИЈАРДИ АМЕРИКАНСКИ ДОЛАРИ	1528	379	1149

Извор: *Fiscal Monitoring*, IMF, April 2011, p. 5

За ефикасноста на фискалните стимули

Експанзивната фискална политика во време на рецесии (зголемување на владината потрошувачка, намалување на даноците или комбинација на двете мерки) ги продлабочува структурните буџетски дефицити и придонесува за кумулирање на јавниот долг на економиите, со сите негативни последици (краткорочни и долгорочни) што произлегуваат од тоа (види табела 2.4.). Оттука и зголемениот интерес на макроекономистите за проценка на ефикасноста на фискалните стимули. Оваа проблематика е комплексна и контроверзна, а дебатите се фокусирани околу неколку релевантни прашања: колкави се мултипликативните ефекти од зголемувањето на владината потрошувачка, односно од намалувањето на даноците; дали се поголеми мултипликативните ефекти од зголемената владина (буџетска) потрошувачка или, пак, оние од намалувањето на даноците; дали фискалните мултипликатори се вистинскиот пристап и индикатор за мерење на ефикасноста на фискалните стимули, итн.?

Проценките на висината на различните фискални мултипликатори, посебно оние што доаѓаат од проминентни автори од САД, се многу различни (дури и за ист тип буџетски трошоци), и се движат во распон од нула до 4, па и до 6. Тоа може да се илустрира со проценките на фискалните мултипликатори од фискалната експанзија како одговор на Големата рецесија во САД, но и во други земји. Кристина Ромер, своевременно претседател на Советот на економските советници на Обама, тврдеше

дека мултипликаторот на буџетската потрошувачка (во рамките на American Recovery and Reinvestment Act) ќе изнесува помеѓу 1,5 до 1,6, и дека производниот јаз на американската економија во износ од околу 1000 милијарди долари ќе биде затворен до крајот на 2010 година. Наспроти предвидувањата на Христина Ромер, професор Роберт Баро, инаку остар критичар на кејнзијанскиот концепт на фискални мултипликатори, изнесе мислење дека претходните искуства на САД потврдуваат дека во „нормални времиња“ фискалниот мултипликатор, суштински, се движи околу нула, бидејќи порастот на владината потрошувачка претпоставува кратење на други ставки во компонентите на агрегатната побарувачка – потрошувачката, инвестициите или нето-извозот и, оттука: “The government spending is no free lunch.” Во овој контекст Баро, фактички, зборува за два екстремни погледи во поновата макроекономска наука. Едниот е оној на претставниците на економијата на понудата, кои во 1980-тите години веруваа дека намалувањето на маргиналните даночни стапки ќе предизвика натпросечен пораст на даночните приходи (extreme supply-side view), а вториот е extreme demand-side view и го застапуваат кејнзијанците, кои веруваат дека мултипликаторот од владината потрошувачка е поголем од 1 (тимот на Обама зборува за мултипликатор од 1,5). Под претпоставка дека мултипликаторот е 1, вели Баро, тогаш „...зголемувањето на владините набавки за една единица, а со тоа и на агрегатната побарувачка за добра, ќе води до пораст за една единица и на реалниот бруто-домашен производ (БДП). На овој начин дополнителните јавни добра суштински се бесплатни за општеството. Ако владата купи еден авион или мост, вкупниот аутпут на економијата доволно ќе порасне за да креира авион или мост без кратење на која било ставка во потрошувачката или инвестициите“ (Barro, 2009, p.1). Ваквата магија се случува, според објаснувањето на кејнзијанските економисти, затоа што порастот на владината потрошувачка ги активира неискористените ресурси во економијата. Ако, пак, мултипликаторот е поголем од 1, тогаш ефектот ќе биде уште поголем. Ако е тоа така, зошто зголемената владина потрошувачка тогаш треба да запре на износ од 1000 милијарди долари (алудирањето е на програмата на Обама)? Според него, мултипликаторот од владината потрошувачка на фискалните стимули на Обама (500 милијарди долари) ќе изнесува само 0,5, бидејќи процесот ќе биде проследен со crowding-out ефект од 250 милијарди долари. Според Сарџент, пресметките за ефикасноста на фискалните стимули што му ги сугерираше на претседателот Обама Советот на економски советници, се сосема наивни и „го игнорираат она што сме го научиле во последните 60 години од макроекономските истражувања“ (Sargent, 2011). Испитувањата на професор Харолд Улиг упатуваат на уште помал мултипликатор на буџетската потрошувачка – од 0,3 до 0,4, т.е. пораст на реалниот БДП од 150 до 200 милијарди долари, но и на далеку повисок мултипликатор од кратењето на даноците, т.е. мултипликатор од 0,5 по истекот на првата година, понатаму 2 по истекот на втората година и дури 6 по истекот на третата година (спореди: Parkin

2012, pp. 338 – 339; Ilzetski, Mendoza and Végh, 2012, p. 2). Спилимберго, Симански, Бланшард и Котарели ги сумираат резултатите од испитувањата на различни автори за висината на фискалните мултипликатори во САД и во други земји (Spilimbergo, Symansky, Blanchard and Cottarelli, 2008, p. 18 – 20). Така, на пример, проценката на фискалните мултипликатори за економијата на САД врз основа на методот VAR покажуваат позначајни мултипликативните ефекти на владината потрошувачка на краток рок, односно пониски на подолг рок. Обратна е ситуацијата со фискалните мултипликатори од намалувањето на даноците. Во тој контекст и испитувањата на Бланшард и Пероти (2002) потврдуваат дека мултипликативните ефекти од намалувањето на даноците и од зголемувањето на владината потрошувачка варираат низ времето. Кристина и Дејвид Ромер наоѓаат дека намалувањето на даноците во САД во износ еднаков на 1% од БДП, во текот на неколку години, креира мултипликативен ефект од близу 3% од БДП. Од друга страна, пак, испитувањата на Реми (2008) покажуваат дека и непродуктивните владини трошоци (оние за вооружување) можат да имаат мултипликатор повисок од 1. Во 2008 година Елмендроф и Формен дошле до заклучок дека „...временото намалување на даноците во износ од 1% од БДП резултира со 1% зголемување на БДП на краток рок, доколку се потрошат 50% од износот на ослободениот доход од даночното намалување, но ако се потрошат 20% од ослободениот доход, ефектот врз БДП ќе биде само 0,3%“ и дека „зголемувањето на владините набавки има повисок ефект врз БДП од перманентните даночни кретења“ (Spilimbergo, Symansky, Blanchard and Cottarelli, 2008, p.19). Испитувањата за девет земји на ЕУ, со помош на макроекономски модел на Европската комисија, покажале дека мултипликаторот од намалувањето на даноците во првата година изнесува само 0,3, или дури и помалку од тоа, додека, пак, мултипликаторот од владината потрошувачка се движи во распон од 0,3 до 0,7. Други студии покажуваат дека мултипликаторите и од намалувањето на даноците и од зголемувањето на владината потрошувачка се поголеми, доколку се упатени кон субјекти со поголема маргинална склоност кон потрошувачка (т.е. кон популација со понизок доход). Различни и често контроверзни резултати се добиваат и при проценката на фискалните мултипликатори од владините инфраструктурни инвестиции. Тие разлики во различни земји (Австралија, Канада, Германија, Велика Британија и САД) се движат во ранг од нула до 4. Затоа, Spilimbergo, Symansky, Blanchard and Cottarelli констатираат дека, иако фискалните мултипликатори од клучните владини инфраструктурни објекти, во принцип, имаат значајни продуктивни ефекти за приватниот сектор, не постои јасна евиденција дека тие се повисоки од оние на владината потрошувачка. Понатаму, фискалните мултипликатори се стремат да бидат повисоки во поголемите отколку во помалите земји. На пример, некои испитувања покажуваат дека фискалниот мултипликатор (за период од една година) од намалувањето на директните и индиректните даноци и фискалниот мултипликатор од буџетските трансфери е поголем во Германија во

однос на Франција, Италија, Шпанија и Велика Британија, како и дека краткорочниот мултипликатор од владините набавки при неантиципирани шокови се стремат да бидат поголеми во САД отколку во Велика Британија, Франција и Белгија, итн., итн. Можеби олку големите распони при проценка на ефикасноста на фискалната политика натерала некои автори резигнирано да констатираат дека е „Маркантно што, 80 години по Големата депресија и почетокот на кејнзијанската економија, распонот на конвенционалните проценки за мултипликативните ефекти е речиси засрамувачки голем“ (Gale, Auerbach and Harris, 2010, p. 27). Во овој контекст, и Баро констатира дека би било далеку подобро утврдувањето на ефикасноста на фискалната политика да се врши преку cost-benefit пристапот, наместо преку концептот на мултипликаторот (Barro, 2009).

ТАБЕЛА 2.3.

КРАТКОРОЧНИ ФИСКАЛНИ МУЛТИПЛИКАТОРИ

ЗЕМЈА	МУЛТИПЛИКАТОРИ ПОВРЗАНИ СО ЗГОЛЕМУВАЊЕТО НА ВЛАДИНАТА ПОТРОШУВАЧКА НА ДОБРА И УСЛУГИ	МУЛТИПЛИКАТОРИ ОД ЗГОЛЕМУВАЊЕ НА ДАНОЦИТЕ
АРГЕНТИНА	1,66	-0,36
БРАЗИЛ	1,84	-0,37
КАНАДА	1,51	-0,27
КИНА	1,76	-0,42
CIS	1,54	-0,33
ФРАНЦИЈА	1,48	-0,27
ГЕРМАНИЈА	1,38	-0,29
ИНДИЈА	1,65	-0,41
ИНДОНЕЗИЈА	1,64	-0,41
ИТАЛИЈА	1,48	-0,31
ЈАПОНИЈА	1,35	-0,29
МЕКСИКО	1,59	-0,36
ЛУЖНА АФРИКА	1,68	-0,31
ТУРЦИЈА	1,71	-0,39
ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО	1,32	-0,26
САД	1,58	-0,36

Извор: UNCTAD: *Trade and Development Report 2013*, p. 13

Студиите за висината на фискалните мултипликатори пред 2010 година, вклучувајќи ги и оние на ММФ, упатуваа на констатација дека фискалните мултипликатори се релативно ниски. „На пример, ЕЦБ проценува дека, генерално гледано, краткорочните фискални мултипликатори се пониски од 1, што значи дека негативниот импакт врз растот на БДП од редуцирање на владината потрошувачка или од зголемување на

даноците во првите две години е помал од износот на фискалните промени“ (UNCTAD, 2013). Меѓутоа, поновите истражувања на ММФ покажуваат дека фискалните мултипликатори поврзани со владината потрошувачка во време на економски депресији се значително поголеми во однос на претходните проценки. Табелата 2.3. ги покажува проценките за висината на краткорочните фискални мултипликатори (импактот врз БДП една година по имплементацијата на промената на фискалните варијабли) од зголемувањето на владината потрошувачка и од зголемувањето на даноците. Проценките се базираат на моделот на ООН (Global Policy Model). Добиените резултати потврдуваат дека краткорочните фискални мултипликатори од владината потрошувачка, во случајот на сите земји, се значително поголеми од 1, односно се движат во распонот помеѓу 1,32 до 1,71, односно дека краткорочните даночни мултипликатори се негативни – што, во основа, е во согласност со теоријата.

Ваквите разлики во проценката на висината на фискалните мултипликатори (ефикасноста, односно неефикасноста на фискалните стимули) само упатуваат на комплексноста на проблематиката и на фактот дека врз висината на фискалните мултипликатори дејствуваат бројни детерминанти. Ако ги оставиме настрана разликите во применетите методи за проценка на фискалните мултипликатори и, пошироко, методолошките проблеми (кои имаат силно дејство врз добиените резултати), како посебно значајни детерминанти на висината на фискалните мултипликатори ќе ги издвоиме следниве:

- На краток рок, зголемената владина потрошувачка има поголем ефект врз реалниот аутпут, додека на долг рок тие ефекти постепено се намалуваат, односно се исцрпуваат.
- На долг рок, ефектите од намалувањето на даноците се позначајни. Ваквото гледиште се поврзува со дејството на даночните намалувања врз агрегатната понуда. Во овој контекст, потрошувачката на домаќинствата реагира повеќе на даночните промени што се перципираат како подолготрајни, отколку на оние што се перципираат како пократкорочни, што е во согласност со хипотезата на Модилјани за животниот циклус на потрошувачката и штедењето, и со хипотезата на Фридман за перманентниот доход.
- Фискалните мултипликатори и од зголемувањето на владината потрошувачка и од намалувањето на даноците се повисоки доколку промените во фискалните варијабли се во корист на слоевите од населението со повисока маргинална склоност кон потрошувачка.
- Фискалните мултипликатори се во тесна врска со структурата на владината потрошувачка и, во принцип, тие се поголеми кај јавните инфраструктурни инвестиции, во споредба со другите видови владина потрошувачка.

- Ефектите на фискалните шокови се поголеми во надолната фаза на економскиот циклус, односно во рецесија. Тие се особено големи во услови на ликвидносна стапица, ситуација кога номиналните каматни стапки се блиску до нулата, кредитната функција на банките е „замрзната“ (банкарскиот сектор е дисфункционален) и приватните агенти се со ограничена ликвидност и со ограничен пристап до кредити.
- Мултипликативните ефекти од фискалните шокови се поголеми во земјите со послаби автоматски стабилизатори.
- Големината на мултипликаторите зависи и од монетарната политика, т.е. од одговорот на централната банка на фискалните шокови. Ефектите се поголеми ако монетарната политика е акомодативна, односно ако го спречи порастот на каматната стапка како резултат на фискалната експанзија, со што ќе се амортизира и истиснувањето на приватната потрошувачка.
- Фискалните мултипликатори се поголеми кај економиите што се релативно затворени за тргување, односно тие се значително помали кај отворените економии.
- Фискалните мултипликатори се поголеми кај земјите со фиксен девизен курс, односно помали кај земјите со флексибилен девизен курс.
- Фискалните мултипликатори се поголеми кај земјите со релативно низок јавен долг.

Споменативе законитости се релевантни (иако можат да се сретнат поединечни исклучоци) и се потврдени, особено во поновите студии од оваа област¹³.

Иако големите распони во проценката на фискалните мултипликатори ја усложнуваат анализата за ефикасноста на експанзивната фискална политика во услови на сериозни контракции на економската активност, искуствата од големите кризи (Големата депресија и Големата рецесија) потврдуваат дека на фискалната политика ѝ припаѓа значајна улога во заздравувањето на економиите. Дури и во случајот на Големата депресија, кога фискалната експанзија во САД беше скромна (во однос на тежината на кризата), не смеат да се потценат психолошките ефекти на Рузвелтовиот New Deal врз охрабрувањето на потрошувачката на големите макроекономски сектори – домаќинствата и бизнисите. Во однос на ефикасноста на фискалните стимули на Обама, треба да се потенцира дека расте бројот на автори што тврдат дека тие дадоа голем придонес

¹³ Овде посебно упатуваме на студијата на Ilzetski, Mensoza and Vegh: *Колку се големи (мали) фискалните мултипликатори?*, NBER, 2012, фундирана на истражувањето на фискалните мултипликатори во 44 земји, од кои 20 високоразвиени и 24 земји во развој, при што за проценка на фискалните мултипликатори се користат иновирани квартални податоци за долг период, наспроти низа други истражувања, кои користат статистички податоци на годишна основа.

во заздравувањето на американската економија и во намалувањето на невработеноста. Според Кристина Ромер, тие креирале или спречиле губење на близу три милиони работни места во САД (Romer, 2011). Нобеловците Стиглиц и Кругман се познати по своите застапувања за уште поголеми фискални стимули од оние што беа предвидени со програмата на претседателот Обама. И други проминентни економисти од неоекејн-зијанска провениенција истакнуваат дека ефектите од фискалните стимули во услови на тешки и пролонгирани рецесии, каква што беше и Големата рецесија 2007–2009 година, се покажаа поефикасни отколку што се претпоставуваше во последниве 20 години. Дури и ММФ, познат по својата фискална строгост, исто така се заложил за зголемување на фискалните стимули. Една студија на ММФ од 2010 година, анализирајќи ги буџетите на 15 земји што во последниве 30 години се определија за фискална строгост, потврди дека во сите случаи мерките резултирале со пад на аутпутот и пораст на невработеноста по секоја фискална контракција (С. Romer, 2011, pp.18–19). Дефинитивно, и побрзото заздравување на економијата на САД и, особено, на американскиот пазар на трудот, во споредба со состојбите во Европа, во еден дел им се припишува на фискалните стимули предвидени со American Recovery and Reinvestment Act.

За лимитите на фискалната политика

Лимитите на дискреционата фискална политика главно се поврзани со: **1.** долгиот *inside time lag* на фискалната политика; **2.** ограниченоста на позитивните ефекти на буџетските дефицити врз производството на краток рок; **3.** кумулирање на структурните буџетски дефицити и креирање на висок јавен долг; **4.** губење на фискалниот простор на земјата.

Долгото внатрешно временско задоцнување (inside time lag) на дискреционата (стабилизационата) фискална политика влегува во редот на најзначајните ограничувања, подеднакво и на експанзивната и на рестриктивната фискалната политика. Внатрешниот *time lag* на фискалната политика го опфаќа времето неопходно за спознавање на потребата за промени на фискалната политика (промени на даночните стапки и на програмите на јавната потрошувачка) и нивно имплементирање во практиката. Имено, поради фактот дека е фискалната политика законска материја, потребно е време, т.е. долг период, промените во фискалната политика да бидат реализирани во практиката: дебати во Владата, во парламентарните комисии и во самиот парламент. Дебатите често се проследени со несогласувања, конфронтации, лобирања итн., поради што дискреционата политика може да стане контрапродуктивна – додека се усвојат промените, економскиот циклус може да помине од една во друга фаза.

Позитивните ефекти на фискалната експанзија врз производството и вработеноста се ограничени на краток рок. Имено, буџетските дефицити го зголемуваат

аутпутот (БДП) на краток рок. Меѓутоа, веќе на среден рок, поради зголемената побарувачка за пари и порастот на каматните стапки (овие се негативно корелирани со инвестициите), порастот на БДП намалува. На долг рок доаѓа до опаѓање на стапките на економскиот раст.

Експанзивната фискална политика во услови на рецесија креира структурни буџетски дефицити и јавен долг. Структурните буџетски дефицити и високиот јавен долг се придружен и со низа негативни ефекти: **1.** директен и индиректен crowding out ефект, т.е. истиснување на приватниот сектор од сферата на инвестициите и, пошироко, од вкупната економска активност, проследена и со пренасочување на акумулацијата во непродуктивни цели; **2.** намалување на штедењето – јавниот долг, во суштина, значи негативно штедење; **3.** товарот на сервисирање на јавниот долг паѓа врз идните генерации; **4.** користењето на буџетските стимули за поттикнување на економијата има значајни ефекти и врз структурата на реалниот БДП – на овој факт, кој е извонредно значаен, укажавме и претходно (во неколку наврати).

Висината на буџетските дефицити и на јавниот долг на развиените земји во периодот по 2008 година, како резултат на експанзивната фискална политика, го надмина историскиот просек, типичен за годините по завршувањето на Втората светска војна.

ТАБЕЛА 2.4.

ПОРАСТ НА БУЏЕТСКИОТ ДЕФИЦИТ И НА ЈАВНИОТ ДОЛГ ВО СЕЛЕКТИРАНИ ЗЕМЈИ ВО ПЕРИОДОТ ПО 2008 ГОДИНА

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	ЈАВЕН ДОЛГ (процент во БДП)
БЕЛГИЈА	-1,1	-5,5	-4,0	-3,9	-4,1	-2,9	104,5
ГЕРМАНИЈА	0,0	-3,0	-4,1	-0,9	0,1	0,1	76,9
ИРСКА	-7,0	-13,9	-32,4	-12,6	-8,0	-5,7	123,3
ГРЦИЈА	-9,9	-15,2	-11,1	-10,1	-8,6	-12,2	174,9
ШПАНИЈА	-4,4	-11,0	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	92,1
ФРАНЦИЈА	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	92,2
ИТАЛИЈА	-2,7	-5,3	-4,2	-3,5	-3,0	-2,8	127,9
УНГАРИЈА	-3,7	-4,6	-4,5	-5,5	-2,3	-2,4	77,3
АВСТРИЈА	-1,5	-5,3	-4,5	-2,6	-2,3	-1,5	81,2
ПОРТУГАЛИЈА	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,5	-4,9	55,7
ОБЕДИНЕТОТО КРАЛСТВО	-5,1	-10,8	-9,6	-7,6	-8,3	-5,8	87,2
ЕУ – 28	:	:	-6,4	-4,5	-4,2	-3,2	85,4
ЕУ 18	:	:	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	90,9
САД	-6,7	-13,3	-11,2	-10,0	-8,9	-5,6	122,7
ЈАПОНИЈА	-2,5	-3,0	-8,3	-8,7	-9,0	-9,2	218,8

Извор: Data Eurostat, 25.03.2015; IMF World Economic Outlook Database, October 2014; OECD Country Statistical Profile-Unated States, 2014; Japan www.tradingeconomics.com.

Анализите на ММФ сугерираат дека порастот на јавниот долг за приближно 40 процентни поени во БДП (во однос на состојбата пред кризата), во наредните години ќе ги зголеми каматните стапки за 2 процентни поени и ќе ги намалува стапките на економски раст за 0,5 до 1 процентен поен од година во година (Horton 2010, p. 28). Затоа, макроекономистите од новокласичарска провениенција, како што истакнав и претходно, остро се спротивставуваат на големите фискални стимули и потсетуваат дека економистите, на долг рок, се стремат да функционираат на нивото на својот потенцијал и да постигнат полна вработеност, како и дека „ја разоруваат довербата во пазарите“ и придонесуваат за апстиненција на приватните инвеститори поради очекувањата врзани за негативните импликации од фискалната експанзија. (Lukas, 2011; Sargent, 2011). Гледиштата на дел од новите кејнзијанци (особено Кругман и Стиглиц) по ова прашање се дијаметрално спротивни.

Драматичниот пораст на буџетските дефицити и високиот јавен долг го *исцрпува фискалниот простор на економијата* и самиот по себе го ограничува понатамошното користење на фискалните стимули за поттикнување на агрегатната побарувачка – високиот јавен долг го ограничува пристапот на презадолжените економии до меѓународниот пазар на капитал, инвеститорите стануваат претпазливи, а каматните стапки на владините обврзници растат. Оттука, барањата на застапниците за високи буџетски стимули, дури и за земјите што се презадолжени и со комплетно исцрпен фискален простор, изгледаат неоправдани. Во таква ситуација процесот на фискална консолидација станува неопходност. Но, тој процес е долгорочен и мачен (Fiti and Tashevska, 2012), бидејќи означува дека стигнало времето кога цената за претераната државна (владина) потрошувачка во минатото дефинитивно мора да се плати. Во врска со фискалната консолидација постои мислење што отстапува значајно од конвенционалното кејнзијанско гледиште за оваа проблематика, според кое фискалната строгост (при спроведувањето на процесот на фискална консолидација), доколку се базира на намалување на владината потрошувачка, т.н. spending-based пристап, а не врз зголемување на даноците (taxe-based пристап), може да придонесе за средување на јавните финансии без, притоа, земјата да доживее нова рецесија. Напротив, со ваквиот пристап дури е можно земјата да помине низ епизода на експанзија. Најекспониран претставник на ваквото мислење е професор Алберто Алесина (Alesina, 2010; Alesina, Favero and Giavazzi, August 2012; Alesina, September 2012). Според Алесина, кога фискалното приспособување се имплементира преку spending-based пристапот, доаѓа до позитивни ефекти на страната на агрегатната понуда, т.е. до подобрувањето на бизнис-климата во земјата. Имено, најавеното кратење на владината потрошувачка дејствува врз очекувањата на економските субјекти, т.е. ја намалува неизвесноста на инвеститорите и ја зголемува склоноста кон инвестирање. Ова е нормално, бидејќи економските субјекти (во конкретниов случај инвеститорите) очекуваат помали буџетски дефицити, пониски стапки на инфлација и пониски ка-

матни стапки. Долгорочно гледано, овој пристап овозможува и пораст на стоките на капитал, како резултат на елиминирање на негативните последици на crowding out ефектот, пред сè на избегнување на депласирањето на акумулацијата и капиталот кон непродуктивни цели (покривање на буџетските дефицити).

Фискална консолидација, како долгорочен процес кој треба да ги сведе дефицитите и долговите во разумни граници, со текот на времето станува неопходност. Но, и на овој план дилемите и контроверзиите се бројни. „На краток рок креаторите на политиките се соочени со круцијална дилема: ако преземат акции за редуцирање на буџетските дефицити на краток рок, ќе го убијат заживувањето. Но, непреземањето акција или грешки од страна на креаторите на политиките ќе водат до загриженост за акумулирањето на идниот долг и до конечно завладување на кризата“ (Horton, 2012, p. 26). Во оваа смисла, и други економисти сугерираат дека во време на криза мораме да се чуваме од прерано укинување на фискалните стимули (Romer 2009).

2.2.

Значењето на монетарните фактори и на монетарната политика за време на Големата рецесија

Монетарните шокови можат да имаат значајно влијание врз реалните макроекономски големини

Една од лекциите од Големата рецесија е дека монетарните фактори и монетарната политика можат да предизвикаат и шокови на страната на агрегатната понуда, со што, фактички, се проблематизира класичниот концепт за неутралноста на парите, вклучувајќи ја тука и новокласичарската хипотеза за супернеутралноста на парите (онаа на дел од претставниците на реалните бизнис-циклуси). Имено, како што е познато, според класичарите, поради флексибилноста на платите и цените, економиите се стремат да функционираат на својот потенцијал. Со други зборови, во класичниот макроекономски модел кривата на агрегатната понуда е вертикална линија, лоцирана на нивото на целосната вработеност на реалниот аутпут. Кривата на агрегатната побарувачка, пак, е стабилна, доколку националните монетарни власти одржуваат константна понуда на пари – во овој случај парите се ендеген фактор. Во спротивност, агрегатната побарувачка би се поместувала надесно, нагоре, доколку се зголемува понудата на пари, односно налево, надолу, доколку понудата на пари се намалува. Но, и во такви услови, поради фиксираната агрегатна понуда, нема да има промени во реалниот аутпут. Тоа нема да се случи дури и ако агрегатната побарувачка се помести надолу, бидејќи опаѓањето на општото ниво на цените ќе предизвика и опаѓање на платите, поради што вработеноста и реалниот аутпут

нема да се намалат. Реалните профити, исто така, ќе останат непроменети. Значи, флексибилноста на цените и платите брзо ги урамнотезува, ги „чисти“ пазарите, економијата функционира на нивото на потенцијалниот БДП. Парите се неутрални, тие немаат никакво влијание врз реалните големини. Оваа хипотеза уште повеќе ја засилуваат дел од претставниците на реалните бизнис-циклуси (на пример, Плосер), кои, спротивно на Фридман, тврдат дека врската меѓу понудата на пари и големината на аутпутот е токму инверзна, со што се стигнува и до концептот за супернеутралност на парите.

Ваквите тврдења се проблематизирани од страна на претставниците на новата кејнзијанска економија, кои докажуваат дека платите и цените, на краток рок, се ригидни, нефлексибилни, поради што пазарите тешко се урамнотезуваат, но и поради тоа што *монетарниите шокови можат да имаат значајно влијание и врз реалниите економски варијабли*. Типичен пример за ова е новокејнзијанскиот концепт за ригидноста на номиналните плати. Новите кејнзијанци *ригидноста на номиналниите плати* најчесто ја објаснуваат со фактот дека тие, во сите современи развиени земји, се утврдуваат со преговори меѓу работниците (синдикатите) и работодавачите (нивните здруженија). Откако преговорите ќе завршат, висината на номиналните плати, de facto, е регулирана со договори профилирани на одреден временски период – според испитувањата на Фишер, Тејлор, Фелпс и други, од една до три години. Во некои развиени земји усогласувањето на платите, што претпоставува нови преговори меѓу работниците и работодавачите, се врши во точно утврдени периоди, на пример на почетокот на секоја година, а во други нивното усогласување е помалку синхронизирано – во САД, на пример, договорите за платите се во траење од три години, а нивното усогласување не е специфицирано во точно утврдени периоди. Притоа, суштината на теоријата за ригидноста на номиналните плати, поради нивната регулираност со договори, се огледа во следново: *должината на временските периоди за кои платите се утврдени однапред, со осигурените договори на релација работници – работодавачи, е сосема доволна за монетарните власти, преку промените во понудата на пари, барем на кус рок, да можат да влијаат врз висината на реалните наемнини*. Овој тип елаборации се содржани и во други бројни концепти од новокејнзијанска провениенција – мени-трошоци, плати за ефикасност, инсајдери и аутсајдери итн.¹⁴

¹⁴ Заинтересираните за оваа проблематика ги упатувам на моите трудови: *Современите макроекономски концепции и економските политики*, изд. Економски факултет – Скопје, 2001 год, стр. 94–105 и *Кејнзијанската економска филозофија – од Кејнс до денешни дни*, изд. МАНУ и Економски факултет – Скопје, 2011 год, стр. 134–182.

Монетарната политика, проблемот на ниските каматни стапки и очекувањата

Очекувањата „работни“

Како што е познато, очекувањата играат круцијална улога во економијата. Монетарната политика, според хипотезата за рационалните очекувања и критиката на Лукас, има силно влијание врз формирањето на очекувањата на економските субјекти, особено доколку таа осигури задоволителен степен на транспарентност. Во овој контекст, Бернанке потенцира дека уште во моментот кога станал гувернер на ФЕД, си поставил задача да ја зголеми транспарентноста на ФЕД и на монетарната политика до највисок можен степен, бидејќи транспарентноста овозможува јавноста подобро да ги разбере целите на монетарната политика, да промовира јавни дискусии за опциите на политиките, да придонесува за зголемување на ефикасноста на монетарната политика, особено од аспект на врските меѓу монетарната политика, финансиските услови и реалниот сектор и, во крајна линија, зголемување на кредибилитетот на централната банка (Bernanke, 2014).

Слично како и за време на Големата депресија, американската економија западна во ликвидносна стапица и за време на Големата рецесија. Новиот термин за феноменот на ликвидносна стапица е *zero lower bound on interest rates (ZLB)* – во описен превод станува збор за ниски каматни стапки, т.е. каматни стапки блиски до нулата. Во натамошниот текст ќе ја употребувам кратенката (ZLB). Иако уште во 2008 година дојде до значајно намалување на номиналната каматна стапка на федералните фондови (од 5,25% во предвечерието на кризата на околу 1% во 2008 година), пристапот на економските субјекти до банкарски кредити не се подобри. Така, на пример, компаниите со послаб кредитен рејтинг во 2008 година за краткорочните кредити плаќаа повисока каматна стапка отколку пред кризата: каматната стапка на корпоративните обврзници со рејтинг ВАА изнесуваше дури 9%, наспроти 6,5% пред кризата, иако каматната стапка на федералните фондови се сведе на 1% (Krugman, 2009). Повторувањето на проблемот на ZLB во двете големи кризи денес придонесе макроекономистите, ми се чини повеќе од порано, да дебатираат за можните приоди за зголемување на ефикасноста на монетарната политика во услови кога каматната стапка е нула или блиску до нула. Прашањето е комплексно и е најнепосредно поврзано со очекувањата на економските субјекти за идните економски настани и, особено, со висината на стапката на инфлација, каматната стапка и сл. Фактички, клучот на успехот за зголемување на ефикасноста на монетарната политика во услови на состојба на каматни стапки блиски до нулата е во она што економистите денес го нарекуваат *regime shift*, т.е. најава и имплементирање на силни промени во монетарната политика – најава на агресивна монетарна акција на централната банка за да се осигури порастот на БДП

и порастот на стапката на инфлација, т.е. да се превенираат дефлациските очекувања и да се охрабрат инвеститорите да вложуваат (С. Romer, 2014).

Сега овде се поставува клучното прашање: можат ли централните банки да бидат успешни во остварувањето на ваквата цел?¹⁵ Според мене, во поновата литература посветена на ова прашање веќе се издиференцираа два различни концепта, заедно спротивставени – повеќе имплицитно отколку експлицитно.

Меѓу застапниците на првиот концепт би ги сместил макроекономистите, кои им придаваат посебно значење на animal spirits, кои веруваат, како што напомниме и претходно, дека животната енергија не е само „фрагмент на имагинацијата“ туку и фактор со силно дејство врз реалните економски големини. Овде главно влегуваат економисти од неокејнзијанска провениенција и посебно дел од претставниците на новата кејнзијанска економија: Акерлоф, Шилер, па и Фелпс и Бланшар. Сите тие го поддржуваат и понатаму го разработуваат Кејнзовиот концепт за значењето на животната енергија, како фактор од немонетарна природа со силно дејство врз бизнис-циклусите, особено од аспект на нивната долготрајност, условена од доминацијата на психолошките над економските детерминанти на кризите. Акерлоф и Шилер во 2009 година ја објавија книгата *Animal Spirits – како човековата психологија ја управува економијата и зошто тоа функционира во глобалниот капитализам*. Основната теза на авторите во овој труд е дека не е можно да се објасни феноменологијата на бизнис-циклусите без да се внесат во анализата компонентите што ги сочинуваат т.н. animal spirits: довербата, фер односите, корупцијата и асоцијалното однесување на луѓето, монетарната илузија и приказните (сториите) за големи лидери. Тие тврдат дека современата макроекономска теорија е типично економистичка, техничка, дека поаѓа од претпоставката за рационални економски субјекти, кои дејствуваат на слободните пазари и кои, водени од Смитовата невидлива рака и од сопствениот интерес, секогаш донесуваат оптимални економски одлуки и дека, едноставно, ги запоставува компонентите на animal spirits, кои имаат силно, често пати клучно значење за појавата на економските кризи. Колку големо значење Акерлоф и Шилер

¹⁵ Во врска со прашањето за ефикасноста, т.е. неефикасноста на монетарната политика во услови на ликвидносна стапица и за можните приоди за враќање на кредитирањето, заинтересираните ги упатувам на неколку, според мојата оценка, вонредно значајни трудови од оваа област: Paul Krugman (1998) “It’s Back Japan’s Slump and the Return of Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, N0.2: 137-205; Eggertsson Gaudi, and Michael Woodford, (2003) „The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy” (2017), *Brookings Papers on Economic Activity*, N0.1: 139-233; Ben Bernanke (2013): “Communication and Monetary Policy, *Board of Governors of the Federal Reserve System and National Economists Club*, Washington, D.c.; Ben Bernanke (2017) “How big a problem is the zero lower bound on interest rates?,” *Brookings*, April, 12; Ben Bernanke (2017) “Some reflections on Japanese monetary policy,” *Brookings*, May, 24; Christina Romer (April, 2013) “It Takes a Regime Shift: Recent Developments in Japanese Monetary Policy Through the Lens of the Great Depression” (eml.berkeley.edu); Christina Romer: “Policy Responses to the Great Recession: The interaction of Leadership and Economic Ideas”, Iowa State University, December 1. 2011; Bradford DeLong “The Monetarist Mistake”, Project Syndicate, Mar 30, 2015.

и обрнуваат на животната енергија се гледа од нивното тврдење дека она што кај Адам Смит е невидлива рака, кај Кејнз се *animal spirits* (Akerlof and Shiller 2009, p. ix). Професор Бенџамин Фридман во еден труд, во кој, меѓу другото, се осврнува и на книгата на Акерлоф и Шилер за *animal spirits* (B. Friedman, 2009) вели дека авторите се успешни во објаснувањето на улогата на животната енергија во макроекономијата и посебно во нејзината најзначајна компонента – довербата, т.е. отсуството на недоверба. Понатаму, тој вели дека авторите се во право кога тврдат дека конвенционалните економски модели се покажаа неуспешни во прифаќањето на другите аспекти што го објаснуваат однесувањето на луѓето во економската активност и дека *animal spirits* нудат нова агенда за размислувањето во економијата. Но, тој, исто така, потенцира дека „Акерлоф и Шилер значајно ги ограничуваат своите препораки на тоа како треба да размислуваат економистите, но не и на тоа што треба да прават креаторите на политиките“ (B. Friedman, 2009, pp. 10). Нобеловецот *Едмунд Фелпс* тврди дека Кејнзовата анализа на очекувањата (*animal spirits* кај Кејнз се поврзани со долгорочните очекувања) внела вистинска интелектуална револуција во економската наука. Имено, според Фелпс, Кејнз, со тоа што го потенцирал значењето на неизвесноста на идните настани, проблемите да се измерат анализите на другите економски субјекти и нивните очекувања за идните економски настани, значи невозможност на колективниот ум и на колективната рационалност со сигурност да ја предвидат иднината, станал носител на *интелектуална револуција* во тоа време. Неговиот придонес во оваа област Фелпс го споредува со придонесите за уметноста и за филозофијата на славните Пикасо, Сартр и др., бидејќи Кејнз на економијата му го подарил видикот на она што генерално се нарекува модернизам (Phelps 2006). Во своите понови трудови нобеловецот Шилер, правејќи паралела меѓу состојбата на светската економија по 1937 година, кога Големата депресија дополнително се влоши, а излезот од кризата се осигури со огромен стимул, кој дојде од Втората светска војна, ќе потсети дека и тогаш и денес луѓето веќе долго време се разочарани и многу од нив се преплашени за својата долгорочна економска иднина. Лошото антиципирање на иднината води до секуларна стагнација. Терминот „секуларна стагнација“ во економијата прв го употреби Алвин Хансен во 1938 година. Тогаш тој, соочен со фактот дека економијата на САД тешко заздравува, дека невработеноста е енорно висока и дека депресијата навлезе во својата десетта година, веруваше дека секуларната стагнација на американската економија ќе трае многу долго, неодредено долго. Таквите стравувања, загриженост, безнадежност, кои се јавуваат за време на кризи, економистите и психолозите ги изразуваат со термините „нова нормалност“, „секуларна стагнација“ и „потценета потрошувачка“ (Shiller, 2017). Споменативе термини, самите по себе, упатуваат на сериозни проблеми со кои се соочуваат земјите и нивните економии во кризни состојби: преовладување на песимизмот, недоволна потрошувачка и на секторот на домаќинствата и на секторот на претпријатијата, пролонгирани кризи

итн. Проработувањето на animal spirits во овој правец носи дури и опасност од по-сегнување за решавање на проблемите преку војни. Во вакви ситуации можноста креаторите на клучните макроекономски политики (монетарната и фискалната) да ја пресвртат ситуацијата кон подобро, да го осигурат заздравувањето на економиите преку regime shift, станува далеку понеизвесна.

Кога зборувам за Кејнзовите animal spirits, и за значењето (за разбирањето на начинот на кој функционираат економиите) што на овој фактор му го придаваа големите економски услови од рангот на Хансен, Фелпс, Акерлоф, Шилер, Бланшард, Бенџамин Фридман, Бланшард и др., спонтано, мислите ми навираат и ме упатуваат на прекрасното дело на Едгар Морен (еден од најголемите француски и светски мислителци) насловено *La tête bien faite* - во слободен превод *Глава ѝолна со мудросиј намесио со фактии*. Во ова дело (но и во други негови трудови) Морен укажува на тешката, длабоката неадекватност помеѓу распарченоста, фрагментарноста на знаењата што ни ги нудат науките, наспроти реалноста во која "... проблемите се сè повеќе полидимензионални, трансверзални, мултидимензионални, транснационални, глобални, планетарни." (Morin, 1999, p. 13). Токму поради ова, смета Морен, во мера во која проблемите стануваат нагласени мултидимензионални, расте нашата неспособност за нивно мултидимензионално обмислување, во мера во која кризата прогресира, уште повеќе прогресира неспособноста за нејзино обмислување итн. Ваквата расцепканост, разделеност, раситнетост на знаењата ни оневозможува да ги разбереме врските помеѓу деловите и целината и да ја сфатиме суштината на проблемите. Поединечните проблеми не можат коректно да се обмислуваат надвор од контекстот, надвор од составот и од нивната заемна поврзаност. Оттука, вистинскиот предизвик и пристап за разрешување на проблемите е во разбирањето на нивната комплексност. Комплексноста е иманентна карактеристика и на економските процеси. Економските процеси во себе инкорпорираат бројни други аспекти: социолошки, филозофски, политички, психолошки и др. Примерот на animal spirits, кој од чисто имагинарен и психолошки фактор се трансформирал во фактор со силен импакт врз реалните економски процеси е само еден (но не и единствен) пример за комплексноста на самата економска наука. Ако ја испуштиме од вид комплексноста, тогаш сме ја „убиле“ мудроста во нашите знаења. Ова во целост важи и за економската наука и ја реafirмира мислата на Хајек дека „Никој не може да биде голем економист, ако е само економист“. (Morin, 1999, p.16). Оттука, епилогот е јасен – разрешувањето на големите проблеми и прашања со кои денес се соочува економијата (какво што е и прашањето на ZLI) не е можно без разбирањето на Мореновиот третман на комплексноста и комплексната мисла.¹⁶

¹⁶ Најверојатно не е случајно што расте бројот на научници добитници на престижната Нобелова награда за економија кои во своите истражување го негуваат принципот на комплексност низ внесување на сродните научни дисциплини во објаснувањето на економските феномени – историјата (Фогел, Норд), јавниот избор, (Бјукенен), психологијата (Канеман, Талер) итн.

Проучувајќи ги погледите и ставовите на оваа група економисти за значењето на очекувањата во економијата, ми се наметнува заклучокот дека очекувањата на економските субјекти за идните економски настани ставаат сериозен лимит во надминувањето на проблемот на каматните стапки блиски до нула, а со тоа и сериозен лимит за зголемување на ефикасноста на монетарната политика во услови на тешки и пролонгирани рецесии (депресии). Во прилог на ваквото мое мислење оди и еден коментар на Бен Бернанке, поврзан со предлозите на професор Оливије Бланшард за потребата ФЕД да го зголеми својот таргет за инфлацијата од сегашните 2% на 3%, со цел да се избегнат епизоди на ниска инфлација и на запаѓање на американската економија во зона на каматни стапки блиски до нулата. Бернанке мисли дека ова решение не е најдобра идеја и дека зголемувањето на инфлациониот таргет не е лесно остварливо од повеќе причини: во услови на „имperfектен кредибилитет“ (се мисли на кредибилитетот на Централната банка) и „некомплетни информации“, *очекувањата на приватниот сектор тешко се менаџираат*, подигањето на инфлациониот таргет на Централната банка е поврзан со трошоци и очекувања за пазарна нестабилност и неизвесност, најавата за зголемување на инфлациониот таргет е непопуларно во јавноста, самата најава за зголемување на инфлациониот таргет ја намалува кредибилноста на централната банка и сл. (Bernanke, April 13, 2017).

Друга група макроекономисти (Кристина Ромер, Кругман, Бернанке, Темин, Вигмор и др.) застапуваат пофлексибилен став во однос на досега широко распространетото гледиште дека монетарната политика е неефикасна во услови на остри рецесии, односно депресии. Кристина Ромер тврди дека монетарната политика може да биде многу корисна дури и во услови кога номиналната каматна стапка е блиску до нула, под претпоставка дека монетарните власти ќе успеат да дејствуваат врз очекувањата, односно ќе успеат да ги превенираат дефлациските очекувања. Ваквото гледиште таа го изведува како круцијална лекција од Големата депресија 1929–1933 година, кога, спротивно на Фридман, како што потенциравме и претходно, тврди дека за време на оваа криза монетарната експанзија била поголема отколку што се верувало, бидејќи таа добила специфична форма – „квантитативни олеснувања“, кои ги спроведуваа американскиот трезор. И во низа други понови трудови Кристина Ромер (Romer, 2011; Romer, 2013), повикувајќи се на придонесите на Кругман, Готи и други автори во овој домен, ја подржува тезата дека монетарната политика е корисна и во услови на ликвидносна стапица, доколку се менаџираат добро очекувањата, т.е. доколку се преземат радикални промени во монетарната политика преку т.н. *regime shift* – на пример, неконвенционални мерки на монетарната политика (соопштување на долгорочната патека на каматната стапка и нејзино врзување со определен таргет – инфлацијата или стапката на невработеност, таргетирање на номиналниот БДП и сл.).

Овде ќе коментирам уште едно интересно гледиште за проблемите поврзани со ликвидносната стапица, неодамна изнесено од страна на професор Бранфорд Делонг.

Делонг во 2000 година, во статијата насловена „Триумфот на монетаризмот“, објавена во престижниот *The Journal of Economic Perspectives*, изнесе мислење дека основните постулати на новата кејнзијанска економија целосно се фундирани врз идеите на Милтон Фридман, елаборирани во педесеттите, шеесеттите и во седумдесеттите години на минатиот век и дека, според тоа, името „нови кејнзијанци“ (нова кејнзијанска економија) е сосема погрешно. Денес, меѓутоа, професор Делонг (DeLong, Mar 30, 2015), зборувајќи за неефикасноста на политиките (монетарната и фискалната) при справувањето со големи кризи (Големата депресија и Големата рецесија), зборува за грешка на монетаризмот, т.е. за таквата ситуација имплицитно им замерува на Фридман и на Шварц, кои тврдеа дека главната и единствена причина за Големата депресија беше грешката на ФЕД, која спроведе нагласено рестриктивна монетарна политика (ја намали понудата на пари за една третина) во екот на Големата депресија. Ваквата идеја на Фридман може да функционира само ако е точно неговото тврдење дека обртот на пари е стабилна и предвидлива големина, т.е. дека тој не е зависен од промените на каматната стапка. Овде ќе потсетам дека овој постулат на монетаризмот се покажа погрешен, бидејќи засенувањето на монетаризмот се случи токму во времето на т.н. монетарен експеримент (Тачер и Реган), кога статистичката евиденција потврди дека монетарниот агрегат M1 стана крајно нестабилен. Големото влијание на Фридман во модерната макроекономија придонесе неговото тврдење за круцијалното значење на понудата на пари во детерминирањето на бизнис-циклусите широко да се прифати, иако тоа не беше поткрепено со соодветна евиденција. Во оваа смисла, како да беа релативизирани тврдењата на Кејнз за неефикасноста на монетарната политика во ситуација на ликвидносна стапица, како и тврдењата на Мински за лошото функционирање на кредитниот канал во услови на финансиски и економски кризи. Затоа, професор Делонг сугерира денес да се дебатира токму за тие прашања: дали во економски тешки времиња каматна стапка има мало влијание врз брзината на обртот на парите, како што претпоставуваше Фридман, дали Кејнз коректно го елаборираше проблемот на ликвидносна стапица, дали стоките на пари се адекватен показател за вкупната потрошувачка, како што тврди Фридман, или пак, неефикасниот кредитен канал е позначаен фактор што ја комплицира кризата? Крајниот заклучок на авторот е дека причините за Големата депресија се длабоки и не можат да се сведат само на грешките во менаџирањето со парите, дека на социјалдемократијата (на некејнзијанските економисти – Т. Ф.) треба да им се придаде подеднакво значење и заслуга за тврдењето дека пазарниот неуспех понекогаш е поопасен од неефикасноста на владите и дека, според тоа, неадекватните и неиспитани идеи можат да им наштетат на политиките во справувањето со кризите.

За зачестеноста на епизодите на ZLB

Мислам дека меѓу макроекономистите денес постои согласност дека проблемот на ZLB е сериозен, дека го лимитира дејството на монетарната политика во време на економско-финансиски кризи и дека условува лоши макроекономски перформанси. Затоа, вниманието на економистите сè повеќе се свртува и кон прашањето на зачестеноста на ZLB-епизодите, на причините што ги детерминираат ваквите епизоди и на можните пристапи за зголемување на ефикасноста на монетарната политика во време на тешки рецесии.

Двајца економисти на ФЕД, Мајкл Кили и Џон Робертс (Michael Kiley and John Roberts), со помош на економетриски модели, го испитувале прашањето за зачестеноста и тежината на епизодите на ZLB во САД во иднина (види пошироко: Bernanke, April 12, 2017). Нивното истражување потврдило дека, во зависност од тоа колку ќе се одржува инфлацијата под таргетот на ФЕД од 2% и кое монетарно правило ќе го применуваат ФЕД при водењето на монетарната политика (вообичаеното правило што се применувало пред Големата рецесија или Тејлоровото правило, кое ги поврзува краткорочните каматни стапки со отстапувањата на инфлацијата од таргетот на ФЕД и со близината на економијата до целосна вработеност), во иднина зачестеноста на епизодите на ZLB ќе биде поголема отколку што се претпоставувало претходно и таа ќе се движи во распон помеѓу 32% и 38% од времето. Бернанке мисли дека претпоставката во моделот на Кили и Робертс, според која ФЕД ќе ја води монетараната политика како пред Големата рецесија, односно дека ќе ги игнорира предизвиците на ZLB, е нереална – впрочем, ФЕД посегна кон големи квантитативни олеснувања, кои помогнаа, иако не придонесоа за целосно надминување на проблемот. Исто така, Бернанке нагласува дека овој заклучок на авторите не кореспондира со очекувањата за висината на инфлацијата, како на пазарните субјекти така и на професионалните планери (предвидувачи) – тие очекуваат дека на долг рок (30 години) инфлацијата во САД ќе се движи близу до таргетот на ФЕД од 2% (Bernanke, April 12, 2017). Без оглед на некои забелешки на професор Бернанке, останува фактот дека водечките макроекономисти во светот се загрижени за *историски ниско ниво на каматни стапки постојат за време на Големата рецесија, кое се стреми да остане перзистентно и во иднина, дури и кога економијата функционира добро – блиску до нејзиниот потенцијал*. Впрочем, и самиот Бернанке споделува слична загриженост. Евиденцијата за високоразвиените земји потврдува дека постои секуларна тенденција на намалување на рамнотежната каматна стапка во сите високоразвиени земји¹⁷. Оваа хипотеза во 1930-тите години беше развиена од страна на славниот

¹⁷ Ризикот од појава на каматни стапки блиски до нулата главно зависи од „нормалното“ ниво на каматните стапки, т.е. од очекуваното ниво на каматни стапки, кои преовладуваат кога економијата

Алвин Хансен. Според него, главната причина за перзистентното намалување на рамнотежната каматна стапка е условено од постојаното намалување на стапките на економскиот раст во овие земји – т.н. хипотеза за секуларна стагнација. Слично мислење за овој проблем во 2014 година искажа и познатиот американски економист Лари Самерс. Нобеловецот Кругман, пак, мисли дека со номинални каматни стапки од близу нула, реалните каматни стапки се стремат кон намалување. Меѓутоа, ако економските субјекти очекуваат ниска инфлација или инфлација блиска до нулата, тогаш реалната каматна стапка не опаѓа, што е нормално, бидејќи реалната каматна стапка е условена од разликата меѓу номиналната каматна стапка и стапката на инфлација (види пошироко: Bernanke, May 24, 2017).

Како се справуваа креаторите на политиките со проблемот на ZLB за време на Големата рецесија и во посткризниот период?

Централните банки на високоразвиените земји (на САД, на земјите-членки на ЕМУ, на Англија и на Јапонија) во текот на 2013 година, со цел да го зајакнат здравувањето на економиите и да ја зголемат ефикасноста на монетарната политика (во состојба блиска до ликвидносна стапица – ниски номинални каматни стапки и ниска инфлација), почнаа и *de facto* да применуваат неконвенционални мерки на монетарната политика. Федералните резерви, во рамките на својот двоен мандат – да се осигури стабилноста на цените и максимум вработеност, почнаа да имплементираат неконвенционални мерки за дејствување на монетарната политика во периодот по 2011 година. Иако, ФЕД не излезе со нумерички инфлаторен таргет како ексклузивна цел, сепак, во рамките на својот двоен мандат соопшти дека ценовната стабилност кореспондира со одржување на долгорочна стапка на инфлација до 2% и со долгорочна нормална стапка на невработеност (фактички, природна стапка на невработеност – Т. Ф.) во распон помеѓу 5,2 и 6% (Bernanke, 2013, pp. 4). Притоа, монетарната политика мора да биде акомодативна. Во декември 2012 година ФЕД за првпат излегоа со соопштение дека нема да ја зголемуваат референтната каматна стапка сè додека стапката на невработеност не се намали под 6,5% и сè додека инфлацијата и инфлаторните очекувања не се стабилизираат (Bernanke, 2013, p. 8).

функционира на својот потенцијален БДП. Поимот „нормално ниво на каматна стапка“ е идентичен со поимот „рамнотежна каматна стапка“, кое се постигнува кога агрегатната побарувачка е еднаква на потенцијалниот аутпут, а монетарната политика станува неутрална – т.е. порастот на аутпутот не може да се реализира преку зголемување на понудата на пари. За оваа каматна стапка економистите го употребуваат и терминот Викселова каматна стапка (славниот економист Виксел, *de facto*, го употребува терминот „природна каматна стапка“), како и терминот *r-star*.

Бернанке посебно нагласува дека комуникациите со јавноста и транспарентноста „се суштински елемент на стратегијата на Федералните резерви за остварување на економските цели“, дека тие имаат силно влијание врз очекувањата, кои, од своја страна, имаат значајни ефекти „врз финансиската кондиција, аутпутот, вработеноста и инфлацијата, со текот на времето“ (Bernanke, 2013, pp.1–2). И новиот гувернер на ФЕД, професорката Џенет Јелен, ја продолжи ваквата политика на ФЕД, зацртана од страна на Бернанке. Во нејзиниот полугодишен извештај за монетарната политика во САД доставен до американскиот Конгрес, таа нагласува дека, и покрај евидентниот напредок на пазарот на трудот (невработеноста е сведена на 5,2%), стапката на инфлација е значајно под инфлацискиот таргет на ФЕД, поради што ФЕД сè уште нема да пристапат кон зголемување на референтната каматна стапка (Yellen, July 15, 2015). Банката на Англија во третиот квартал на 2012 година соопшти дека нема да ја менува основната каматна стапка сè додека стапката на невработеност не падне на нивото од 7%. Со оглед на тоа што овој проблем во Јапонија опстојува долго, т.е. цели две децении, јапонската економија остварува ниски стапки на раст, а цените паѓаат повеќе од 15 години, гувернерот на централната банка, Харихико Курода, за да се справи со дефлациските очекувања, презеде строги чекори за да се промени ситуацијата – нешто што Кристина Ромер го квалификува како *regime shift*. Имено, јапонската централна банка објави дека ќе откупува јапонски државни обврзници за да го намали дефлацискиот притисок во економијата сè додека стапката на инфлација не достигне ниво од 2% (фактички, Банката го зголеми инфлацискиот таргет од 1% на 2%) и го промени фокусот на монетарната политика – од регулација на каматната стапка на регулација на монетарната база, со најава дека таа двојно ќе порасне по декември 2014 (Romer, April 12, 2013). И ЕСВ, откако во текот на 2012 година на двапати ја намали основната каматна стапка и ја сведе на историски најниското ниво (0,25%), почна да ја објавува долгорочната патека на каматната стапка, без да ја врзе за конкретен таргет (т.е. за стапката на невработеност, како што направи Банката на Англија, односно за стапката на инфлација, како што направи јапонската централна банка). Европската централна банка, преку т.н. квантитативни олеснувања во износ од над 1000 милијарди евра, направи напредок во борбата против економската стагнација. Овие пари, фактички, им се ставени на располагање на најзначајните банки, кои понатаму можат да ги позајмуваат под поволни услови – каматна стапка од 1% и рок на враќање од 3 години (NBM, 2013; www.alexandrejeaneret.com/cariboost_files/Crise_de_la_dette.pdf.)

Има ли нови решенија за зголемување на ефикасноста на монетарната политика во услови на ZLB?

Иако дел од водечките светски макроекономисти (Бланшард, Кругман, Бернанке, Стиглиц, К. Ромер и други) излегоа со свои предлози за надминување на овој круцијален проблем што ги придружува тешките рецесии, мислам дека засега отсутствуваат нови и оригинални решенија.

Бланшард – Според професор Оливие Бланшард, ниските стапки на инфлација носат опасност економиите да бидат втурнати во зоната на ликвидносна стапица. Оттука е неопходно да се промисли дали треба да се оди на толку ниски стапки на инфлација, односно да се одговори на прашањето: какви би биле трошоците на економиите (главно се мисли на развиените економии), доколку би одржувале стапка на инфлација од 4%, наместо вообичаената од 2%, што би значело тоа од аспект на инфлаторните очекувања, како и да се споредат тие трошоци со оние од паѓањето на економиите во ликвидносна стапица (Blanchard, Dell’Ariccia and Mauro, 2010). Предлогот на Бланшард, во конкретниот случај на САД, би се имплементирал на следниов начин: ако таргетот за висината на инфлацијата на ФЕД изнесува 2%, а нормалната реална каматна стапка тековно се одржува на околу 1%, тогаш номиналната каматна стапка изнесува 3%. Со 3% номинална каматна стапка ризикот американската економија да влезе во зона на ниска инфлација, која се граничи со дефлација, и на ниски каматни стапки (блиски до нулата или дури и негативни), е голем. Затоа, ФЕД треба да го зголеми инфлаторниот таргет од 2% на 4%, со што би се отворил простор за зголемување на каматните стапки и за оспособување на монетарната политика да дејствува во време на тешки и пролонгирани рецесии.

Кругман – Нобеловецот Кругман мисли дека стандарден одговор на политиките за лечење на финансиски кризи е да се инјектира поголем капитал во банките и во другите финансиски институции. Тоа го направи Рузвелтовата администрација за време на Големата депресија (1929–1933), рекапитализирајќи ги банките преку купување привилегирани акции. Тоа го направи и Шведска во раните 1990-ти години, кога поминуваше низ финансиска криза. Тоа го направи и Јапонија кон крајот на 1990-те години. Притоа, Шведска инјектирала дополнителен капитал за банките во износ од 4% од својот бруто-домашен производ, што е еквивалент од околу 600 милијарди долари во однос на бруто-домашниот производ на САД денес. Јапонија, пак, кога ги спасуваше своите банки, инјектирала (преку купување привилегирани акции) повеќе од 500 милијарди долари капитал (во замена за делумна државна сопственост во банките), што е еквивалент на 2 трилјарди долари во однос на бруто-домашниот производ на САД денес. Тоа е патот за повторно оспособување на банките за кредитирање (Krugman, 2009). Кругман во истиот труд мисли дека можно решение за

„одмрзнување“ на кредитирањето е и солуцијата централната банка привремено да дава заеми директно на нефинансискиот сектор.

Бернанке – Бен Бернанке потенцира дека политиките применети за време на Големата рецесија и потоа не треба да се отфрлат при појавата на нови епизоди на ниски каматни стапки, т.е. каматни стапки блиски до нулата. Имено, централните банки и фискалните власти треба и во иднина да дејствуваат заедно – ова претпоставува и поактивна фискална политика и квантитативни олеснувања. Друго решение би било да се оди на т.н. таргет на ценовно ниво – доколку инфлацијата во одреден период се движи под таргетот на ФЕД (под 2%), тие можат да го компензира тоа со остварување повисока стапка на инфлација од таргетот во следниот период. Во секој случај, според Бернанке, неопходно е „ФЕД и креаторите на фискалната политика внимателно да размислат како да ги приспособат најдобро своите рамки и политики за да ја редуцираат зачестеноста и жестината на идните ZLB епизоди“ (Bernanke, April 12, 2017, pp.7).

Стиглиц има многу интересни погледи за феноменологијата на ниски каматни стапки, т.е. каматни стапки блиски до нулата. Тој најпрвин го критикува моделот на класичните економисти во кои каматната стапка се јавува како автоматски регулатор на вкупната економска активност. Во овој модел, кој е одамна дискредитиран, каматната стапка е основен елемент на политиката и со нејзино зголемување или намалување се осигуруваат добри економски перформанси. Стиглиц нагласува дека е апсурдно да се мисли дека ако „позитивната каматна стапка не е доволна, тогаш негативната каматна стапка ќе ја заврши работата“.

„Тоа не е така. Во многу економии – вклучувајќи ги Европа и Соединетите држави – реалната каматна стапка (каматната стапка коригирана со инфлацијата) беше негативна, понекогаш повеќе од -2%. И сè уште, ако реалната каматна стапка паѓа, бизнис-инвестициите стагнираат. Според OECD, процентот од БДП инвестиран во фабрики и опрема во последните години опадна како во Европа така и во САД. (Во САД опадна од 8,4% во 2000-тата, на 6,8% во 2014 година; во ЕУ тој опадна од 7,5% на 5,7%, во истиот период.) И други податоци ја даваат истата слика“ (Stiglitz, April 18, 2016, pp.2).

Според Стиглиц, мислењето дека големите корпорации, кога ги калкулираат каматните стапки и подготвеноста да инвестираат, ќе одлучат да инвестираат ако дојде до мало намалување на каматната стапка, се погрешни. Големите корпорации на развиените земји располагаат со милијарди долари и со големи производствени капацитети. Оттука, наивно е да се мисли дека тие ќе одлучат да инвестираат ако каматната стапка малку се намали. Малите компании, пак, немаат пристап до банкарски кредити кога каматните стапки се негативни.

„Едноставно, многу фирми – посебно МСП – не можат лесно да позајмуваат според каматната стапка на трезорските обврзници (оваа каматна стапка централната

банка ја одредува на ниско ниво – блиску до нулата, во време на пролонгирани и тешки рецесии – Т.Ф.). Тука постои голема разлика меѓу сетот каматни стапки на банките и каматната стапка на трезорските обврзници. Згора на тоа, банките рационализираат. Тие можат да одбијат да им позајмат на некои фирми. Во други случаи, тие бараат хипотека (често во реален имот)“ (Stiglitz, April 18, 2016, pp.2). Во време на рецесии ризикот е голем и банките не позајмуваат, посебно не им позајмуваат на МСП. Во вакви ситуации инвестициите се намалуваат, а се намалува и потрошувачката на постарите луѓе, кои зависат од доходот што го остваруваат од штедните влогови. Оттука, двете клучни компоненти на агрегатната побарувачка страдаат – личната потрошувачка на семејствата и инвестициската потрошувачка на фирмите, т.е. доаѓа до намалување на агрегатната побарувачка, а со тоа и на можноста за надминување на рецесијата. Според тоа, ако централните банки продолжат да практикуваат погрешни модели, тогаш тие ќе продолжат да прават и погрешни работи. Очеvidно, Стиглиц останува на стандардното кејнзијанско гледиште, според кое, за време на рецесии е клучно агрегатната побарувачка да се одржува на задоволително ниво и да се толерираат повисоки буџетски дефицити.

К. Ромер – За К. Ромер клучно за надминување на епизодите на ZLB е успешно да се превенираат дефлациските очекувања. Тоа може да се постигне со агресивна монетарна и фискална политика – монетарната политика да дејствува со неконвенционални мерки, а фискалните стимули, според нивниот обем, структура и временско профилирање, да кореспондираат со тежината на кризата.

Менкју и Вајнзирл – Во контекстот на сугестиите на авторите споменати претходно може да се вклучи и елаборацијата на Менкју и Вајнзирл за координираноста на политиките во епизоди на ZLB за која говорев претходно. Предлогот на овие автори оди на линија на тоа дека во почетокот на појавата на епизоди на ZLB, кога краткорочната каматна стапка го достигнала zero bound нивото, а централната банка е неспособна да ја спроведува монетарната политика, фискалната политика треба да стапи на сцена и да дејствува, меѓутоа не на конвенционален кејнзијански начин (преку зголемување на владината потрошувачка), туку преку мерки што можат да ги поттикнат инвестициите. Ако не ги даде и тоа очекуваните резултати, фискалната политика ќе мора да дејствува преку зголемување на владината потрошувачка, односно да спроведува политика на управување со агрегатната побарувачка on last resort.

Сите предложени решенија имаат свои слаби страни. Имено, проблемот на решенијата што одат на линија на превенција на дефлациските очекувања (Бланшард и К. Ромер) е што тешко се менаџираат очекувањата на економските субјекти, посебно на приватниот сектор. Мислам дека овој заклучок е конзистентен со тврдењето на приврзаниците на хипотезата на animal spirits, дека животната енергија не е само „фрагмент на имагинацијата“ туку и фактор од немонетарна природа со силно дејство врз бизнис-циклусите, особено од аспект на нивната долготрајност, условена од до-

минацијата на психолошките детерминанти на кризите над економските. Понатаму, проблемот со предлогот на Бланшард за зголемување на инфлацискиот таргет на централните банки за да се спречи навлегувањето на каматните стапки во нулта зона, или дури во зона на негативни вредности, покрај со тешкото менаџирање на очекувањата се соочува и со други ограничувања: трошоци што ги предизвикува повисоката инфлација, опасности од пазарна нестабилност и неизвесност, непопуларност на оваа мерка сред јавноста и сл. Ефикасноста на предлогот на Бернанке за таргетирање на ценовното ниво се проблематизира во време на шокови на страната на агрегатната понуда (на пример, за време на шокови предизвикани од порастот на цената на нафтата), поради што централната банка ќе биде принудена да ја затегне монетарната политика дури и кога економијата е во надолната фаза на економскиот циклус. Предлогот на Менкју и Вајнзирл, според моето мислење, има свој *raison d'être*, затоа што се потпира на верувањето дека фискалната политика може да влијае и врз агрегатната понуда преку промена на очекувањата на економските субјекти [нивниот предлог инсистира на потребата фискалната политика да дејствува преку стимулирање на инвестициите, а не преку пораст на владината (непродуктивна) потрошувачка]. Меѓутоа, стимулирањето на инвестициите главно се базира на намалување на даноците. Оттука, прашање е дали таквата политика може да испорача брзи ефекти, во услови кога епизодата на ZLB веќе стапила на сцена. Ова особено и поради фактот што даночните мултипликатори се повисоки во однос на оние од владината потрошувачка, на долг рок.

ЗСУМИРАЊЕ НА ИСКУСТВАТА ЗА ДЕЈСТВУВАЊЕТО НА ФИСКАЛНАТА И НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ЗА ВРЕМЕ НА ГОЛЕМИТЕ КРИЗИ

Во продолжение ќе се обидам да синтетизирам неколку важни лекции (поуки) за одговорот на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) во услови на големи кризи (Големата депресија и Големата рецесија). Мислам дека е ова синтетизирање значајно, би рекол – повеќе од релевантно, бидејќи и покрај евидентните разлики¹⁸ меѓу Големата депресија и Големата рецесија, дел од макроекономските факти врзани за Големата депресија едноставно се покажаа како реалност и за време на Големата рецесија – нешто што ни потврдува дека историјата се повторува и дека од неа треба да учиме.

Најзначајните поуки за **улогата и значењето на фискалната политика** во време на пролонгирани и тешки рецесии ќе ги сумирам на следниов начин:

Прво, во состојба кога економиите запаѓаат во ликвидносна стапица (во принцип станува збор за миксирани кризи – финансиски и економски), фискалната политика се покажува како моќен лост за заздравување на економиите.

Второ, фискалните стимули, по обем, структура и временска профилираност, треба да соодветствуваат на тежината на кризите. Мали фискални стимули, повторно релативно, т.е. во однос на тежината на кризите, имаат мали ефекти. Структурата на владината потрошувачка е извонредно значајна. Јавните инвестиции во крупната инфраструктура, во принцип, се поефикасни, во споредба со владините „непродуктивни трошоци“. Даночните стимули се поефикасни доколку се насочени кон сегментите на популацијата со понизок доход, т.е. со повисока маргинална склоност кон пот-

¹⁸ Алмунија и др. (Almunia and all, 2009, p. 3) разликите меѓу Големата рецесија и Големата депресија ги сумираат на следниов начин:

- При крајот на 2008 година Банката на Англија и ФЕД одговорија со агресивно намалување на каматните стапки, додека одговорот на ЕЦБ беше поумерен. Германија, Јапонија, Велика Британија и САД, пак, во 1931/32 година ги зголемија каматните стапки заради одбрана на своите валути.
- Монетарната експанзија беше многу поголема во периодот 2005–2008, во споредба со периодот 1925–1929 година. Уште позначајно е што понудата на пари продолжи рапидно да расте во 2008 година, наспроти нејзиното рапидно намалување во 1929 година.
- Поразвиените економии поагресивно ја користеа фискалната политика за време на Големата рецесија, а за време на Големата депресија тоа го правеа земјите во подем.
- За време на Големата депресија земјите со златно важење не можеа да применуваат експанзивна монетарна политика.
- Буџетските дефицити за време на Големата депресија беа релативно мали во однос на денешните стандарди – тоа беше случај со САД и со Германија, но и со другите земји.

рошувачка. Прераното укинување на фискалните стимули го забавува, односно го пролонгира заздравувањето на економиите.

Трето, без оглед на бројните контроверзии врзани за проценката на фискалните мултипликатори, евиденцијата потврдува дека ефикасноста на фискалната политика е поголема во време на длабоки кризи и проблематична ефикасност на монетарната политика – ваквата оценка, како што и претходно констатирав, е конзистентна со тврдењето дека ефикасноста на фискалните стимули е поголема кога банкарскиот систем е нефункционален, а фискалната политика е евина од аспект на товарот на долгот, т.е. на ниските каматни стапки (Bernanke, 2014; Almunia et al., 2009).

Четврто, во добри времиња владите треба да креираат доволен фискален простор, за да ѝ се овозможи на фискалната политика дејствување во време на кризни состојби.

Петто, со оглед на фактот дека ефектите на буџетските дефицити врз БДП се профилирани на краток рок, фискалната консолидација, по епизоди на креирање високи буџетски дефицити и висок јавен долг, е неопходна. Една од нејзините основни цели е креирање фискален простор за инволвирање во „лоши времиња“.

Најзначајните поуки за **улогата и значењето на монетарната политика** во време на пролонгирани и тешки рецесии ќе ги сумирам на следниов начин:

Прво, и на двете епизоди на големи кризи на американската економија ѝ претходеа периоди на силен и долготраен економски раст (1921–1929 година и 1991–2000 год.), проследени со експанзивна монетарна политика, кои завршија со уште посилни падови на економската активност.

Второ, испитувањата на економистите што се занимаваат со макроекономијата на Големата депресија понудија валидни аргументи, кои потврдуваат дека монетарните фактори и монетарната политика беа значајни причинители за појавата на кризата, за нејзината долготрајност, за нејзината сила и за негативните реперкусии врз реалниот сектор, како и за нејзиното брзо ширење во светски рамки. Притоа, монетарните шокови ги испорачаа своите негативни ефекти, во прв ред, на страната на агрегатната побарувачка, а преку неа и на вкупната економска активност, т.е. на аутпутот на економиите. Редоследот на збиднувањето за време на Големата депресија покажува дека: **1.** редуцирањето на понудата на пари во случајот на САД (според проценките на Фридман за 33% во екот на кризата) беше значајна причина за појава на Депресијата; **2.** настојувањето на високоиндустријализираните земји да се им спротивстават на шпекулативните напади на нивните национални парични единици и да го одбранат златното важење преку зголемување на каматните стапки и засилувањето на рестриktivноста на монетарната политика беше значајна причина за долготрајноста на Депресијата и за нејзиното ширење во светски рамки; **3.** фактот дека кризата беше комбинирана (финансиска, т.е. банкарска и економска), и појавата на феноменот на ликвидносна стапица – zero lower bound on interest rates (ZLB), беше значајна причина за губење на кредитната функција на комерцијалните банки.

Трето, појавата на ликвидносна стапица за време на Големата рецесија, со сите проблеми што ги предизвикува таа, придонесе овој феномен да се врати во центарот на вниманието на посткризните дебати во рамките на модерната макроекономија. Клучното прашање е дали монетарната политика може да биде ефикасна и во услови на каматна стапка нула или блиску до нулата. Мислењата на макроекономистите за овој круцијален проблем остануваат поделени. Од друга страна, централните банки на најразвиените земји во светот пристапија кон примена на неконвенционални мерки насочени кон превенција на дефлациските очекувања и поттикнување на потрошувачката на приватните агенти, т.е. на секторот на претпријатијата и на секторот на домаќинствата: соопштување на долгорочната патека на движење на основната каматна стапка и нејзино врзување за одреден таргет – стапката на невработеност, стапката на инфлација, таргетирање на номиналниот БДП и сл. Се чини дека комбинирањето на мерките на фискалната и на монетарната политика (кај последнава и примена на неконвенционални мерки) ќе остане значаен лост за справување со проблемот на ZLB и во иднина, бидејќи нови и оригинални решенија за надминување на овој проблем, засега, отсутнуваат.

Четврто, според моето мислење, не треба да се потцени и значењето на немонетарните фактори, а во прв ред на animal spirits, на песимизмот и на очајот на потрошувачите и на инвеститорите поврзан со долгорочните очекувања.

Петто, координацијата на фискалната и на монетарната политика е извонредно значајна, особено во контекстот на фискалната теорија за нивото на цените, која дава валидни аргументи за разбирањето на феноменологијата на големите кризи – ниска инфлација што се граничи со дефлација, и покрај големиот пораст на понудата на пари, ниски каматни стапки, блиски до нула, дисфункционален банкарски систем и сл. Неколку заклучоци на оваа теорија ми изгледаат посебно значајни: **1.** фискалната политика, во најмала рака, има исто влијание врз општото ниво на цените како и монетарната политика; **2.** нивната координација е значајна и неопходна за постигнување на основната цел на стабилизационите политики – висока ценовна стабилност; **3.** ако квантитативните олеснувања, во еден свој дел, значат само трансформација на едни владини обврски (искажани номинално) во други (на пари во трезорски обврзници), поради што нето-номиналниот износ на владините обврски останува непроменет, тогаш станува јасно зошто стапките на инфлација упорно опстојуваат на вонредно ниско ниво, и покрај силното зголемување на понудата на пари; **4.** давајќи нови аргументи за врските меѓу понудата на пари и инфлацијата, т.е. за детерминантите на инфлацијата, фискалната теорија за нивото на цените треба да се третира како надополнување на конвенционалното монетаристичко гледање за овој проблем, а не како негова супституција.

Глава 3

ОГРАНИЧУВАЊАТА НА СТАБИЛИЗАЦИОНИТЕ ПОЛИТИКИ

1 ОПШТИ СОГЛЕДУВАЊА

До осумдесеттите години на минатиот век застапниците на дискреционите макроекономски политики, т.е. економистите од неокејнзијанска провениенција, тврдеа дека политиките треба да бидат колку што е можно поактивни, доколку невработеноста, односно инфлацијата, е повисока.

„Овие заклучоци се проблематизирани веќе дваесеттина години наназад. Тогаш се водеше жестока дебата меѓу две групи економисти. Првата, предводена од Милтон Фридман од Чикаго, која тврдеше дека активната економска политика, поради нејзините одложени ефекти, може да направи повеќе штета отколку добро. Втората предводена од Франко Модилјани од МИТ почна да ја применува првата генерација на макроеконометриски модели и мислеше дека стекнатите знаења на економијата стануваат доволно добри за да овозможат една фина регулација на економската активност. Денес повеќето економисти признаваат дека постои суштинска неизвесност поврзана со ефектите на економската политика. Тие, исто така, ја прифаќаат идејата според која таа неизвесност би требало да води кон помалку активни политики“ (Blanchard, Cohen 2002, p. 498).

Неколку теоретски концепти се посебно значајни за разбирањето на природата на дискреционите (стабилизационите политики), односно за разбирањето на нивните сериозни лимити во стабилизацијата на економиите. Првиот се однесува на *ипридонесиите на нобеловциите Фридман и Фелџс поврзани со осигорувањето на стабилените односи меѓу невработеноста и инфлацијата на долг рок (Филисовата крива на долг рок)*, за што говорев претходно. Подоцна, дополнителното проблематизирање на ефикасноста на дискреционите политики дојде со појавата на новата класична економија, т.е. со појавата на *теоретичариите на рационалните очекувања*. Имено, како што е познато, кејнзијанскиот макроекономски модел суверено доминираше во светската економска мисла до крајот на 70-тите години на минатиот век. Иако првите критики на кејнзијанизмот дојдоа од страна на монетаризмот уште во текот на 50-тите и на 60-тите години на XX век, во современата макроекономска наука постои висок степен на согласност дека монетаризмот не му нанесе посериозни штети на кејнзијанизмот, во прв ред благодарение на неокласичната синтеза. Меѓутоа, во текот на 70-тите години почна да се развива една нова макроекономска школа – *новата*

класична макроекономија, со нејзините најпроминентни претставници: нобеловецот Роберт Лукас (лидер на школата), неговиот соработник, нобеловецот Томас Сарџент, Роберт Баро, Пајриќ Минфорд и други. Меѓу претставниците на новата класична економија, како посебна струја, се изделуваат и теоретичарите на реалните бизнис-циклуси: Киоланд, Прескот и Плосер. Во периодот по 80-тите години новата класична макроекономија, благодарение на хипотезата на рационалните очекувања, не само што стана главна конкурентска школа на кејнзијанизмот туку успеа и да го засени дотогаш доминантниот кејнзијански економски систем (Snowdon, Vane, Wyparezyk 1997, p. 29–31). Заради подобро воведување во темата, овде ќе потсетам дека постојат два основни постулати на новата класична макроекономија:

- пазарите имаат нагласена моќ на саморегулација, односно се усогласуваат брзо, практично моментно;
- луѓето ги предвидуваат, ги антиципираат идните економски настани со помош на рационалните очекувања.

Првиот постулат, дека пазарите се урамнотежуваат брзо, практично моментално, произлегува од тврдењето на новите класичари дека цените и платите се флексибилни (променливи нагоре и надолу) и на кус и на долг рок. Затоа пазарите, вклучувајќи го тука и пазарот на трудот, брзо се „чистат“, се урамнотежуваат. Оттука произлегува и нивната убеденост дека економите се стремат да функционираат на нивниот потенцијален бруто-домашен производ – односно, максимално, ефикасно и рационално да ги користат сите расположливи ресурси.

Во основата на *вториот постулат* лежи хипотезата за рационалните очекувања, чија суштина се огледа во тврдењето дека предвидувањата на учесниците во економскиот живот, доколку се засновани врз релевантни информации, не отстапуваат од предвидувањата на самата економска наука.

Токму врз основа на хипотезата за рационалните очекувања се развија три значајни новокласичарски концепции, кои го подобрија нашето разбирање за реалните можности и ограничувања на стабилизационите политики: Критиката на Лукас, Концептот за неефективност на политиките и Концептот за (не)конзистентност на политиките низ времето, кои во продолжение ќе бидат накратко елаборирани.

2 НОВОКЛАСИЧАРСКИТЕ КОНЦЕПТИ ЗА (НЕ)ЕФИКАСНОСТА НА ПОЛИТИКИТЕ

2.1. Критиката на Лукас

Таканаречената *Критика на Лукас* е концепт што изврши силно влијание, од една страна, врз понатамошниот развој на самата хипотеза за рационалните очекувања, а од друга страна, и врз разбирањето на природата и реалниот досег на макроекономските политики. За тоа сведочи и фактот дека Нобеловата награда за економија за 1995 година му е доделена на Роберт Лукас, токму, како што се истакнува во соопштението на Шведската кралска академија, „за развојот и примената на хипотезата за рационалните очекувања, со што ја трансформира економската анализа и го подобри нашието разбирање за економската теорија“. Во 1976 година Лукас го објави својот познат труд „Евалуација на економетриската политика: критика“ (“Econometric Policy Evaluation: A Critique”), во кој се содржани основите на познатата *Критика на Лукас*. Лукас тврди дека економската политика што ја спроведува владата има силно влијание врз начинот на формирањето на очекувањата во економијата. Но, според Лукас, конвенционалните методи на оцена на економските политики не даваат одговор на прашањето како влијаат промените во политиките врз самите очекувања. Ова е сублиматот на т.н. Критика на Лукас. Три значајни аспекти на Критиката на Лукас треба посебно да се потенцираат. **Прво**, адаптабилните очекувања не се најсоодветен начин за антиципирање на иднината. Користејќи ги адаптабилните очекувања, луѓето ја предвидуваат идната инфлација врз основа на просечната динамика на пораст на стапката на инфлацијата во минатото. Но, кога луѓето се потпираат врз рационалните очекувања, тие не им робуваат на просеците (според тоа, нема да чекаат инфлацијата навистина да се зголеми над просекот, па дури тогаш да ги коригираат очекувањата за идниот период, како што е тоа случај кај адаптабилните очекувања), туку едноставно, врз основа на сите релевантни економски информации и, посебно, на оние во сферата на самите економски политики, многу поуспешно ја антиципираат идната стапка на инфлација. Така, доколку владата ја релаксира монетарната политика, односно ја зголеми понудата на пари, тогаш растат инфлаторните очекувања (фирмите и вработените врз таа основа промптно го приспособуваат своето однесување) и тоа дури може да ја зголеми реалната стапка на инфлација – многу побрзо ја поместува

Филипсовата крива нагоре (Stiglitz 2000, p. 695). **Второ**, обратно, во економија со висока стапка на инфлација токму рационалните очекувања, кои силно зависат од самите економски политики и навестените промени во нив, можат да бидат значаен фактор на брзо намалување на инфлацијата, а со тоа и на намалување на дезинфлациските трошоци, доколку владата, која ужива висок кредибилитет, најави рестриктивна монетарна и фискална политика (Mankiw 1999, p. 424). **Трето**, двете опишани состојби само потврдуваат колку е големо значењето на рационалните очекувања во реалниот економски живот, односно колку е силно нивното влијание врз фактичките економски текови.

2.2.

Концептот на неефикасност (ирелевантност) на политиките

Овој концепт најпрвин е елабориран од Саргент и Волис во текот на 1975 и 1976 година (Sargent and Wallace 1976). Најгенерално гледано, според претставниците на новата класична макроекономија, ако економските субјекти се способни коректно да ја предвидат иднината, вклучувајќи ги тука и промените во економската политика на владата, и брзо да реагираат на новонастанатите промени, тогаш економската политика е неефикасна и често бескорисна. Владата и централната банка не можат да ги манипулираат луѓето со мерките и инструментите на монетарната и на буџетската политика. Во оваа смисла, некои автори значењето на рационалните очекувања го споредува со познатата мисла на американскиот претседател Абрахам Линколн, кој своевремено рекол: „Вие можете да го лажете целиот народ одредено време. Вие дури можете дел од народот да го лажете постојано. Но, Вие не можете целиот народ да го лажете постојано“ (LeRoy Miller 2012, p. 381).

Имено, ако дојде до зголемување на понудата на пари, луѓето ќе ја антиципираат зголемената инфлација и ќе дојде до општа индексација на цените и платите. Во вакви услови, според Лукас, *ујравнувањето со аґреґајтивна и побарувачка преку мерките на монетарната и фискалната политика нема никаква смисла*. Притоа, анализата на претставниците на рационалните очекувања посебно е свртена кон ефикасноста, односно кон неефикасноста на мерките и инструментите на монетарната политика. Според нив, монетарната политика не може да влијае врз агрегатната побарувачка дури и на кус рок. Во овој контекст теоретичарите на рационалните очекувања диференцираат две специфични ситуации со кои сакаат да покажат дека монетарната политика е неефикасна. **Првата ситуација** се однесува на антиципирано зголемување на понудата на пари. Таа настанува кога централната банка соопштува дека има намера да ја зголеми понудата на пари. Благодарение на рационалните очекувања,

претпријатијата и работниците тој факт ќе го имаат предвид при формирањето на очекувањата. Тие ќе ги антиципираат ефектите од зголемената емисија на пари врз општото ниво на цените, свесни, меѓутоа, за фактот дека станува збор само за номинално, а не и за реално зголемување на агрегатната побарувачка. Поради тоа, тие нема да реагираат со зголемување на производството и на вработеноста – тоа е неисплатливо, затоа што зголемената побарувачка не е детерминирана од реални промени во факторите што ја детерминираат неа, туку од едноставното зголемување на монетарната емисија. Според тоа, зголемената понуда на пари во оваа ситуација, кога е таа антиципирана затоа што централната банка навестила зголемена понуда на пари, нема да предизвика промени во реалните фактори – производството и вработеноста, дури ни на кус рок. На овој начин теоретичарите на рационалните очекувања доаѓаат до концептот за неефикасноста на економските политики (The Policy Ineffectiveness Proposition – PIP) – *антиципираната монетарна полиција не може да го промени реалниот БДП* (Gordon 2003, p. 538). Оттука, монетарната политика може да дејствува врз реалните фактори само во исклучителни ситуации: во ситуации на ненајавено, нетранспарентно зголемување на понудата на пари – т.н. монетарно изненадување (Lukas and Sargent 1981, p. 316). **Втората ситуација**, се однесува на неантиципирано (од страна на економските субјекти) зголемување на понудата на пари, т.е. на концептот на т.н. монетарно изненадување, како причина за појава на бизнис-циклуси. Ако монетарните власти ненајавено, нетранспарентно ја зголемат понудата на пари, економските субјекти ќе мислат дека дошло до реално зголемување на агрегатната побарувачка. На новонастанатата ситуација претпријатијата ќе одговорат со зголемување на производството и пораст на вработеноста. Економијата ќе влезе во фаза на експанзија (инфлаторен јаз). Тоа е суштината на механизмот на креирање на бизнис-циклуси застапуван од страна на новата класична економија (Лукас и Саргент), т.е. на теоријата на т.н. монетарно изненадување.

Очевидно, рационалните очекувања, во комбинација со претпоставките за постоење на совршена конкуренција и флексибилни цени и плати, ја објаснуваат суштината на хипотезата за неефективноста (ирелевантноста) на економските политики (*LeRoy Miller 2012, p. 385*).

2.3.

Концептот на (не)конзистентност на политиките низ времето

Теоретичарите на реалните бизнис-циклуси, а во прв ред нобеловците Кидланд и Прескот, отидоа чекор напред во објаснувањето на импликациите на рационалните очекувања врз економската политика, откривајќи го проблемот на т.н. *конзистент-*

ности на економските политики низ времето (*The Time Consistency of Economic Policy*). Според овие теоретичари, владата и централната банка ги конципираат економските политики со намера тие да придонесат за зголемување на благосостојбата на граѓаните. Но, така конципираните и пожелни политики често пати не можат да се имплементираат во реалниот економски живот. Синтетички гледано, за тоа постојат две причини: неконзистентноста на владата, централната банка и другите институции во спроведувањето на зацртаната економска политика и дејството на рационалните очекувања. Имено, владата и централната банка можат да се определат за одржување на ниско ниво на инфлација, во интерес на сите граѓани, и тоа јавно да го декларираат. Врз таа основа, учесниците во економскиот живот очекуваат висока ценовна стабилност (ниски стапки на инфлација), поради што нема да дојде до барање за зголемување на платите и на цените на другите инпути на производството (суровини, енергија и сл.). Тоа е добро за бизнисите. Но, сега владата и централната банка можат да паднат во искушение да ја зголемат стапката на инфлација преку полиберална монетарна политика за да ја намалат невработеноста на краток рок. Меѓутоа, благодарение на рационалните очекувања учесниците во економскиот живот брзо ќе ги прочитаат намерите на владата и на централната банка и ќе го приспособат своето однесување на новонастанатата ситуација. Очекувањата за повисока инфлација (пораст на цените) менаџерите ќе ги вградат во цените на производите и услугите, а работниците ќе побараат покачување на платите. Со зголемувањето на платите вработеноста ќе се врати на првобитното рамниште. Очевидно, поради неконзистентноста во водењето на економската политика низ времето (носителите на економската политика зацртале ниска стапка на инфлација, но подоцна не биле доследни и отстапиле од таквата политика), најавената политика за ниска инфлација го губи својот кредибилитет. Проблеми од слична природа можат да се јават и во фискалната сфера. Владата, да кажеме, може да најави намалување на даночните стапки за одделни економски активности, на пример во сферата на инвестициите. Тоа ќе ги поттикне бизнисите да ги зголемат инвестициите. Во меѓувреме, владата може да го отповика таквото ветување, значи, *de facto*, да не ги намали даноците со цел да собере повеќе средства во буџетот. Најавената политика на намалување на даночните стапки го губи својот кредибилитет.

„Идејата е“, вели нобеловецот Кидланд, „државните институции да не преземаат (економски чекори) што луѓето можат да ги забележат (прочитаат). Ако луѓето не го забележат тоа, тогаш тоа е добра работа“ ([http:// newsobserver/business/story](http://newsobserver/business/story), Oct. 13, 2004).

Очевидно, неконзистентноста на економските политики се јавува како генерален проблем со кој се соочуваат дискреционите економски политики. Решението на овој проблем Кидланд и Прескот го гледаат во воведувањето на долгорочни правила за водење на фискалната и на монетарната политика, кои би ги оневозможиле

дискреционите мерки на владата и на централната банка да креираат ваков вид неконзистентност.

Се чини дека расте бројот на економисти, вклучувајќи ги тука и новите кејнзијанци, кои мислат дека клучните макроекономски политики треба да дејствуваат повеќе преку правила, а помалку преку дискреции – Бланшард, Менкју, Тејлор, Кругман, Фелпс и др. Се разбира дека дел од новите кејнзијанци, обратно, остануваат доследни на залагањето на Кејнз и на неокејнзијанците (умерените) за дискрециони макроекономски политики –типичен пример е Стиглиц. Ваквиот став на новите кејнзијанци е резултат на инкорпорирањето на придонесите на Фридман и Фелпс во нивното учење (Филипсовата крива на долг рок и природната стапка на невработеноста), на Лукс и Сарцент (Критиката на Лукас и неефективноста на политиките) и на Кидланд и Прескот (Неконзистентност на политиките низ времето).

2.4.

Доцните дебати за политиките базирани врз правила наспроти дискреции

Порано укажав дека т.н. рани дебати врзани со дилемата дискрециони макроекономски политики *vis-à-vis* макроекономски политики засновани на долгорочни правила, не вродија со консензус меѓу двата заемно конкурентски табори во модерната макроекономија (макроекономските школи од неолиберална и макроекономските школи од неокејнзијанска провениенција). Подоцнежните дебати за ова прашање барем донекаде ги приближија гледиштата на конкурентските макроекономски школи, во прв ред благодарение на еклектицизмот на новата кејнзијанска економија, чии претставници во голема мера ги прифатија заклучоците од испитувањата на новата класична макроекономија за лимитите на дискреционите политики. Иако и денес тешко може да се говори за целосен консензус околу дилемата дискреции наспроти правила при имплементирањето на клучните макроекономски политики, мислам дека две тенденции во оваа област треба посебно да се одбележат.

Прво, значаен дел од новите кејнзијанци сè повеќе ги преферираат политиките базирани на правила, укажувајќи, истовремено, дека постои недоследност на *владите и на централните банки при нивната ефективна примена во праксата, што често резултира со губење на кредибилитетот на инстицијите – владата и централната банка*. Овој проблем Менкју го илустрира на многу пластичен начин со пример од политиката:

„Аргументот против дискреционата политика е илустриран многу едноставно со примерот што се однесува на политиката, не на економијата – попрецизно со ставот на државите во преговорите со терористите за ослободување на заложници. Објавената

политика на САД и на многу други држави е да не се преговара за ослободување на заложниците. Таквото објавување има цел да ги обесхрабри терористите: ако од грабнувањето немаат што да добијат, рационалните терористи не би земале заложници. Но, во суштина, терористите се мошне рационални за да разберат дека во ситуација кога заложниците се веќе грабнати, навестената политика има мала тежина и дека обидите да се направат определени концесии за да се издејствува ослободување на заложниците може да стане неотпорна. Единствен начин да се обесхрабрат вистински рационалните терористи и да се отстранат сите дискрециони политики е придржување на правилото никогаш да не се преговара. Ако оние што одлучуваат се навистина способни да не прават отстапки, поттикот на терористите за земање заложници би бил суштински редуциран“ (Mankiw 1998, p. 258).

Второ, некои од новите кејнзијанци во рамките на овие испитувања инсистираат на потребата *да не се постојат дискрециони со активни економски политики, односно економските политики базирани врз правила со пасивни економски политики*. Ваквите укажувања се прифатливи поради едноставната причина дека и активните и пасивните економски политики можат да бидат засновани врз правила или врз дискреции. Така, на пример, правилото на пасивната монетарна политика, кое инсистира на константен пораст на понудата на пари (на пример од 3%), во случајот на активната монетарна политика може да биде прецизирано на следниов начин: константен пораст на понудата на пари од 3% на годишно ниво, доколку стапката на невработеност се одржува на рамниште од 6%, плус еден процентен поен пораст на понудата на пари за секој пораст на стапката на невработеност за еден процентен поен над 6% (Mankiw 2000, p. 392). Ваквиот тип на правила некои автори ги нарекуваат *активистички правила*, т.е. правила кои во себе содржат дискрециони права на монетарната или на фискалната политика, со цел да се задржи нивниот контрацикличен карактер (Dornbusch, Fischer, Startz 2004, p. 198–199.). Слична ситуација може да се јави и кај фискалната политика: правилото за урамнотезен буџет може да се комбинира со елементи на дискреционата фискална политика, т.е. со креирање буџетски дефицит во периоди на стагантно или опаѓачко движење на бруто-домашниот производ. Оттука може да се заклучи дека кај дел од новите кејнзијанци е присутна *идејата за комбинирање на правилата и дискрециите при креирањето и имплементацијата на монетарната и на фискалната политика* (типичен случај е таргетирањето на инфлацијата) за да се осигури рационално управување со агрегатната побарувачка. Се работи за прашање на кое новите кејнзијанци му обрнуваат значајно внимание.

Денес правилата во доменот на фискалната политика се воспоставуваат за да се заузда порастот на буџетските дефицити и на јавниот долг. Што покажуваат искуствата на земјите кои практикувале фискални правила?

Во САД првиот посериозен обид за воведување правила за намалување на буџетскиот дефицит датира од 1985 година, кога двајца републикански сенатори (Грам и Родман) и демократот Холингс го предложија познатиот Gramm-Rudman-Hollings Act. Законот постави плафони за пораст на буџетскиот дефицит по 1985 година за секоја фискална година одделно, а неговата крајна цел беше да се елиминира дефицитот до 1991 година. Во случај предложениот буџет да не ги почитува утврдените плафони на буџетскиот дефицит, законот предвидуваше отпочнување посебна процедура за намалување на сите програми на јавна потрошувачка, со ист процент, за да се постигне поставениот плафон. Сепак, законот од оваа процедура *ги исклучуваше програмите на буџетската потрошувачка врзани за отплата на долгот и за дел од социјалните помош и социјалните трансфери*. Законот, што е посебно значајно, *не ја дерогираше, или барем не ја дерогираше докрај, стабилизационата функција на фискалната политика, со самите факти што предвидуваше попуштање на буџетските плафони ако стапката на пораст на БДП е помалка од 3%*. Примената на Законот не одеше лесно. Иако остварените буџетски дефицити беа поголеми од плафонираниите, процентуалното учество на буџетскиот дефицит во БДП се намали од 5,1% во 1986 на 3,9% во 1990 година како резултат на економскиот раст, но во еден дел и како резултат на самиот закон (Blanchard, Cohen 2004, p. 517–520).

Во 1990 година беше донесен нов закон со кој се утврдија правилата во водењето на фискалната политика (Budget Enforcement Act). Овој закон не се фокусираше директно на буџетскиот дефицит, туку на буџетските трошоци. Притоа, тој предвидуваше бавно, но редовно намалување на дискреционите буџетски трошоци (во основа, на трошоците поврзани со купувањето стоки и услуги) во наредните пет години. За недискреционите трошоци (главно, социјалните трансфери), законот го афирмираше *правилото pay-as-you-go*, кое, за да не се зголемуваат буџетските дефицити, не дозволуваше нови трансферни плаќања од буџетот без претходно да бидат осигурени реални средства за финансирање (преку нови извори на средства или преку намалување на средствата на другите програми на потрошувачка). *Ваква поставените правила овозможуваа пораст на буџетските дефицити во време на рецесија* (под дејство на автоматските стабилизатори) со едновремено одржување на буџетските расходи на утврденото ниво според правилата. Крајниот резултат беше трансформација на буџетскиот дефицит во суфицит во 1998 година. Повторно, *намалувањето на дефицитот во најзначајниот дел се објаснува со економскиот раст (во овој период тој во САД беше навистина исклучителен), а во еден дел и со воведувањето правила во водењето на економската политика*.

Во ЕУ, уште со Договорот од Маастрихт од 1992 година, на земјите што беа потенцијални членки на еврозоната им беше поставен услов да ги одржуваат буџетските дефицити на ниво под 3% од нивниот БДП (со нужна флексибилност во услови на рецесија) – правило што во отсуство на ефикасни механизми на контрола многу земји

на ЕУ не го почитуваа. Европската должничка криза придонесе во периодот по 2011 година, во рамките на т.н. Самити за спас на еврото, да се постават јасни лимити за буџетските дефицити и за креирањето јавен долг, автоматски санкции за земјите што нема да ги почитуваат и многу поголема контрола на националните буџети на одделните земји, како и на буџетските трошоци, со самиот факт што националните буџети претходно ќе се доставуваат на увид и на проверка до Европската комисија.

Бројот на земјите што водат фискални политики базирани врз правила постојано расте, најпрвин поради фактот што во современата макроекономска наука (во главната струја на модерната макроекономија) расте бројот на застапници кои ги претпочитуваат правилата версус дискрециите во фискалната сфера, а потоа и како резултат на енормниот пораст на буџетските дефицити во рамките на одговорот на политиките на глобалната финансиска криза. Една понова студија на ММФ посветена на правилата во фискалната сфера (www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/map/map.htm) потврдува дека во март 2012 година дури 75 земји во светот имплементираат фискална политика базирана врз правила, наспроти само пет земји во 1990 година. Авторите на студијата, врз основа на комплексна анализа (анализата опфаќа 81 земја во периодот од 2008 година до март 2010 година), заклучуваат дека: **1.** во изминативе две децении се претпочитаат фискалните правила во однос на фискалните дискреции; **2.** во многу земји се воведуваат нови фискални правила како одговор на големата рецесија; и **3.** „идната генерација“ фискални правила ги комбинира целите на фискалната одржливост со флексибилноста на фискалната политика, т.е. со нејзината способност да одговори на шоките во кризни ситуации. Новите фискални правила имплементирани во периодот по 2010 година во студијата се класифицираат во четири групи: правила за урамнотежен буџет (воведени во Австрија, Колумбија, Италија, Португалија, Србија, Шпанија и Велика Британија), правила базирани на принципот *pay-as-you-go* (Јапонија и САД), правила за контрола на јавниот долг (Унгарија, Србија, Словачка, Шпанија, Велика Британија) и правила за буџетски трошоци (Еквадор, Израел, Јапонија, Намибија, Полска, Романија, Шпанија, САД). Како што се гледа од презентиранив податоци, во низа земји доаѓа до комбинација на четирите видови правила.

Искуствата на земјите што применувале фискални правила потврдуваат дека:

- практичната примена на правилата оди тешко, бидејќи фискалната сфера е законска материја и многу често е изложена на политички притисоци и инволвирања;
- и покрај остроото разграничување на дискрециите од правилата во теоријата, во практиката водењето на фискалната политика преку утврдени правила не ја дерогира социјалната и стабилизационата функција на фискалната политика – тоа се постигнува преку добро одмерено и, во основа, флексибилно поставување на правилата;

- за намалување на буџетските дефицити *клучни се стајќиште на економски-оџи раст*, а помалку се значајни самите правила. Имено, доколку земја што е соочена со високи буџетски дефицити и висок јавен долг осигури динамичен и одржлив раст, со порастот на вкупната економска активност ќе се намали релативното учество на дефицитите и на јавниот долг во нејзиниот БДП. Во оваа смисла, Алесина и Гивази (Alesina and Giavazzi, 2012) потенцираат дека мерките на страната на понудата (засилувањето на конкурентната пресија во економијата, реформите на пазарот на трудот – неговата либерализација и флексибилизација и сл., односно структурните реформи што се значајни за динамизирање на економскиот раст) можат да имаат многу посилни ефекти во смисла на намалување или дури и елиминирање на загубите во аутпутот, како резултат на рестрикциите во буџетската потрошувачка.

За да се избегнат несаканите последици на дискреционата монетарна политика, таа треба да биде фундирана врз долгорочни правила.

Во сферата на **монетарната политика** треба посебно да се споменат две правила. Едното е таргетирањето на инфлацијата, а другото е Тејлоровото правило.

Во последнава декада се разви еден нов пристап во водењето на монетарната политика, наречен *таргетирање на инфлацијата*. Некои автори (Бернанке, Лобец, Мишкин, Посен) се согласуваат дека таргетирањето на инфлацијата денес се трансформирало во монетарен режим базиран на правила, кој овозможува да се ублажи проблемот на неконзистентноста на монетарната политика низ времето, бидејќи осигурува дека се земаат предвид долгорочните импликации од краткорочните активности на политиката при нејзиното осмислување (Chari and Kehoe 2006, p. 12). Други автори (Samuelson and Nordhaus 2005, p. 724) мислат дека таргетирањето на инфлацијата, во основа, се сведува на компромис меѓу дискреционата монетарна политика и правилата во спроведувањето на монетарната политика. Синтетички гледано, суштината на таргетирањето на инфлацијата се огледа во следново:

- владата или централната банка (или двете институции заедно) се определуваат за ниска и стабилна инфлација на среден и на долг рок;
- се соопштува нумерички таргет за стапката на инфлација во определен ранг (распон) – на пример, во наредните четири години стапката на инфлација ќе се движи во распон од 2% до 4%.

Таргетирањето на инфлацијата, како монетарна стратегија, има две значајни предности. **Прво**, таа ги елиминира инфлациските очекувања во економијата. Ако владата и централната банка имаат кредибилитет (луѓето им веруваат дека транспарентно и доследно ќе ја спроведуваат најавената политика), се елиминираат инфлациските очекувања во економијата, а со тоа и барањата на синдикатите за зголемување на

платите, како и барањата за зголемување на цените на добрата и услугите од страна на претпријатијата. **Второ**, монетарната политика станува пофлексибилна, поприспособлива на конкретната економска ситуација, бидејќи не е обврзана да се фокусира на одржување на фиксна стапка на инфлација во подолг период – да речеме, стапка од 2% во наредните четири години. Напротив, ако економијата е во рецесија со дефлаторни тенденции (многу ниска или негативна стапка на инфлација), монетарната политика може да биде поекспанзивна и на тој начин да ги елиминира несаканите последици (трошоци) од рецесијата. Обратно е ако економијата е во експанзија. Во оваа смисла се вели дека таргетирањето на инфлацијата е компромисен пристап меѓу дискреционата монетарна политика и правилата. Имено, општото правило е: ниска

ТАБЕЛА 3.1.

ЗЕМЈИ ШТО ГО ПРИМЕНУВААТ ПРАВИЛОТО НА ТАРГЕТИРАНА ИНФЛАЦИЈА

ЗЕМЈА	ГОДИНА НА ВОВЕДУВАЊЕ НА ПРАВИЛОТО
НОВ ЗЕЛАНД	1989
ЧИЛЕ	1990
КАНАДА	1991
ИЗРАЕЛ	1991
ВЕЛИКА БРИТАНИЈА	1992
АВСТРАЛИЈА	1993
ФИНСКА	1993
ШВЕДСКА	1993
ШПАНИЈА	1995
МЕКСИКО	1995
ЧЕШКА	1997
ИЗРАЕЛ (ПОВТОРНО)	1997
ПОЛСКА	1998
КОРЕА	1998
БРАЗИЛ	1999
ЧИЛЕ (ПОВТОРНО)	1999
КОЛУМБИЈА	1999
ТАЈЛАНД	2000
ЈУЖНА АФРИКА	2000
УНГАРИЈА	2001
ИСЛАНД	2001
НОРВЕШКА	2001
ПЕРУ	2002
ФИЛИПИНИ (повторно)	2002

Извор: Bermanke et al. 1999, цит. според: Chari and Kehoe 2006, p. 14, Mishkin, 2007, p. 404

и стабилна инфлација во рамки на објавениот распон. Дискрецијата е во правото на владата и на централната банка (или и на двете институции) да водат поекспанзивна, т.е. порестриктивна монетарна политика, во зависност од тоа дали е економијата соочена со рецесиони или со инфлаторни движења.

Најголемата слабост на овој пристап е врзана за кредибилитетот на институциите – централната банка и владата. Имено, доколку јавно навестениот распон за движењето на стапката на инфлацијата не се реализира (на пример, најавено е движење на инфлацијата во распон од 2% до 4%, а инфлацијата во одделни години преминала, да кажеме, 8%), институциите го губат кредибилитетот, ја губат довербата, и кај економските субјекти ќе проработат инфлациските очекувања. Друга слабост на таргетирањето на инфлацијата е што овој пристап може да биде причина за поголеми флукуации во реалниот аутпут на економијата. На пример, ако е инфлацијата над утврдениот таргет, монетарната политика може да стане премногу „тврда“ и да придонесе за намалување на бруто-домашниот производ и вработеноста.

Движењето кон монетарна политика базирана врз правила е евидентно во светски размери. Од 2002 до 2006 година голем број земји го прифатија монетарното правило – таргетирана инфлација.

Велика Британија има инфлациски таргет од 2,5% како формално правило; САД нема формално правило, но неформално настојува да ја држи инфлацијата на 2% до 3%. Практично, додека Алан Гриспен беше на чело на ФЕД (1987–2005), не одеше на соопштување на експлицитен таргет на инфлација или на посебно монетарно правило. Но, неговата дефиниција за пожелна (оптимална) стапка на инфлација (посакувана стапка на инфлација е онаа што ќе овозможи општото ниво на цени да престане да биде фактор при донесувањето на индивидуалните и бизнис-одлуките), фактички, се третираше како форма на имплицитен таргет за инфлацијата (Marvin Goodfriend 2007, p. 54). Европската централна банка (ЕЦБ) применува хибридна стратегија, која едновремено содржи елементи и на монетарно таргетирање (таа секогаш потенцира дека монетарните и кредитните таргети се значајни за идната инфлација и идниот економски раст, а од 2003 година утврдува и референтна вредност за М3 агрегатот – слично на тоа како што постапуваше порано германската централна банка) и на таргетирање на инфлацијата (инфлацијата да биде под, но близу 2%) (Mishkin 2007, p. 401).

Искуствата на Велика Британија, Нов Зеланд, Канада, Шведска и други земји потврдуваат дека стапката на инфлација е значително пониска во периодите во кои нивните централни банки применувале правило на таргетирана инфлација, во однос на периодите кога се имплементирала дискрециона монетарна политика.

Практиката на конципирање и спроведување на монетарна политика базирана врз правила придонесе: **1.** за значајно намалување на стапката на инфлација во светски размери: во последните 20 години просечната стапка на инфлација во индустриските земји се намали од 9% на 2%, додека во ЗВР од 31% на 6% (Marvin Goodfriend 2007, p. 47-48); **2.** за зголемување на независноста и кредибилитетот на централните банки; и **3.** за воспоставување нов консензус за стабилизационата функција на монетарната политика.

Во современата литература како пример за активистички дизајнирано правило на монетарната политика се наведува *правилото на професор Џон Тејлор* од Универзитетот во Стенфорд (Lipsey and Chrystal 2007, p. 479; Dornbusch, Fischer and Startz 2004, p. 200). Станува збор за правило што кажува како треба да реагираат монетарните власти, во смисла на промена на каматната стапка, а во зависност од состојбата во економјата. Кај Тејлоровото правило официјалната каматна стапка што ја поставува монетарната политика се утврдува врз основа на апроксимативно утврдената долгорочна просечна реална каматна стапка (се поставува на 2%), каматната стапка од минатата година, таргетираната стапка на инфлација и јазот во БДП помеѓу актуелниот и потенцијалниот бруто-домашен производ. Централната банка ја зголемува каматната стапка доколку инфлацијата е над таргетираната, т.е. доколку актуелниот (фактичкиот) бруто-домашен производ е над потенцијалниот и – обратно.

З ПРЕТКРИЗНИОТ КОНСЕНЗУС ЗА ЕФЕКТИТЕ И ОГРАНИЧУВАЊАТА НА ПОЛИТИКИТЕ ВО РАМКИТЕ НА ГЛАВНАТА СТРУЈА НА МОДЕРНАТА МАКРОЕКОНОМИЈА

Конфронтациите меѓу претставниците на различните макроекономски школи за значајни макроекономски прашања, се разбира, самите по себе, не се штетни. Напротив, тие водат до конвергенција на погледите и сфаќањата за круцијалните макроекономски теми, до консензус и до профилирање на стандардни економски знаења. Тоа е патот што овозможува да се одржи виталноста и прогресот на економската наука. Притоа, не станува збор за општ консензус, таков не постои, ниту, пак, е добро да постои. Имено, во моментот кога разрешуваме едно контроверзно економско прашање, се јавува друго, кое нужно предизвикува конфронтации меѓу економистите. Во оваа смисла, „...може да се очекува консензус за специфични прашања, но консензусот во сите домени на истражувањето нема смисла, бидејќи тој би се свел на стагнација и умирање“ (Lucas 1997, p. 248).

Во продолжение ќе се обидам да ги селектирам најзначајните домени на преткризниот консензус во современата макроекономска наука – главно, оние врзани за клучните макроекономски политики. Селекцијата се базира врз испитувањата на оваа проблематика од еминентни економисти (Mankiw 2000, p. 526–529; Blanchard 2006, p. 585; DeLong 2000, p. 83–84; Friedman 1968; Goodfriend 2007, p. 47–68, Woodford 2009, 269–274), како и врз сопствените сознанија произлезени од мојата долгогодишна преокупација со оваа материја.

- На долг рок состојбата на економијата и животниот стандард на граѓаните се детерминирани од капацитетот на земјата за производство на добра и услуги, односно од факторите што го условуваат потенцијалниот бруто-домашен производ.
- На краток рок промените во агрегатната побарувачка под дејство на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) влијаат врз аутпутот – врз БДП и врз нивото на вработеноста.
- На долг рок стапката на пораст на понудата на пари ја детерминира стапката на инфлација, но нема влијание врз стапката на невработеност, т.е. на долг рок инфлацијата секогаш и насекаде е монетарен феномен.

- Фискалната политика има краткорочни, среднорочни и долгорочни ефекти врз бруто-домашниот производ. Повисокиот буџетски дефицит најчесто го зголемува БДП на краток рок. На среден рок, поради зголемената побарувачка за пари и порастот на каматните стапки, неговото позитивно дејство врз аут-путот исчезнува. На долг рок, поради феноменот на crowding-out, се намалува акумулацијата на капиталот и големината на аутпутот.
- На краток рок креаторите на монетарната и на фискалната политика се соочени со замена, со компромис меѓу инфлацијата и невработеноста.
- На долг рок trade-off-от меѓу невработеноста и инфлацијата исчезнува.
- Во нормални услови монетарната стабилизациона политика е помоќна и покорисна од фискалната стабилизациона политика. Поради тоа, се претпочита фискалната политика да дејствува преку автоматските стабилизатори.
- Во „добри времиња“ неопходно е буџетската политика да креира буџетски суфицити за да има простор за фискални стимули во време на рецесија – т.н. the tax smoothing principl.
- Монетарната политика, во периоди на остри и пролонгирани рецесии, поради феноменот на ликвидносна стапица, е релативно неефикасен инструмент за стимулирање на заздравувањето на економијата. Во услови на егзистенција на ликвидносна стапица, фискалната политика е поефикасна во надминувањето на депресиите.
- Дискреционите и стабилизационите политики (фискалната и монетарната) се соочени со значајни лимити.
- Политиките базирани врз правила се преферираат во однос на политиките базирани врз дискреции.
- Ниските и стабилни стапки на инфлација се добри за бизнисите и за економскиот раст.
- Рационалните очекувања претставуваат основа за комуникација на економските субјекти со иднината – за антиципирање на иднината.

4 ШТО СЕ ПРОМЕНИ ВО СФЕРАТА НА ПРЕТКРИЗНИОТ КОНСЕНЗУС ВО СОВРЕМЕНАТА МАКРОЕКОНОМСКА НАУКА?

4.1.

Општи согледувања

Порано во повеќе наврати нагласив дека токму големите економски кризи биле вистински интелектуален предизвик за економската наука и особено за нејзините најсјајни умови и дека од таквите епизоди и искуства, кои оставале тешки последици, економската наука црпи нови факти, сознанија и решенија. Големата рецесија 2007–2009 година, во тој поглед, не беше исклучок. Напротив, поради острината на кризата во модерната макроекономска наука се отворија широки дебати за причините што ја детерминираа, за последиците врз светската економија, за одговорот на економските политики, за нивната ефикасност, односно неефикасност итн. Во доменот на макроекономијата расправите одат до проблематизирање на некои основни постулати, теории и хипотези што доаѓаат од главната струја на модерната макроекономска наука, до проблематизирање на ефикасноста на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) и до инсистирање за нивно ново обмислување, до проблематизирање на микроекономските фундаменти на макроекономијата и, повторно, до барања за нивно ново осмислување итн., дури и до тврдења дека самата економска наука е во сериозна криза.

Во време на тешки кризи се јавуваат нови идеи. Економистите веруваат дека: “*Ideas matter*”, но тука секогаш е неопходна доза на претпазливост, бидејќи неадекватните, погрешните идеи, како што истакнува Делонг, понекогаш можат да направат повеќе штета отколку корист (DeLong, 2015).

Овде се поставуваат неколку клучни прашања, кои се во центарот на посткризните дебати и кои треба да бидат опсервирани со должно внимание. За почеток ќе ги поставам во најсинтетичка форма. **Првото прашање** се однесува на состојбата на самата економска наука: дали може да се говори за криза на економската наука и, посебно, за криза на макроекономијата? **Второто прашање** се однесува на промените во врска со поставеноста и функционирањето на клучните политики во време на големи кризи: дали претстои ново обмислување на политиките и дали идеите и предлозите за нивно редефинирање се нови и радикални? **Третото прашање** се однесува на старата дилема поврзана со улогата на пазарот и на владата во алокацијата на ресурсите.

Моето мислење е дека денес, генерално гледано, не можеме да зборуваме за криза на економската наука и, во тој контекст, за криза на модерната макроекономија. Напротив, мислам дека јадрото на модерната економска наука (подеднакво и на микроекономијата и на макроекономијата) останува, во основа, здраво – се разбира, со одредени слабости, недоречености и контроверзии, кои, меѓутоа, самите економисти ги дијагностицирале години наназад, пред појавата на Големата рецесија. Заслуга на Големата рецесија е што тие повторно се актуализираат, со настојување да се дојде до решенија што би биле соодветни во новонастанатите услови, односно кои би коинцидирале, повеќе отколку порано, со фактите во реалниот живот. Второто прашање е во фокусот на интерес во посткризните дебати, што е и разбирливо, бидејќи од ефикасноста на политиките зависи брзината на заздравување на економиите и превенцијата од нови кризи. Кога се во прашање клучните стабилизациони политики, треба да се потенцира дека се јавија предлози и идеи за зголемување на нивната ефикасност, кои, иако не се нови, можеби ќе придонесат за подобра поставеност и подобра координација на политиките во длабоки рецесии и за поуспешно совладување на проблемите врзани за ликвидносната стапица. Заслуга на Рецесијата е што овие мерки почнаа да се применуваат со обем и интензитет кој далеку ги надмина претходните светски искуства – типичен случај се квантитативните олеснувања. Третото прашање секогаш е во срцето на дебатите, т.е. на конфронтациите меѓу конкурентските школи во рамките на модерната макроекономска наука, но заслуга на Големата рецесија е тоа што денес за него се дебатира со поголема доза рационалност, иако идеолошките несогласување остануваат и понатаму.

Во продолжение ќе се обидам поопстојно да ги аргументирам моите гледишта за овие прашања.

4.2.

За „кризата“ на економската наука

Една линија на конфронтациите, навидум многу генерална, а суштински круцијална, е поврзана со самата состојба на економската наука: дали економската наука е во сериозна криза и дали таа манифестира евидентна неспособност за справување со новите предизвици? Проминентни автори, експлицитно или имплицитно, говорат за криза на економската наука (види, на пример: Blanchard: F&D 2011, p. 50, Stiglitz 2011, p. 50, DeLong во Dymski, 2011, p. 288, Leijonhufvud 2008). Други автори, пак (Лукас, Рубини, Михм), остро им се спротивставуваат на ваквите тврдења (The Economist, Aug. 6th, 2009, F&D, 2010, p. 56).

Бланшард истакнува дека кризата „јасно ги покажа лимитите и на пазарот и на владината интервенција“ (F&D 2011, p. 50) – значи, ограничувањата на двата

механизма на алокација на ресурсите што ги познава економската наука. Стиглиц исто така имплицитно заговара постоење криза на економската наука: „Можеби најзабележлива лекција – не толку за политиката (економската политика – Т.Ф.), туку за економската анализа – е дека моделите што се користеа пред кризата ниту ја предвидуваа кризата ниту, пак, даваа рамка за одговор на кризата кога таа се случи“ (Stiglitz 2011, p. 50). Бредфорд Делонг, пак, отворено говори за криза на економската наука, потенцирајќи дека денес економската наука има потреба од неколку теоретичари (мисли на врвни – Т. Ф.), кои ќе работат на проблематиката на ефикасноста на пазарите и од многу луѓе што ќе работат во областа на микроструктурите, од неколку теоретичари во областа на рамнотежните бизнис-циклуси, и од многу старомодни кејнзијанци и монетаристи, од мнозина историчари на монетарната историја и на историјата на економската мисла, од неколкумина врвни експерти, кои ќе конструираат нови макроекономски модели, итн. (види: Dymski, 2011, p. 288). Според мене, во оваа мисла на професор Делонг можат да се препознаат слабите страни на модерната макроекономска наука – отсуството на солидни микроекономски фундаменти на макроекономијата, отсуството на економски услови од профилот на Семјуелсон, Тобин, Модилјани, Фридман, проблемите врзани за економетриските модели и нивната моќ за поизвесно предвидување на резултатите на економската активност и на ефикасноста, односно неефикасноста на економските политики и сл. Нобеловецот Лукас, пак, во една статија објавена во *The Economist* од 6 август 2009 година, остро се противставува на тврдењата за криза на економијата, и посебно на макроекономијата, кои одат дури и до карикатуризирање на модерната макроекономска наука. Во овој контекст, тој изразува чудење за погледите на врвни економисти, какви што се Фредерик Мишкин и Бен Бернанке, кои претходно, во интервју за *The Economist*, зборуваат за „темна доба на макроекономијата“ и тврдат дека многу генерации економисти се загубени, бидејќи се едучирани во духот на математички модели со сомнителна вредност, па дури и штетни, кои се неупотребливи за предвидување на кризите. Потсетувајќи на теоријата за ефикасни пазари, според која цените на финансиските имоти промптно ги инкорпорираат и ги рефлектираат сите релевантни и општодостапни информации, тој вели дека доколку некој економист има формула со која може да се предвиди криза на финансиските пазари една недела пред нејзиното појавување, самата формула ќе стане дел од „општо расположливите информации и цените ќе паднат една недела порано“. Оттука, според Лукас, ваквите тврдења на Мишкин, Бернанке и др., кои и самите биле инволвирани во конструирање модели и се во фокусот на главната струја на модерната макроекономија години наназад, се апсурдни и не ја одразуваат „врската меѓу реалноста на макроекономијата што ја претставуваат овие луѓе и понудената карикатура во критиките што ги застапуваат“. Во продолжение, Лукас остро го критикува инјектирањето на огромни ликвидни средства во бан-

карскиот систем на САД од страна на ФЕД и на буџетот, како одговор на кризата, со што се сакаше да се спречи намалувањето на побарувачката на домаќинствата и бизнисите, кое, фактички, е нужно во време на криза. Затоа сега кризата е надвор од контрола (Lukas, 2009). Други автори, на пример Нуриел Рубини и Стивен Михм, мислат дека денес не може да стане збор за криза на економската наука, бидејќи темите за пазарниот неуспех поврзан со неизвесноста, асиметричните информации и моралниот hazard се стандардна проблематика во економската наука. Оттука, да се игнорира она што се учи во економијата, не е криза на самата економска наука, туку проблем на економистите, кои бавно ги препознаваа „звучите на сирените за опасност“ (F&D, 2010, p. 56).

Моето мислење е дека состојбата во која се наоѓа денес економската наука не може да се идентификува со криза на економската наука во целина. Напротив, станува збор за криза на определени хипотези, теоретски концепти и сл., чии постулати не коинцидираат со фактите во реалниот економски живот, поради што, со текот на времето, ќе бидат заменети со нови или, можеби, ќе бидат надградени и приспособени на новонастанатите ситуации. Впрочем, тоа е патот на развојот на економската наука, кој, иако не е праволиниски, е евидентен и перманентен. Со други зборови, јадрото на современата макроекономија и понатаму остана здраво (Славески, 2014). Во оваа смисла, Горан Петревски со право ќе констатира: „Така, основните принципи врз кои се темели современата макроекономија и понатаму продолжуваат да важат, т.е. *нишџу еген* од нив не е отфрлен од страна на економистите како реакција на Кризата. Исто така, тешко е да се поверува дека во блиска иднина ќе добиеме *целосно нова* теорија, која би била замена за постојното јадро на макроекономијата“ (Г. Петревски, 2014, стр. 63–64).

4.3.

Што е ново во доменот на поставеноста и функционирањето на фискалната политика во посткризниот период?

Проблемот на ликвидносна стапица, кој, слично како и за време на Големата депресија, се појави и за време на Големата рецесија, придонесе експанзивната фискална политика да се реафирмира како моќен лост за справување со тешки рецесии, сместувајќи ги, истовремено, фискалните стимули во центарот на посткризните дебати во макроекономската наука. Дебатите поврзани со фискалната политика за кои говорев порано не резултираа со сосема нови или радикални идеи и затоа, според мене, тешко можат да се оквалификуваат како ново обмислување на стабилизационата фискална политика. Но, сепак, дел од тие идеи и предлози, кои одат на линија на

зголемување на ефикасноста на фискалната политика, заслужуваат да бидат посебно издвоени и потенцирани.

Прво, во новокејнзијанскиот табор економисти се зацврсти уверувањето во посткризниот период, своевременно потенцирано од самиот Кејнз, дека моќта на фискалната економија во стабилизирањето на економиите во време на остри и пролонгирани рецесии е голема, дури и далеку поголема одошто се мислеше во преткризниот период. Практично, денес расте бројот на економисти што мислат дека ефектите од фискалните шокови (во конкретниов случај од фискалните стимули) се нелинеарни, т.е. дека тие се поголеми во време на рецесии и особено дека се големи во време на длабоки рецесии. Ваквото гледиште, како што елаборирав претходно, Алмуниа го смета за конзистентно со идејата дека фискалната политика во услови на The Zero Bound Interest Rates и дисфункционален банкарски систем е еџтин извор за финансирање на потрошувачката, од аспект на товарот на долгот и од аспект на истиснувањето на приватниот сектор од сферата на инвестициите. Се разбира дека економистите од неокласична провениенција не го делат ваквото гледиште— напротив, нобеловците Лукас, Сарџент, но и други проминентни економисти (на пример, Баро) мислат дека претераното владино инволвирање во економската активност ги дерогира пазарите, дека ефикасноста на фискалните стимули е ниска, а пресметката на фискалните мултипликатори проблематична, дека со фискалните стимули и со монетарната експанзија се стимулира потрошувачката во кризни времиња, кога таа треба да опаѓа за да се стабилизираат економиите, и сл.

Второ, дел од предлозите за зголемување на ефикасноста на фискалната политика одат на линија на зголемување на фискалните стимули за слоевите од популацијата со повисока маргинална склоност кон потрошувачка (Бланшард и др.), како и за профилирање на фискалните стимули во неколку насоки: **а)** нивната големина да кореспондира со тежината на кризата; **б)** да не се дозволи нивно предвремено укинување; и **в)** нивна претежна насоченост кон инфраструктурни проекти, наместо кон „непродуктивна владина потрошувачка“.

Трето, анализата на ефикасноста на фискалната политика во посткризниот период, според моето мислење, се прошири и на страната на агрегатната понуда. Имено, за разлика од конвенционалното кејнзијанско гледиште, според кое фискалните мултипликатори од промените на владината потрошувачка се повисоки од фискалните мултипликатори поврзани со промените на даноците, истражувањата во посткризниот период потврдуваат дека, на долг рок, фискалните мултипликатори од намалување на даноците се повисоки од оние поврзани со зголемување на владината потрошувачка. Ваквиот резултат е логичен, од аспект на фактот дека ниските даноци ја зголемуваат склоноста на економските субјекти кон инвестирање, т.е. ја подобруваат бизнис-климата во земјата и, евидентно, имаат импликации и врз агрегатната понуда. Ова, особено доаѓа до израз во процесот на т.н. фискална консолидација, доколку

се избегне зголемување на даноците, а намалувањето на дефицитите и на јавниот долг се базира врз кратење на владината потрошувачка. Потстрекот кон поголемо инвестирање, во овој случај, е резултат и на промените во очекувањата на субјектите – помали буџетски дефицити во иднина, помали каматни стапки и сл.

Четврто, кога е во прашање стабилизационата функција на фискалната политика, еден суштински сегмент на преткризниот консензус се однесува на т.н. the tax smoothing principle, кој во посткризниот период дополнително се зацврсти и се аргументира со тврдењето дека, доколку владите креираат буџетски суфицит во добри времиња, можно е даночните стапки да се држат стабилни во различните фази на економскиот циклус, бидејќи „би била лоша идејата даноците да растат за време на рецесии и да се намалуваат во периоди на ‘бумови’“ (Alesina, 12 September 2012, pp. 429-430).

4.4.

Дали претстои ново обмислување на монетарната политика?

Преткризниот консензус околу монетарната политика во рамките на главната струја на модерната макроекономија се движеше околу неколку стожерни точки: **1.** во нормални услови монетарната стабилизациона политика е помоќна и покорисна од фискалната стабилизациона политика; **2.** монетарната политика треба да има една единствена цел – одржување висока ценовна стабилност, т.е. ниска инфлација; **3.** ниската и стабилна инфлација е добра за економијата; **4.** во време на тешки рецесии монетарната политика е неефикасна. Можеби токму во монетарната сфера повеќе отколку во другите може да се говори за напори за нејзино ново обмислување, особено за оние што се насочени кон зголемување на нејзината ефикасност во услови на ликвидносна стапица. Одредени промени во преткризниот консензус врзан со монетарната политика се присутни и во гореспоменатите точки 2 и 3 од преткризниот консензус. Но, да одиме по ред.

Прво, во однос на втората точка од преткризниот консензус (монетарната политика треба да има една единствена цел – одржување висока ценовна стабилност, т.е. ниска инфлација), ќе потсетам дека во текот на 70-тите и на 80-тите години на минатиот век меѓу академските економисти постоеше висок степен на согласност дека централните банки, покрај главната цел – одржување ценовна стабилност, треба да се грижат и за други цели – поддршка на економскиот раст, одржување на урамнотежен биланс на плаќање и др. Но, во текот на 90-тите години на минатиот век ваквото гледиште беше напуштено и економистите тврдеа дека централните банки треба да бидат фокусирани врз една единствена цел – одржување на ценовната стабилност

(тоа е преткризниот консензус). Актуелната криза дефинитивно го наруши ваквиот консензус и денес преовладува гледиштето дека централните банки, покрај на примарната цел (одржување на ценовна стабилност), мораат да се фокусираат и на уште две цели: грижа за стабилноста на финансиските пазари и поддршка на економската активност. Ваквиот консензус беше потенциран и на конференцијата на ММФ за макроекономските политики во време на кризи (на која присуствуваа проминентни економисти и гувернери на најголемите централни банки во светот), од страна на главниот економист на ММФ, професор Оливие Бланшард (Trpeski, Jankoski and Kondratenko, 2013, pp. 3–6). Овде е интересно да се потенцира дека претседателот на САД, Барак Обама, потпиша посебен закон со кој ФЕД добија и нова функција – да се грижат за финансиската стабилност на американската економија, т.е. функција на национален регулатор на системскиот ризик. Во оваа смисла, американската централна банка сега е овластена да реагира и да ги спречува изворите на каков и да е ризик што може да ја загрози финансиската стабилност на земјата (LeRoy Miller 2012, p. 330). На овој начин американската централна банка, *de facto*, доби двоен мандат: да се грижи за постигнување максимална вработеност и за ценовната стабилност. Порано напомав дека полугодишниот Извештај за монетарната политика на САД за 2015 година, кој новиот гувернер на САД го упати до Конгресот, се однесува на исполнување на целите на ФЕД во рамките на нивниот двоен мандат.

Второ, во однос на третата точка од преткризниот консензус дека ниската и стабилна инфлација е добра за економијата, во литературата сè повеќе се нагласува дека ниската и стабилна инфлација е добар, но не и доволен услов за нормално функционирање на економијата. Затоа, дел од макроекономистите (претходно го споменахме Бланшард) се застапуваат за повисоки стапки на инфлација за да се избегне опасноста од запаѓање на економиите во зона на каматни стапки блиски до нулата, т.е. во зона на ликвидносна стапица.

Трето, точката 4 од преткризниот консензус – во време на тешки рецесии монетарната политика е неефикасна – е предмет на сериозни дебати во посткризниот период, кои ги коментирав подетално претходно во овој труд. Додека неоекејнзијанските економисти денес се убедени повеќе од порано дека монетарната политика е неефикасна во време на тешки рецесии или депресии, постојат економисти што тврдат дека монетарната политика може да биде многу корисна дури и во услови кога номиналната каматна стапка е близу до нулата, под претпоставка дека монетарните власти ќе успеат да дејствуваат врз очекувањата, односно ќе успеат да ги превенираат дефлациските очекувања. Типичен пример е професорката Кристина Ромер, поранешен претседател на Советот на економски советници на Обама. Решение за проблематичната ефикасност на монетарната политика во време на длабоки рецесии или депресии во посткризниот период (по Големата рецесија 2007–2009) се побара во неконвенционалните мерки на монетарната политика. Претходно ги коментирав

таквите активности на ФЕД, Банката на Англија, централната банка на Јапонија и на Европската централна банка. Според моето мислење, резултатите од ваквите неконвенционални мерки на монетарните власти засега се неизвесни. Проблемот што го потенцираше своевремено Фридман (навистина, во друг контекст): „Коњот можеш да го одведеш на поило, но не можеш да го натераш да пие“, изгледа многу сериозен, а дејствувањето врз очекувањата на учесниците во економскиот живот се покажува како тврд орев. Потврда за ваквото мое мислење е и фактот што централните банки на високоразвиените земји истурија голема ликвидност уште на самиот почеток на Големата рецесија, но не успеаја да ја спречат, а инјектирањето пари во економиите продолжи со уште поголема динамика по 2008/2009 година, но и покрај сè, стапките на инфлации останаа многу ниски, т.е. се граничат со дефлација. Во литературата веќе се поставува прашањето дали факторите што ја детерминираат инфлацијата се многу покомплексни одошто се мислеше досега. Доминантно сфаќање за инфлацијата е она на нобеловецот Фридман, дека таа секогаш и насекаде, на долг рок, е монетарен феномен. Денес станува очевидно дека за време на големи кризи доаѓа до прекин на врската меѓу понудата на пари и кредитот. Централните банки ја зголемуваат понудата на пари, ја намалуваат референтната каматна стапка до нула и на тој начин на комерцијалните банки им овозможуваат пристап до евтини пари. Нивниот кредитен потенцијал расте. Тие, откако ќе ја издвојат задолжителната резерва, можат да пласираат кредити со поволни каматни стапки во економијата (за потребата на бизнисите и на домаќинствата). Сепак, поради лошите (дефлациски) очекувања луѓето одбиваат да мобилизираат кредити. Тоа е дијагнозата на проблемот поврзан со замрзнатата кредитна активност на банките, т.е. со дисфункционалниот банкарски систем. Меѓутоа, вистинско решение на проблемот засега сè уште нема на повидок.

4.5.

За нарушениот консензус околу т.н. Great Moderation

Во периодот од средината на 1980-тите години, па сè до Големата рецесија, светскиот економски развој се држеше добро, а нестабилноста, осцилациите (т.н. volatility) на стапките на движење на инфлацијата и на бруто-домашниот производ беа незначителни. Оваа релативно висока стабилност во движењето на инфлацијата и на БДП во макроекономската наука се означува со терминот Great Moderation. Меѓутоа, последнава криза го наруши консензусот околу Great Moderation, а нагласената волатилност, т.е. нагласените осцилации во движењето на двата макроекономски агрегата се вратија на голема врата, не само за време на Големата рецесија (2007–2009) туку и во посткризниот период. Професор Бернанке коментира дека редуцирањето на макроекономската нестабилност (евидентна во периодот од средината на осум-

десеттите години на минатиот век до појавата на Големата рецесија) имаше корист за економите. Имено, ниските и стабилни стапки на инфлација го подобруваат функционирањето на пазарот и се добри за бизнисите, бидејќи на учесниците во економскиот живот им го олеснуваат планирањето и ги ослободуваат од трошоците што ги предизвикува инфлацијата – посебно кога е таа неочекувана. Слично на ова, стабилните стапки на движење на бруто-домашниот производ осигуруваат и стабилност во вработеноста и ја намалуваат неизвесноста што ги погодува домаќинствата и фирмите. Кризата од 2007/2008 година значително ја намали макроекономската стабилност и отвори дискусии за ново обмислување на т.н. Great Moderation (*The Economist*, oct. 28th, 2009). Пораките на оваа дебата се значајни за владите, централните банки, т.е. за креаторите на политиките, бидејќи предупредуваат дека големите кризи не се минато за системот, односно дека не треба да се исклучат нови големи нарушувања во светската економија.

4.6.

За улогата на владата и на пазарот во алокацијата на ресурсите

Актуелната глобална криза го помести балансот на силите меѓу доминантните макроекономски школи во корист на новата кејнзијанска економија. Денес сè повеќе се афирмира гледиштето дека „пазарите не се стабилни, ефикасни и саморегуирачки“ (Stiglitz, May 2013), како и гледиштето дека Големата рецесија, во контекст на старите дискусии за релативното значење на пазарите и на државата во алокацијата на ресурсите, го помести нишалото кон државата (владата) (Blanchard 2011). Така, се засилува аргументацијата за потребата државата да се инволвира во регулацијата на пазарите и, пошироко, во регулацијата на економската активност. Еден од релативно новите аргументи што се користат за оправдување на владиното инволвирање во економската активност е т.н. **новокејнзијанска Филипсова крива**. Според новите кејнзијанци, постојат **применливи** односи меѓу инфлацијата и невработеноста, т.е. односи што се доволно предвидливи и за период кој им е доволен на креаторите на макроекономските политики да им овозможи, преку активни политики, да ја намалат невработеноста во услови на рецесија и да го приближат актуелниот до потенцијалниот БДП (LeRoy Miller 2012). Суштината на новокејнзијанската Филипсова крива се огледа во тврдењето дека проблемот не е во стабилноста, односно во нестабилноста на односите меѓу инфлацијата и невработеноста, туку во тоа дали trade-off-от меѓу инфлацијата и невработеноста е предвидлив за релативно близок временскиот период, т.е. за период што е доволен за да се почувствуваат ефектите од активните макроекономски политики. Ако се исполнети овие две претпоставки

(trade-off-от е предвидлив, а временскиот период, иако не е долг, е доволен промените во фискалната и во монетарната политика да се одразат врз големината на реалниот БДП), тогаш активните макроекономски политики се оправдани и нужни. Ова е новокејнзијанското гледање на проблемот. Но, новите класичари, во согласност со нивните општи постулати за начинот на кој функционираат економиите, остануваат на тврдењето дека економиите, на долг рок, се стремат да функционираат на својот потенцијал и дека владиното инволвирање во алокацијата (и реалокацијата) на ресурсите е штетно и опасно. Моето мислење е дека по надминувањето на последиците од Големата рецесија и дефинитивното заздравување на економиите (кое сè уште оди тешко, посебно во земјите на ЕУ), т.е. по враќањето на економиите во „нормала“, балансот меѓу пазарот и владината регулација на економската активност повторно ќе се воспостави. Имено, и покрај фактот што новокејнзијанската економија сега е во мода, не треба да се заборави дека неолиберализмот има долга традиција и дека и покрај неговото „засенување“ како последица на Големата рецесија, тој ќе опстојува и понатаму и ќе има силно влијание врз владите и врз креаторите на економските политики во современи услови. Во поткрепа на ваквото мое мислење ќе изнесам еден помалку (барем за мене) фасцинантен факт, кој говори за доминацијата на неолиберализмот во земја каква што е Франција, каде што кејнзијанската традиција има длабоки корени и, згора на тоа, често беше проследена со алтернативните пристапи во макроекономијата, вклучувајќи ги и марксистичките. Имено, во *Le Monde diplomatique* од јули 2014 година е објавен еден осврт на Лора Рем, во кој авторката говори за преовладувачките позиции на претставниците на неокласичната економска школа на француските универзитети и, пошироко, во француското општество. Неокласичарите доминираат дури и во *Conseil national des universités* – Националниот универзитетски совет, кој, инаку, одлучува за промоцијата и кариерите на професорите и научниците во Франција. Настојувајќи да ја промени ваквата состојба, француската министерка за образование во декември 2014 година предложила во рамките на Националниот универзитетски совет, покрај доминантната Секција на неокласични економисти, да се формира и Секција на економисти што им припаѓаат на другите, алтернативни, јас би кажал конкурентски макроекономски школи. Меѓутоа, реакцијата на ортодоксните неокласичари била страшна. Тие се заканиле со колективна оставка на членовите на својата секција, а против таквата одлука писмо напишал и нобеловецот по економија за 2014 година, Жан Тирол, по што министерката го повлекла својот предлог. Крајниот резултат, според авторката, е дека, ако во Франција во периодот 2000–2004 година на алтернативните економски школи им припаѓале 18,5% од новопримените универзитетски професори, денес тој процент е сведен на, сè на сè, 5%.

5 СУМИРАЊЕ НА РЕАЛНИТЕ МОЖНОСТИ И ОГРАНИЧУВАЊА НА ДИСКРЕЦИОННИТЕ ПОЛИТИКИ И НА ПРИСТАПИТЕ ЗА РЕЛАТИВИЗИРАЊЕ НА НИВНИТЕ ЛИМИТИ

Претходно подетално ги елаборирав реалните можности и основните лимити на дискреционите политики – во прв ред на експанзивната фискална и на експанзивната монетарна политика. Во овој дел на трудот повторно само ги нотираме реалните можности и реалните ограничувања на клучните политики (фискалната и монетарната), а фокусот на истражувањето е врз можните пристапи (солуции) за релативизирање на недостатоците на политиките. Мислам дека терминот „релативизирање на недостатоците“ е адекватен, бидејќи нивно комплетно отстранување, de facto, и не е можно.

ТАБЕЛА 3.2.

СУМАРЕН ПРЕГЛЕД НА ПРЕДНОСТИТЕ И НА РЕАЛНИТЕ ОГРАНИЧУВАЊА НА ЕКСПАНЗИВНАТА ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА

ПРЕДНОСТИ	ОГРАНИЧУВАЊА	МОЖНИ СОЛУЦИИ ЗА РЕЛАТИВИЗИРАЊЕ НА ОГРАНИЧУВАЊАТА
На краток рок го зголемува реалниот БДП и ја зголемува вработеноста.	Позитивните ефекти врз БДП и врз вработеноста се ограничени на краток рок.	Со акомодативна монетарна политика, ако состојбата во економијата го дозволува тоа, може да се забави динамиката на пораст на каматните стапки.
Има краток надворешен time lag.	Претставува законска материја и има долг внатрешен time lag – поради тоа таа може да стане контрапродуктивна.	Зголемување на ефикасноста на владата во сферата на дијагностицирање на фазата на економскиот циклус и промена на законската регулатива во фискалната сфера.
Има мултипликативно дејство врз БДП.	Креира структурни буџетски дефицити, висок јавен долг и го предизвикува ефектот на директно и индиректно истиснување (crowding out).	Истиснувањето не е целосно, а понекогаш со експанзивна монетарна политика, ако состојбата во економијата го дозволува тоа, crowding out ефектот може да се ублажи, па дури и да се трансформира во crowding in ефект.
Покажува висока ефикасност во услови на ликвидносна стапица.	Растот на БДП оди преку С и Г.	Адекватен фискално-монетарен микс.
Во услови на рецесија има позитивно психолошко дејство врз економските субјекти.	Го исцрпува фискалниот простор на земјата.	Креирање фискален простор во добри времиња (за време на експанзија).
	Политички е детерминирана.	Зголемување на транспарентноста на владата во фискалната сфера.
	Води до неконзистентност на политиката и го намалува кредитбилитетот на Владата (Министерството за финансии).	Фискална политика заснована врз долгорочни правила наспроти дискреции.

Слабоста на фискалната политика поврзана со нејзиното позитивно дејство врз аутпутот само на краток рок произлегува од фактот што порастот на БДП и на вработеноста подоцна нужно водат до пораст на побарувачката за пари, а со тоа и до пораст на каматната стапка. Бидејќи инвестициите се негативно корелирани со каматната стапка, позитивните ефекти на експанзивната фискална политика врз порастот на БДП и на вработеноста исчезнуваат уште на среден рок¹⁹. Ублажувањето на овој лимит на фискалната политика е можно само во комбинација со монетарната политика – доколку состојбата во економијата овозможува фискалната политика, краткорочно, да биде надополнета и со полагава монетарна политика, намалувањето на каматните стапки може да се пролонгира барем донекаде.

Избегнувањето на контрапродуктивноста на дискреционата политика (во овој случај на експанзивната фискална политика) може донекаде да се релативизира доколку владата покаже способност за брзо дијагностицирање на состојбата на економијата (не само на фазата на економскиот циклус туку и подетално; на пример, ако се работи за рецесија, дали е достигнато дното на опаѓање на економската активност и сл.) и за брза промена на законите од областа на фискалната сфера. Дури и да се постигне тоа, работите можат да се пролонгираат во парламентот, кој ги донесува дефинитивните одлуки за промена на законите.

Според некои автори, релативизирањето на crowding out ефектот (овде, пред сè, се мисли на индиректниот crowding out ефект) е можен во комбинација со монетарната политика, т.е. во услови кога фискалната експанзија е проследена и со зголемена понуда на пари, или во услови кога расте интересот за вложување на владини обврзници кај странските инвеститори – тогаш приливот на странски капитал може да го компензира зголемувањето на каматните стапки. Во зависност од степенот на експанзивност на монетарната политика и зголемениот интерес на странските инвеститори за купување на владини обврзници, можно е crowding out ефектот да се трансформира во crowding in ефект.

Слично како и претходно, промените на структурата на БДП можат донекаде да се поместат во саканата насока само преку адекватен фискално-монетарен микс, т.е. преку добра координација на клучните политики.

Перманентните структурни буџетски дефицити во време на рецесија и брзата динамика на раст на јавниот долг го исцрпува фискалниот простор и ги онеспособува креаторите на политиките успешно да дејствуваат во услови на пролонгирање на рецесијата или, пак, во услови на појава на нова рецесија. Релативизирањето на про-

¹⁹ Овде не треба да се превиди фактот дека, на долг рок, фискалната политика има значајни импликации и на страната на агрегатната понуда, бидејќи дејствува врз поттиците на економските субјекти за работа и инвестирање – при намалување на даночниот товар, ефектите врз мотивот за работа и инвестирање, во основа, се позитивни, а рационализирањето на програмите на јавната потрошувачка може да ја подобри инвестициската клима на земјата преку промени во очекувањата.

блемот е можно со создавање доволен фискален простор во услови на експанзија на економската активност, јас би рекол, според принципот „бели пари за црни денови“.

Неконзистентноста на политиките низ времето е сериозен проблем на дискреционите фискални политики, со значајни негативни импликации врз кредибилитетот на институциите што ги спроведуваат (Министерството за финансии и централната банка). Релативизирање на проблемот е можно доколку политиките се фундирани врз правила, наместо врз дискреции.

ТАБЕЛА 3.3.

СУМАРЕН ПРЕГЛЕД НА ПРЕДНОСТИТЕ И НА РЕАЛНИТЕ ОГРАНИЧУВАЊА НА ЕКСПАНЗИВНАТА МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА

ПРЕДНОСТИ	ОГРАНИЧУВАЊА	МОЖНИ СОЛУЦИИ ЗА РЕЛАТИВИЗИРАЊЕ НА ОГРАНИЧУВАЊАТА
На краток рок го зголемува реалниот БДП и ја зголемува вработеноста.	На долг рок води до инфлација.	Неопходни се нови и покомплексни истражувања за детерминантите на инфлацијата
Има краток внатрешен time lag.	Има долг надворешен time lag.	
Во благи рецесии се покажува како фин механизам за регулација и стабилизација на економијата.	Проблематична ефикасност за време на остри рецесии и депресии, т.е. во состојба на ликвидносна стапица (ZLB).	Превенција на дефлациските очекувања преку Regime Shift и примена на други неконвенционални мерки.
Политички е недетерминирана.	Проблемот се усложнува ако централната банка нема доволна независност.	Зајакнување на независноста на централната банка.
Растот на БДП оди преку I и (X-M).		

Евидентно, најзначајниот лимит на експанзивната монетарна политика е нејзината проблематична ефикасност во време на длабоки рецесии и депресии. Со оглед на фактот што проблемите кои ги носи состојбата на ZLB се вонредно тешки и сериозни (се сведуваат на она што Кругман го нарекува „економии на депресија“), како и со оглед на фактот што феноменот на ликвидносна стапица се појави и за време на Големата депресија и за време на Големата рецесија, логично е што ова прашање се врати во центарот на дебатите во модерната макроекономија во пост-кризниот период. На новите идеи и дебати во врска со овој проблем претходно им обрнав посебно внимание. Засага, релативизирање на проблемот се бара во преземањето неконвенционални мерки за зголемување на ефикасноста на монетарната политика во услови на ликвидносна стапица – од страна на ФЕД, во рамките на нејзиниот двоен мандат, од страна на Банката на Англија, од страна на јапонската централна банка и од страна на Европската централна банка. Мерките, главно, се сведуваат на објавување на долгорочната патека на референтната каматна стапка,

при што таа се врзува и за конкретни таргети (движењето на стапката на невработеност и на стапката на инфлација), т.е. за продолжување на стимулирањето на економиите преку квантитативни олеснувања сè додека не се остварат зацртаните цели на монетарната политика. Идеите на некои водечки светски економисти за надминување на проблемот, т.е. на епизодите на ZLB, тешко можат да се означат како нови и оригинални.

4

Глава

УЛОГАТА НА ФИСКАЛНАТА И НА МОНЕТАРНАТА ПОЛИТИКА ВО СТАБИЛИЗАЦИЈАТА НА МАКЕДОНСКАТА ЕКОНОМИЈА

1 ОПШТИ СОГЛЕДУВАЊА

Република Македонија го започна процесот на транзиција во нагласено тешки и комплексни услови. Од поранешната југословенска федерација земјата наследи крајно неповолни макроекономски перформанси (Transition report update, European Bank, may 2002):

- просечната стапка на инфлација на годишно ниво во 1992 година изнесуваше 1664%;
- стапката на невработеност уште во почетокот на 1980-тите години надмина 20%, а во раните транзициски години се доближуваше до 30%;
- релативно висок внатрешен и надворешен долг: внатрешниот долг, главно креиран од т.н. „замрзнати девизни штедни влогови на граѓаните“, надминуваше 1,5 милијарди германски марки, а надворешнофинансискиот долг изнесуваше 1,1 милијарда американски долари;
- фискалниот дефицит на земјата во 1993 година изнесуваше 13,4%;
- кризата на југословенскиот економски систем услови стагнантни стапки на економски раст во текот на 1980-тите години, а непосредно по отворањето на процесот на транзиција (под дејство на т.н. „транзициски шок“) стапките на раст навлегоа длабоко во зоната на негативни вредности и останаа негативни сè до 1995 година. Практично, во периодот 1990–1995 година, кумулативно гледано, Македонија изгуби една третина од својот бруто-домашен производ.

ТАБЕЛА 4.1.
НЕКОИ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ВО ПЕРИОДОТ 1990–1995 ГОДИНА

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
РЕАЛЕН ПОРАСТ НА БДП, ВО %	-9,9	-7,0	-8,0	-7,5	-1,8	-1,1
СТАПКИ НА ИНФЛАЦИЈА – ПРОСЕК НА КУМУЛАТИВНА ОСНОВА, ВО %	608,4	114,9	1664,4	349,8	121,8	15,9
БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ – ЦЕНТРАЛЕН БУЏЕТ И ФОНДОВИ	-	-4,5	-9,8	-13,4	-2,9	-1,2
СТАПКА НА НЕВРАБОТЕНОСТ, ВО %	-	-	-	27,7	30,0	35,6

Извор: EBRD -Transition report 2002; НБРМ

Згора на тоа, земјата перманентно страдеше од негативни екстерни шокови, детерминирани од распадот на заедничкиот југословенски пазар и проблемите со непризнавањето на нејзиниот меѓународен субјективитет. Во тој контекст, штетите од двете ембарга особено силно ја погодија крвката македонска економија, а подоцна на тоа се надоврзаа и штетите од косовската бегалска криза

И покрај тешките услови, Република Македонија го отвори процесот на транзицијата и тој, од аспект на клучните реформи, и посебно од аспект на нивниот *временски редослед*, се одвиваше според сознанијата и препораките на видни економисти: макроекономска стабилизација; либерализација на цените и надворешната трговија; приватизација – реструктурирање на претпријатијата, итн. (Balcerowicz 1994, p. 47–59). Притоа, макроекономската стабилизација во потесна смисла (справување со високата инфлација), редоследно гледано, беше првата и основна задача на реформскиот процес во сите земји во транзиција.

2 СТАБИЛИЗАЦИОНАТА ФУНКЦИЈА НА МОНЕТАРНАТА И НА ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА ВО ПРВАТА ДЕКАДА НА ТРАНЗИЦИЈАТА (1990–2000)

2.1.

Периодот 1990–1995 - стратегија на монетарно таргетирање и справување со високата инфлација

Република Македонија ја наследи високата инфлација уште од претходниот економски и политички систем. Имено, СФРЈ во втората половина на осумдесеттите години на минатиот век се соочи со трицифрена инфлација, која надминуваше 270%. Половина година по стекнувањето на независноста, Република Македонија ја прогласи својата монетарна независност, кога земјата бележеше високи негативни стапки на движење на БДП, растечка невработеност, високи буџетски дефицити и енормно висока инфлација (хиперинфлација). Инфлацијата во раните транзициски години, како што се гледа од претходната табела, остана вонредно висока, а својата кулминација ја достигна во 1992 год. (1664,4%). Хиперинфлацијата се закануваше со тотално руинирање на монетарниот систем на земјата. Затоа, нејзиното елиминирање беше првата и основна задача на креаторите на политиките. Од аспект на видовите

на имплементирани монетарни стратегии за постигнување на ценовна стабилност (најчесто применувани се: стратегијата на монетарно таргетирање, стратегијата на таргетирање на девизниот курс и стратегијата на таргетирање на инфлацијата), во Република Македонија се разликуваат две фази:

- **прва фаза (1992–1995)**, кога беше применета *свршиштитија на монетарно таргетирање*; и
- **втора фаза (од 1995 наваму)**, кога беше применета *свршиштитија на таргетирање на девизниот курс*.

Теоретските основи на стратегијата на монетарно таргетирање и нејзината практична примена во одделни земји

Стратегијата на монетарно таргетирање ја влече својата теоретска основа од Фридмановото правило за стабилна и константна стапка на пораст на понудата на пари (на монетарната маса). Фридман го афирмираше тврдењето дека инфлацијата на долг рок секогаш и насекаде е монетарен феномен. „Тврдиот“ монетаризам отиде и чекор напред, потенцирајќи дека „парите се најважни“. Поаѓајќи од ваквите погледи и сфаќања, Фридман *осиро се свроштивсшави на водењето дискрециона монетарна полиитика* од страна на централната банка. Тој бараше централните банки да утврдат *ниска и константинна, фиксна свшайка на пораст на монетарната маса*. Притоа, *ниската стапка на пораст на монетарната маса ќе осигури одржување на ниска стапка на инфлација на долг рок. Константинната фиксна свшайка на пораст на монетарната маса ќе ги свречи посериозните циклични нарушувања, кои предизвикуваат силни скокови или падови на цените*.

Доколку се утврди ниска и константна стапка на пораст на количината на пари во оптек, според монетаристите, ќе се спречи токму монетарните фактори да бидат причина за големи циклични нарушувања. Според монетаристите, постои уште еден значаен аргумент за одржување на константна стапка на пораст на понудата на пари. Имено, кога се јавуваат циклични нарушувања во економската активност, можни се и промени во брзината на оптекот на парите. Но, ако се воведат константна стапка на пораст на понудата на пари, речиси исчезнува можноста за позначајни циклични нарушувања. Според тоа, „...без циклични флукуации во масата на пари и во инфлацијата, не би имало причини за циклични флукуации во брзината на оптекот на парите“ (DeLong 2000, p. 89).

Кај стратегијата на монетарно таргетирање централната банка соопштува таргет, односно ја соопштува годишната стапка на пораст на монетарните агрегати (на

пример, M1 ќе расте 5% годишно, а M2 6% годишно) и се придржува на соопштените таргети за да одржи ниска стапка на инфлација. Оваа стратегија во текот на 1970-тите години, со помал или поголем успех, беше применета во голем број високоразвиени земји: Германија, Швајцарија, Канада, Велика Британија, Јапонија, САД и др. (види пошироко кај Mishkin 2007).

Во САД стратегијата на монетарно таргетирање беше навестена во 1970 година, кога на чело на ФЕД (Американската централна банка) дојде Артур Брнс, но соопштените таргети за монетарниот раст ретко се исполнуваа. Слично беше и за време на Пол Волкер, по 1979 година, кога во годините 1979–1982 ФЕД не ги постигнаа соопштените таргети за растот на агрегатот M1. Причина за тоа беше нарушената стабилност на движењето на монетарниот агрегат M1 во економијата на САД во периодот по 1980 година.

Централните банки на Канада и на Велика Британија поминаа низ слично искуство со монетарното таргетирање, поради што и тие ја напуштија оваа стратегија, потенцирајќи дека таргетирањето на порастот на монетарните агрегати не е добар водач на монетарната политика. Во оваа смисла гувернерот на централната Банка на Канада изјавил: „Ние не ги напуштивме монетарните агрегати, тие не напуштија нас“ (Mishkin 2007, pp. 399).

Германија и Швајцарија, пак, во текот на 1970-тите години бележат далеку подобри резултати во примената на монетарното таргетирање. Германија не применуваше Фридманов тип на монетарно таргетирање. Таму Бундесбанк дозволуваше монетарните агрегати да растат над утврдените таргети во период од две до три години, а потоа се враќаше назад кон утврдените таргети. Монетарното таргетирање во Германија повеќе се користеше како метод на комуникација со основната цел на монетарната политика – ниска инфлација на долг рок, но и на другите цели (големината на аут-путот, на пример), а помалку како стриктно придржување на утврдените таргети. Со други зборови, стратегијата беше нагласено флексибилно поставена. Инаку, предност на монетарното таргетирање е тоа што се работи за јасна, едноставна и разбирлива стратегија. Таа во Германија имаше задача да испорача јасни сигнали до јавноста (економските субјекти) дека централната банка на долг рок ќе задржи курс на ниска инфлација. Оттука, според професор Мишкин, постојат два резони што го објаснуваат успехот на монетарното таргетирање во Германија, и покрај фактот што централната банка често не ги реализираше утврдените стапки на пораст на монетарните агрегати: прво, режимот на монетарно таргетирање беше сосредоточен на постигнување ниска инфлација на долг рок и, второ, режимот овозможуваше транспарентност, т.е. ефикасно комуницирање со економските субјекти, што е битно за кредибилитетот на централната банка (Mishkin 2007, p. 401).

Европската централна банка (ЕЦБ) применува хибридна стратегија, која едно-временно содржи елементи и на монетарно таргетирање, а од 2003 година утврдува

и референтна вредност за М3 агрегатот и елементи на таргетирање на инфлацијата – инфлација до 2%.

Очевидно, „монетарното таргетирање практикувано за време на оваа декада беше сосема различно од Фридмановата сугестија дека избраниот монетарен агрегат ќе биде таргетиран со константна стапка на раст. Во стварноста во сите овие земји централните банки никогаш не се придржуваа толку стриктно на овие железни правила на монетарниот раст. Во некои од овие земји монетарното таргетирање не беше многу сериозно следено“ (Mishkin 2007, p. 398).

Примена на стратегијата на монетарно таргетирање во Република Македонија

Стратегијата на монетарно таргетирање во Република Македонија се применуваше во периодот 1992–1995 година, т.е. од монетарното осамостојување на земјата, во април 1992 година, до крајот на 1995 година. Народната банка на Република Македонија во почетокот главно се концентрираше на контрола на монетарниот агрегат М1, кој беше утврден како интермедијарен таргет, бидејќи покажува највисока корелација со движењето на цените, т.е. со инфлацијата, иако, барем донекаде, беа контролирани и нето-домашната актива на банките и порастот на кредитите на комерцијалните банки.

Во 1992 година, за време на експертската влада на академик Никола Кљусев, беше донесена првата антиинфлациска програма. Програмата беше типично хетеродоксна, т.е. предвидуваше соборување на енормната инфлација преку:

- спроведување остри монетарни и фискални рестрикции;
- спроведување политика на доход т.е. замрзнување на платите на претпријатијата со степен на приватизација помал од 50%;
- замрзнување на цените на средствата за потрошувачка од витално значење за животниот стандард на граѓаните (брашно, леб, масло, комунални услуги), како и на цените на енергенсите – нафтата и нафтените деривати и електричната енергија.

Програмата предвидуваше и фиксирање на курсот на денарот во однос на германската марка (360 тогашни денари за 1 германска марка). Оваа мерка беше профилирана на три месеци поради непостоењето девизни резерви – девизните резерви се проценуваа на околу 18–20 милиони американски долари. Инаку, ваквата мерка, во основа, е неконзистентна со стратегијата на монетарно таргетирање (ова претпоставува постоење флексибилен девизен курс), бидејќи централната банка кај овој тип стратегија се концентрира на таргетирање на понудата на пари, а не и на одр-

жување на девизниот курс на стабилно, т.е. на фиксно ниво. Претпоставувам дека креаторите на програмата беа свесни за неодржливоста на ваквата комбинација, но сепак, се одлучија за таквата солуција за да ги превенираат високите инфлациски очекувања, кои се редовно присутни во услови на хиперинфлација.

Интересно е дека стабилизационата програма во почетокот испорача брзи ефекти како резултат на значајното намалување на понудата на пари – растот на монетарниот агрегат М1 се намали од 73% во април, на околу 14% во мај и на 6,7% во јуни. Тоа ја намали динамиката на пораст на инфлацијата на месечно ниво. Но, за жал, ваквите монетарни рестрикции траеја само два месеца, а потоа монетарниот раст повторно продолжи да се зголемува со двоцифрени стапки. Згора на тоа, фискалната политика остана крајно експанзивна. Имено, 1992 година заврши со буџетскиот дефицит од 9,8%, а една година подоцна тој достигна дури 13,4%. Во такви услови политиката на дезинфлација однапред е осудена на неуспех. Поинаку кажано, острите монетарни рестрикции не се во можност да ја зауздаат инфлацијата, доколку монетарната политика не биде проследена со силна фискална дисциплина. Ваквото тврдење, како што покажавме во теоретскиот дел на трудот, е во согласност со теоријата за фискална доминација. Иако уште во 1992 година законски беше ограничена можноста за финансирање на буџетските дефицити преку позајмување од страна на НБРМ, во практика јавните расходи, во еден свој дел, фактички се финансираа од страна на монетарниот систем: „Имено, поради недоволните сопствени приходи, буџетските корисници најчесто не добиваа доволно средства од буџетот, така што тие беа принудени да земаат кредити од деловните банки. На тој начин, јавните расходи индиректно се финансираа преку монетарниот систем и тоа беше една од основните причини за високиот монетарен растеж. Истовремено, ваквиот систем на финансирање на буџетската потрошувачка претставуваше ефективен механизам за заобиколување на законското ограничување во поглед на монетарното финансирање на јавните расходи“ (Г. Петревски, 2005, стр. 228). Така, првата антиинфлациска програма доживеа целосен неуспех. Просечната годишна стапка на инфлација во 1992 година надмина 1660%, а мерена на декемвриска основа се доближи до застрашувачко ниво од речиси 2000%. Ваквиот развој на настаните ги исплаши креаторите на економските политики, поради што во 1993 и 1994 година продолжија дезинфлациските напори, т.е. фискалните и монетарните рестрикции. Буџетскиот дефицит на крајот на 1994 година беше сведен на 2,9%. Понатаму, во 1993 година монетарниот раст, мерен преку М1, беше трипати помал во однос на 1992 година. Тоа доведе до значајно намалување на стапката на инфлација (на околу 230% на декемвриска основа), но тоа сè уште не можеше да се означи како успешно завршена дезинфлациска политика (сведување на инфлацијата во нормални рамки – на едноцифрен износ). Фактички, вистинскиот пресврт во политиката на дезинфлација се случи во 1994 година, кога Македонија, во соработка со ММФ,

почна да спроведува храбра дезинфлациска програма (пристапот повторно беше хетеродоксен). Фискалните и монетарните рестрикции, кои поради аранжманот со ММФ мораа доследно да се применуваат, ја сведоа просечната годишна стапка на инфлација на 15,2%, а веќе следната година таа достигна едноцифрен износ (види ги показателите во табелата бр. 4.1.). Без оглед на неуспехот на првата антиинфлациска програма²⁰, факт е дека Македонија во периодот 1993–1995 година реализираше силен антиинфлациски напор, кој, навистина, имаше висока социјална цена (стапките на раст на БДП беа негативни, а невработеноста манифестираше тенденција на пораст), но кој, истовремено, беше и нужен заради сведување на инфлацијата на едноцифрен износ.

2.2.

Периодот 1995–2000, таргетирање на девизниот курс – задржување на високата ценовна стабилност

Примената на стратегијата на таргетирање на девизниот курс формално започна во октомври 1995 година, откако инфлацијата беше сведена на едноцифрен износ. Кај овој вид стратегија на монетарната политика, вредноста на домашната парична единица се врзува за некоја традиционално стабилна валута – во случајот на Република Македонија за германската марка, а подоцна за еврото. На овој начин девизниот курс станува основно монетарно сидро во контролирањето на инфлацијата. Суштински гледано, врзувањето на домашната валута за германската марка е јасен сигнал дека монетарните власти настојуваат да го увезат кредибилитетот на монетарната политика од земјата со традиционално стабилна валута (Германија). Поинаку кажано, врзувањето на девизниот курс за германската марка значи дека домашната понуда на пари се врзува за понудата на пари на централната банка (Бундесбанката) на земјата-сидро за да се осигури цврста контрола на инфлацијата. Со тоа, *de facto*, НБРМ се откажа од водење автономна монетарна политика, т.е. ја подреди својата монетарна политика на монетарната политика на Бундесбанката. Преку ваквата стратегија нашата централна банка се обврза да го брани фиксниот девизен курс со сите расположливи средства, односно по секоја цена.

²⁰ Еден од основните теоретски аргументи кој се обидува да објасни зошто политиката на монетарно таргетирање во раните фази на транзиција често не ги дава очекуваните резултати е нестабилната и тешко предвидлива побарувачка на пари. Овој фактор имаше свое неспорно дејство врз неуспехот на првата антиинфлациска програма, но во тој правец дејствуваа и други фактори: техничките проблеми со кои се соочуваат централните банки при контролирањето на паричната маса, слабата финансиска интермедијација, нискиот коефициент на монетизација и сл., но и отсуството на политичка волја да се истрае при спроведувањето на политиката на дезинфлација (види пошироко: Г. Петревски, 2005, стр. 224–237).

Откако се изврши преминот од монетарно таргетирање кон таргетирање на девизниот курс, Владата и централната банка, во соработка со ММФ, продолжија да имплементираат монетарни и фискални рестрикции (Билтен на МФ, бр. 7–8, 2003 год.). Централната банка, иако немаше обврска да ги почитува планираните монетарни агрегати, сепак, го правеше тоа преку заострување на рестриktivноста на монетарната политика со примена на административни мерки – контрола и ограничување на кредитниот потенцијал, т.е. на кредитната експанзија на комерцијалните банки. Ова само потврдува дека осигурувањето на ниска инфлација не е можно без осигурување и на низок монетарен раст. Од друга страна, во периодот по 1995 година се водеше и рестриktivна фискална политика: буџетските дефицити се одржуваа на вонредно ниско ниво (со мали исклучоци во конфликтните 2001 и 2002 година). Згора на тоа, фискалната политика во периодот 1996–1998 година на монетарната политика ѝ испорачуваше и директна поддршка преку трансферирање високи износи (депозити) на сметката на централната банка – од 600 милиони денари до 1,4 милијарди денари во одделни години. Со ова дополнително се заоструваше рестриktivноста на фискалната политика. Фискалните рестрикции, исто така, беа нужни и оправдани во овој период, бидејќи фискалната дисциплина е битна претпоставка за одржување на фиксен девизен курс. Сето ова покажува зошто стапката на инфлација во македонската економија остана ниска и во периодот по 1995 година – ако дезинфлацијата, т.е. соборувањето на иницијалната инфлација (фактички хиперинфлација) во текот на 1993–1995 на ниско ниво можеше да ѝ се припише на стратегијата на монетарно таргетирање, одржувањето на високата ценовна стабилност (ниска инфлација) во периодот по 1995 година, до денешни дни, во значајна мера може да ѝ се припише како заслуга на стратегијата на таргетирање на девизниот курс, но и на релативно добрата координација на клучните политики – монетарната и фискалната.

Овде ќе напомам дека нашата стратегија на таргетирање на девизниот курс се карактеризира со одредени специфичности, кои обично не се среќаваат кај другите земји што ја примениле оваа стратегија (пошироко: Г. Петревски, 2005). **Прво**, оваа стратегија, по правило, ја применуваат земји што се соочиле со вонредно висока и неконтролирана инфлација, како ефикасен пристап за дезинфлација, односно за сведување на инфлацијата во нормални рамки (на едноцифрен износ). Затоа, таа е профилирана на релативно краток временски период – максимум до една година, додека не се постигне саканата цел. Меѓутоа, Македонија дезинфлацијата ја постигна во претходниот период (1993–1995 година), во рамките на стратегијата на монетарно таргетирање. **Второ**, ваквата стратегија во Македонија се применува невообичаено долг временски период – до денешни дни. **Трето**, земјите што ја применуваат оваа стратегија како постојана, т.е. редовна стратегија за водење на монетарната политика, обично дозволуваат одредена флексибилност на девизниот курс, односно негово флукутирање во одреден интервал над и под рамнотежното ниво (да кажеме плус/

минус 5% или 7%), што не беше случај со Македонија. Нашата централна банка го брани врзаниот девизен курс, како што обично се вели, „со сите расположливи средства“. Во практика тоа најчесто се врши преку интервенција на девизниот пазар со користење на девизните резерви на земјата – НБРМ ја зголемува понудата на евра секогаш кога доаѓа до тенденција на депрецијација на курсот на денарот, односно откупува евра во услови на апрецијација на курсот на денарот. Затоа, редовно се нагласува дека Македонија има, *de facto*, фиксен девизен курс.

Стратегијата на таргетирање на девизниот курс има свои силни и слаби страни, што, во основа, се потврдува и на примерот на Република Македонија. (Трпески, 2004). Добрите страни на оваа стратегија, главно, се сведуваат на следново: врзувањето на вредноста на домашната парична единица за некоја традиционално стабилна валута (германската марка, т.е. еврото) овозможува увоз на кредитилитетот на монетарната политика на земјата-сидро; стратегијата воспоставува јасна корелација меѓу порастот на понудата на пари во националната економија и во земјата-сидро, т.е. осигурува контрола на монетарниот раст како основна претпоставка за висока ценовна стабилност; стратегијата овозможува дисциплинирање на централната банка, во смисла на бранење на фиксниот девизен курс, но и на владата (министерствата), во смисла на осигурување на неопходната буџетска дисциплина. Но, оваа стратегија манифестира и низа слабости: земјата се откажува од водење автономна монетарна политика, поради што евентуалните шокови од монетарна или реална природа внатре, во домашната економија, не можат да се релативизираат/неутрализираат преку монетарната политика и, главно, паѓаат на товар на секторот на претпријатијата; истото се однесува и на шоките што, евентуално, би се јавиле во земјата-сидро и кои нужно се пренесуваат и на домашната економија; доколку се обидеме да ги конкретизираме споменатите недостатоци на фиксниот режим на девизниот курс, значајно е посебно да се нагласат следниве два негативни ефекта: **а)** фиксниот девизен курс испорачува високи реални каматни стапки со сите негативни последици врз компонентите на агрегатната побарувачка чувствителни на висината на каматната стапка (пред сè, инвестициите на секторот на претпријатијата) и врз агрегатната понуда, т.е. долгорочниот економски раст. Со други зборови, со стратегијата на таргетирање на девизниот курс „...се постигнува апсолутна стабилност на девизниот курс за сметка на висока варијабилност на нивото на каматните стапки и инвестициите на приватниот сектор, производството и вработеноста“ (Бишев, 2004, стр. 79); **б)** долгата употреба на стратегијата на таргетирање на девизниот курс ја отвора тенденцијата на апрецијација на вредноста на домашната парична единица со сите негативни последици врз платниот биланс на земјата – поскапување на извозот, поевтинување на увозот и продлабочување на трговскиот дефицит на земјата.

Нотираните проблеми, кои ги испорачува стратегијата на таргетирање на девизниот курс, иницираа дебата сред научната и стручната јавност на Република

Македонија во периодот по 1999 година за потребата од воведување на ограничена флексибилност на девизниот курс, главно во интервал од плус/минус 5% до 7% од утврдениот паритет (Петковски, 1999; Фити 1999) или од евентуална замена на постојниот режим на монетарната политика со друг (таргетирање на инфлацијата – Трпески, 2004). Во тоа време дури доаѓаа и сигнали од експертите на ММФ дека тие можат да дадат неопходна советодавна и техничка помош, доколку креаторите на политиките во Македонија се одлучат за воведување ограничена флексибилност на девизниот курс. Меѓутоа, како што е познато, Македонија го задржа режимот на *de facto* фиксен девизен курс до денешни дни. За ваквата определба, според мое мислење, придонесоа неколку фактори: кризните состојби со кои се соочуваше земјата (бегалската криза и внатрешниот конфликт како фактори од некономска природа и фискалниот шок, т.е. нагло намалување на буџетскиот дефицит во периодот 2003/2004 година), по што се афирмираше тезата дека во кризни ситуации не смее да се чепка постојниот режим на девизен курс; анализите на централната банка, кои потврдуваа дека фиксниот курс е добра солуција за мала и отворена земја, како и тврдењето, особено афирмирано од претставниците на реалните бизнис-циклуси – нобеловците Кидланд и Прескот, дека е клучно здравјето и кредибилитетот на макроекономските институции, а не самиот режим на девизниот курс.

2.3.

Периодот 2000–2007 година

Во 2000 и во 2001 година стапките на инфлација (просек на кумулативна основа) беа повисоки и изнесуваа 5,8 и 5,5%, соодветно за секоја од годините. Во 2001 година дојде и до значително зголемување на буџетскиот дефицит (салдо на централниот буџет и фондовите) – на нивото од околу 6%, што, во основа, беше детерминирано од внатрешниот конфликт во земјата и зголемените буџетски алокации во министерствата за одбрана и за внатрешни работи. Буџетскиот дефицит остана висок и во 2002 година (5,2%). Во вакви услови централната банка, преку остри монетарни рестрикции, т.е. високи каматни стапки, мораше да ја спасува стабилноста на денарот. Имено, каматните стапки останаа високи, на двоцифрено ниво, сè до 2003 година, што имаше вонредно негативен ефект врз инвестициската активност на приватниот сектор – секторот на претпријатијата.

По 2002 година следуваше период на фискална консолидација. Буџетскиот дефицит беше нагло намален од 5,2% во 2002 на 1% во 2003 година. Во 2004 година буџетското салдо изнесуваше нула (0), т.е. земјата оствари урамнотежен буџет. Стапките на инфлација во 2002 и во 2003 година останаа многу ниски, а 2004 година Македонија ја заврши со дефлација (просек -0,4%). Суштински гледано, мислам

дека ваквата реакција на фискалната политика, проследена и со паралелни монетарни рестрикции, може да се оцени како *типично негатаивен шок на страната на агрегативната побарувачка*. Оваа констатација, според моето мислење, е валидна и покрај фактот што во овој период примарниот и структурниот буџетски дефицит беа урамнотезени, што лажно може да индицира неутрално дејство на фискалната политика врз стабилизацијата на економската активност. Но, нагло то намалување на буџетскиот дефицит резултираше со ниски стапки на раст на БДП – стапката на раст во 2002 година изнесуваше само 1,5% и 2,2% во 2003 година, со значаен пораст на стапката на невработеност – од 30,5% во 2001 година на близу 32% во 2002 година, и дури 36,7% во 2003 година.

Во продолжение ќе потенцирам дека одржувањето на фиксниот девизен курс по секоја цена, кој, во рамките на аранжманите со ММФ, претпоставуваше и задолжителен таргет за зголемување на девизните резерви, придонесуваше за пораст на каматните стапки на благајничките записи на централната банка. Тоа е една од причините за вонредно високите реални каматни стапки во македонската економија. Практично, благајничките записи на централната банка се користат како *инструменти за апсорбирање на вишокот на ликвидноста од банкарскиот сектор и заштитата на курсот на денарот*. „Во услови на структурен вишок на денарска ликвидност во банкарскиот сектор, недоволно развиен и плиток финансиски пазар и недоволно диверзифицирано портфолио на хартии од вредност, 28 – дневните хартии од вредност на НБРМ (благајничките записи) претставуваат основен инструмент за управување со ликвидноста“ (НБРМ 2006, стр. 75). Преку овој инструмент се извлекува значајни количини пари, особено во периодот од 2001 до 2005 година, кога референтната номинална каматна стапка на НБРМ беше висока. Во една студија за каматните стапки и влијанието врз врзаноста на валутата на Emerging Markets Group (ноември 2004), се констатира дека во периодот август 2003 – октомври 2004 година, НБРМ, на месечна основа, апсорбирала од 3,9 до 7,5 милијарди денари (од 62 до 124 милиони евра) вишок на ликвидност од банкарскиот сектор, што претставува 5,5% до 10,9% од вкупните расположливи средства за кредитирање (Emerging Markets Group 2004, р. 8). Апсорпцијата на толку големи средства не ќе беше можна доколку каматните стапки на благајничките записи не се одржуваа на високо ниво. Од друга страна, токму каматната стапка на благајничките записи со рок на достасување од 28 дена е референтна стапка во сетот („кошничката“) каматни стапки на НБРМ. Овој факт потврдува дека внатрешниот јавен долг креиран преку благајничките записи (тие во 2005 година сочинуваа речиси 16% од вкупниот внатрешен јавен долг) до 2006 година имаше значајно влијание врз одржувањето на каматните стапки на високо ниво, предизвикувајќи, на тој начин, директен и индиректен crowding out ефект: директен преку редуцирање на расположливите ресурси за инвестиции на приватниот сектор и индиректен како резултат на порастот на реалните каматни стапки. Се разбира,

овде не мислам дека, доколку не постоеше овој инструмент на централната банка, целиот вишок на ликвидни средства од банките ќе беше насочен во форма на кредити кон секторот на претпријатијата, односно дека ефектот на истиснување преку благајничките записи беше целосен (еднаков) на износот на средствата врзани во благајнички записи. Таквото тврдење е нереално, бидејќи прашање е колкав дел од овие средства секторот на претпријатијата, преку задолжување кај банките, de facto ќе ги трансформираше во инвестициска потрошувачка, во услови кога голем дел од претпријатијата не располагаа со добро осмислени и профитабилни инвестициски проекти. Но, во секој случај, како што потврдува и практиката во други земји, тешко може да се оспори т.н. делумен crowding out ефект врз основа на благајничките записи. Ова дотолку повеќе што факторите кои можат да дејствуваат врз намалувањето на crowding out ефектот, или дури дејствуваат во правец на негово трансформирање во crowding in ефект, едноставно, во случајот на Македонија не беа присутни. Овде треба да се има предвид и фактот дека, почнувајќи од 2004 година, во Македонија се вовеле и практика на финансирање на буџетските дефицити од домашни извори – преку емисија на државни записи (на Министерството за финансии). „Согледувајќи ја потребата за развој на финансискиот пазар, Владата во 2003 година усвои стратегија за развој на пазарот на државни хартии од вредност. Донесувањето на стратегијата претставуваше основа за отпочнување со емисија на континуирани државни хартии од вредност. Како резултат на скоро едногодишна подготовка, Министерството за финансии во јануари 2004 година успешно започна со првата емисија на континуирани државни хартии од вредност (тримесечни државни записи). Поради задоволителната побарувачка и резултатите од аукциите на тримесечните државни записи во 2004 година, Министерството за финансии одлучи во ноември истата година да вовеле и 6-месечни државни записи. Во 2005 година, Министерството за финансии продолжи со издавање на државни записи и со воведување на долгорочни државни хартии од вредност. Така, во јуни, како резултат на тековниот тренд на зголемената побарувачка на државни записи, се воведоа 12-месечни државни записи, а на 24 ноември 2006 година се реализира и првата емисија на континуирани државни обврзници со рок на достасување од 2 години“ (Билтен на МФ на РМ, декември 2005, стр. 31–32).

Кога е во прашање функционирањето на монетарната политика во периодот од 2000 до 2005 година, два потпериоди во рамките на овој период треба посебно да се одбележат. **Прво**, во текот на 2004 година дојде до значаен пораст на дефицитот на тековната сметка на платниот биланс – на крајот на 2004 година дефицитот изнесуваше близу 8%. Состојбите и тенденциите не беа поволни и во првата половина на 2005 година. Ваквите движења креираа притисок на девизниот пазар и тенденции кон депрецијација на вредноста на денарот. За да го одбрани курсот на денарот, централната банка мораше да интервенира на девизниот пазар преку нето-продажба на девизи. Бидејќи вакви интервенции се случуваа и во претходната, 2003 година, де-

визните резерви на земјата во 2004 година покриваа нешто помалку од тримесечен увоз на добра и услуги. Тоа доведе до затегнување на монетарната политика, односно до дополнителен пораст на каматната стапка на благајничките записи (фактички, на основната каматна стапка) за 4 процентни поени, кумулативно во периодот 2004 – септември 2005 година (НБРМ, мај 2011). **Второ**, од крајот на 2005 година до крајот на 2007 година се создадоа услови за олабавување на монетарната политика. Имено, дефицитот на тековната сметка на билансот на плаќање во 2005 и во 2006 година, во однос на 2004 година, беше значително намален (на -2,5%, односно -0,4%, соодветно), пред сè, како резултат на порастот на девизни приливи преку приватните трансфери и порастот на приливите на капитал од странство (учеството на странските директни инвестиции на нето-основа во 2006 година во БДП надмина 6%, а во 2007 година достигна 8,3%). Ваквите движења резултираа со зголемена понуда на девизи во економијата и тенденција на апрецијација на курсот на денарот, поради што централната банка интервенираше со откуп на девизи и олабавување на монетарната политика во текот на 2006 и на 2007 година. Имено, во периодот од септември 2005 до почетокот на 2008 година, каматната стапка забележа збирен пад од 5 процентни поени (НБРМ, 2011). **Трето**, Македонија влегува во редот на земјите во транзиција со најниска кредитна експанзија. Во периодот 1996–2003 година учеството на кредитите на банките во бруто-домашниот производ на земјата беше вонредно ниско (помеѓу 11% и 16%), со значајни негативни импликации врз вкупната економска активност на земјата, посебно врз инвестициите на секторот на претпријатијата. Состојбите значајно се променија кон подобро во периодот по 2003 година: во 2004 година учеството на банкарските кредити во БДП на земјата достигна 19%, во 2006 година надмина 25% (НБРМ 2006, стр. 92). Ваквите позитивни тенденции, за жал, беа пресечени со избувнувањето на Големата рецесија 2007–2009 година.

ТАБЕЛА 4.2.

ПОЗНАЧАЈНИ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ВО ПЕРИОДОТ 2000–2007 ГОДИНА

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Реален пораст на БДП, во %	4,5	-3,1	1,5	2,2	4,7	4,7	5,1	6,5
Стапки на инфлација –просек на кумулативна основа, во %	5,8	5,5	1,8	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3
Стапка на невработеност, во %	32,2	30,5	31,9	36,7	37,2	37,3	36,0	34,9
Буџетски дефицит –централен буџет и фондови	2,4	-5,9	-5,2	-1,0	0,0	0,2	-0,5	0,6
Салдо на тековната сметка на билансот на плаќање, во %	-2,7	-6,3	-9,5	-3,7	-7,9	-2,5	-0,4	-7,3

Извор: НБРМ

2.4.

Периодот по 2008 година

Годините 2006 и 2007 се означуваат како години на прудентна фискална политика. Во 2007 година буџетските дефицити беа трансформирани во благ суфицит од 0,6% од БДП на земјата. Меѓутоа, во јули месец 2008 година, Владата објави документ за фискалната стратегија на среден рок со кој најави пораст на буџетските дефицити во наредните четири години: 1,5% во 2008 година, 3% во 2009 година, 3,5% во 2010 година и 4% во 2011 година. Намерата беше во структурата на буџетските трошоци значително да порасне учеството на државата во финансирањето на крупната инфраструктура, образованието, земјоделството и сл. На приходната страна на буџетот профункционира рамниот данок (кој, во основа, не придонесе за намалување на јавните приходи), а Владата, исто така, се ориентира кон намалување на учеството на социјалните придонеси врзани за платите (од 42% во бруто-платите во 2008 година на 22% во 2011 година). Целта беше да се стимулира вработувањето и преодот на дел од бизнисите од сивата економија во легалните текови на економската активност.

Иако, генерално гледано, буџетски дефицит од 2,8%, колку што беше планирано за 2009 година, е нормална реакција на буџетската политика во услови на криза. моето мислење е дека коинциденцијата на зголемување на буџетските дефицити, почнувајќи од 2008 година, со светската финансиска и економска криза беше случајно – Владата долго, дури и во текот на 2009 година, наивно веруваше дека земјата ќе биде заобиколена од рецесионите нарушувања во светската економија. Меѓутоа, еден од клучните елементи на модификацијата на повоените бизнис-циклуси (особено во периодот по шеесеттите години на минатиот век) е далеку побрзото пренесување на ефектите од рецесиите од земја во земја, во прв ред како резултат на интензивните процеси на глобализација на вкупната економска активност (Фити, 2009). Република Македонија, како мала и отворена економија, е силно подложна на екстерни шокови, односно на промените во економската активност во окружувањето, особено на промените во земјите-членки на ЕУ. Високата синхронизираност на бизнис-циклусите во ЕУ и на промените во вкупната економска активност во македонската економија можат и да се квантифицираат со примена на соодветни статистички и структурни модели. Така, на пример, врз база на анализа на производниот јаз (разликата меѓу актуелниот и потенцијалниот БДП) во поновите епизоди на рецесии, во земјите на еврозоната и во Република Македонија, со примена на методот Markow-Switching, методот TAR (Threshold Autoregressive Method) и методот VAR (Vector Autoregressive Method), се потврдува дека: **1.** промените на економската активност во еврозоната брзо се пренесуваат врз македонската економија; **2.** нивните ефекти се чувствуваат подолг временски период (приближно две години); **3.** интензитетот на пренос е целосен; и **4.** постои значајна детерминираност и синхронизираност на економската активност

во земјата со движењата во еврозоната (Фити и др., 2013). Оттука, кризата, иако со определено временско задоцнување (time lag), стигна и во Македонија, и почна да ги испорачува своите негативни ефекти врз финансискиот и, особено, врз реалниот сектор на економијата.

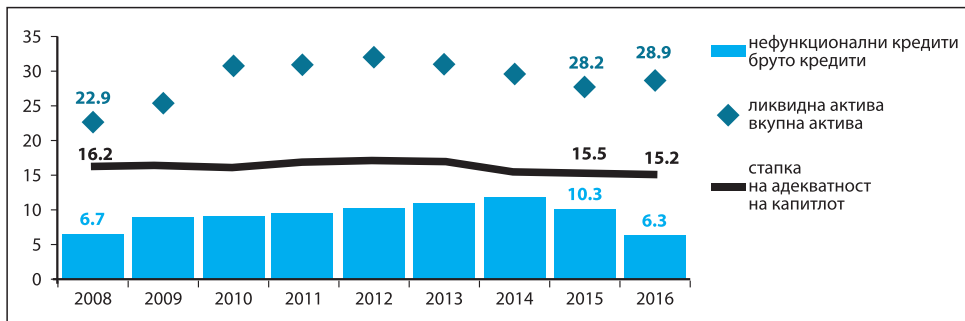
Ефектите на кризата врз финансискиот сектор на Република Македонија

Република Македонија се карактеризира со плиток, недоволно диверзифициран и недоволно интегриран (во меѓународните финансиски текови) финансиски систем. Фактички, банките, организирани на традиционален начин (депозитите претставуваат речиси 80% од вкупните извори на средства на банките) претставуваат доминантен сегмент на македонскиот финансиски систем и учествуваат со околу 90% во вкупните средства на финансискиот систем на Република Македонија (НБРМ, мај 2011, стр. 38).

Првите негативни ефекти од глобалната финансиска и економска криза од 2007/2008 година македонскиот банкарски систем ги почувствува кон крајот на 2008 година. Сумарно, тие се огледаа во следново:

- стагнација и инцидентно намалување на депозитите (граѓаните почнаа да ги повлекуваат своите депозити во странски парични единици од банките), проследено, истовремено, и со валутна трансформација на депозитите. Но, ваквата тенденција брзо спласна, благодарение на добрата ликвидност на банките;
- „кредитниот бум“ од 2006 година до првата половина на 2008 година беше прекинат;
- влошување на кредитното портфолио на банките – ваквата тенденција се појави во 2009 година, откако кризата се пренесе врз реалниот сектор и се отежна сервисирањето на порано мобилизираните кредити од страна на фирмите. Учеството на нефункционалните кредити во вкупните пласмани на банките пред кризата изнесуваше околу 7%, па се зголеми на 9,3% во 2010 година и на 10–11% во следните неколку години;
- намалување на профитабилноста на банките;
- смалена кредитна активност, т.е. зголемена претпазливост на банките

ГРАФИКОН 4.1.

НЕФУНКЦИОНАЛНИ КРЕДИТИ И АДЕКВАТНОСТ НА КАПИТАЛОТ НА БАНКАРСКИОТ СЕКТОР
НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

Извор: НБРМ

Сепак, банкарскиот систем на земјата ја задржа и ја одржа својата стабилност, благодарение на истовременото дејство на повеќе фактори: **1.** како што и претходно споменав, македонскиот банкарски систем е традиционален, базиран главно на депозитите како основен извор на финансирање, недоволно интегриран во светските финансиски текови, што од своја страна, објаснува зошто македонските банки немаат изложеност кон „токсичните“ банкарски продукти и кон државните обврзници на европските земји што беа најсилно погодени од глобалната финансиска и економска криза. На овој начин македонскиот банкарски систем бенефицираше од она што се нарекува *bliss of underdevelopment*; **2.** македонските банки се добро капитализирани. Стапката на адекватност на капиталот на ниво на вкупниот банкарски систем е нешто над 16% и е двапати поголема од законски пропишаниот минимум; **3.** банкарскиот сектор е во доминантна сопственост на странскиот капитал, што услови евидентен прогрес во сферата на корпоративното управување и придонесе за подобро справување со ризиците поврзани со банкарското работење; **4.** македонската централна банка воспостави добра супервизија над македонскиот банкарски сектор.

Ефектите врз реалниот сектор – секторот на претпријатијата

Негативните економски ефекти од глобалната криза врз реалниот сектор стигнаа со нужен *time lag*. Имено, според податоците на НБРМ, Македонија во 2007 година оствари стапка на раст на БДП од 6,5%, а во 2008 година од 5,5%. Во 2009 година стапката на раст беше негативна и изнесуваше -0,4%. Надворешната трговија, т.е. смалената странска побарувачка за македонски производи и смалениот прилив на странски капитал во земјата беа основниот трансмисиjsки механизам на негативните

ефекти од глобалната криза врз македонската економија. Безмалку 50% од македонскиот извоз на добра и услуги е насочен во пет земји: Германија, Грција, Србија, Бугарија и Италија. Глобалниот ефект од намалувањето на македонскиот извоз во 2009 година (кога Македонија оствари негативна стапка на раст на БДП) во однос на 2008 година, изнесуваше 1,2 милијарди долари, т.е. намалување од 30%. Притоа, најголемо опаѓање на надворешнотрговската размена е евидентирано со Грција, која и најсилно беше погодена од глобалната криза.

ТАБЕЛА 4.3.

НАМАЛУВАЊЕ НА СТРАНСКАТА ПОБАРУВАЧКА ЗА МАКЕДОНСКИ ПРОИЗВОДИ КАКО РЕЗУЛТАТ НА КРИЗАТА

Вкупен извоз 2008	3,9 милијарди \$	
		намалување 1,2 милијарди \$
Вкупен извоз 2009	2,7 милијарди \$	
Извоз 2008 - Грција	536 милиони \$	
		намалување 146 милиони \$
Извоз 2009-Грција	290 милиони \$	
Извоз 2008-Германија	565 милиони \$	
		намалување 115 милиони \$
Извоз 2009-Германија	450 милиони \$	
Извоз 2008-Италија	321 милиони \$	
		намалување 103 милиони \$
Извоз 2009-Италија	218 милиони \$	

Извор: Државен завод за статистика: Статистички годишник на Република Македонија за 2010 и 2011 година

Факторите со ограничувачко дејство врз порастот на македонскиот БДП во екот на кризата и потоа Државниот завод за статистика ги класифицираше на следниов начин (ДЗС, Краткорочни статистички податоци 1.3.12.10, п. 13):

- намалена странска побарувачка 25%;
- намалена домашна побарувачка 20%;
- неизвесно економско окружување 6%.

Смалената странска побарувачка, откажувањето на нарачките од страна на странските партнери на македонските фирми, како и смалената домашна побарувачка, имаа повратно дејство врз намалувањето на производството на фирмите (посебно на извозните) и на нивните можности за редовно сервисирање на обврските кон банките за порано мобилизираните кредити. Нефункционалните кредити на претпријатијата во 2008 година пораснаа за 6,7%, а во 2009 година дури за 34,8% (НБРМ, мај 2011, стр. 61). Неизвесното економско окружување и неповолната перцепција на регионот од страна на странските кредитори и инвеститори дополнително ја усложнија ситуацијата на секторот на претпријатијата. Во периодот по 2007 година, според податоците на НБРМ, странските директни инвестиции манифестираа тенденција на евидентно намалување: во 2007 година тие изнесуваа близу 700 милиони долари, во 2009 година паднаа на 197 милиони долари, потоа забележаа пораст, за да се сведат на 132 милиони долари во 2012 година (<http://www.nbrm.mk>).

3 РЕАКЦИЈА (ОДГОВОР) НА КЛУЧНИТЕ ПОЛИТИКИ ВО ПОСТКРИЗНИОТ ПЕРИОД

3.1.

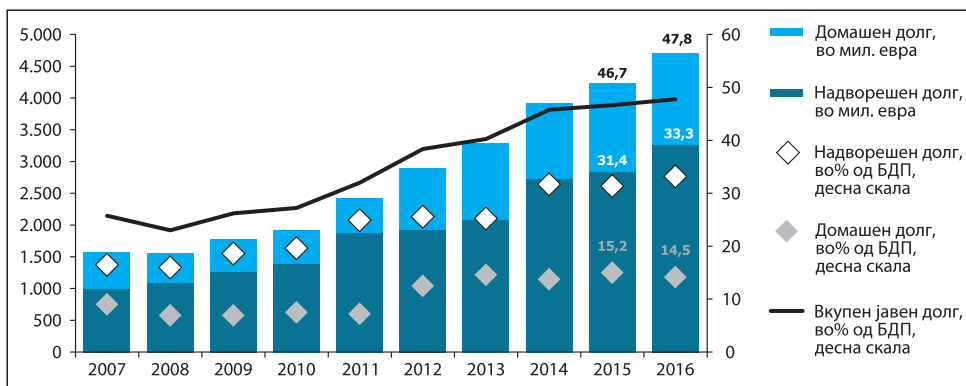
За ефикасноста на фискалната политика

Во првиот дел од трудот често нагласував дека во време на големи кризи, кои во основа се „мешани“, „миксирани“ кризи, т.е. финансиски и економски, каков што беше случај со Големата депресија 1929–1933 година и со Големата рецесија 2007–2009 година, еден од основните проблеми со кои се соочуваат креаторите на клучните политики е феноменот на ликвидносна стапица. Во состојба на ликвидносна стапица номиналните каматни стапки се вонредно ниски, т.е. нула или блиску до нулата, поради што монетарната политика станува неефикасна во стабилизацијата на економијата, а банкарскиот систем дисфункционален. Состојбата на ликвидносна стапица, т.е. на епизоди на ZLB, ги принудува централните банки на големите економии (Федералните резерви на САД, Европската централна банка, Кинеската централна банка и др.) да продолжат со спроведување на експанзивна монетарна политика (енормен пораст на понудата на пари), комбинирана и со неконвенционални мерки на монетарната политика (квантитативни олеснувања). Но, и покрај тоа, економиите (посебно западноевропските економии) тешко заздравуваа. Затоа, креаторите на политиките посегнаа по мерките и инструментите на фискалната политика, креирајќи високи буџетски дефицити и висок јавен долг (пошироко за ова: види го првиот дел од овој труд посветен на одговорот на политиките во периодот по Големата рецесија).

Во периодот по 2008 година Република Македонија ја напушти политиката на фискална строгост. Во моите трудови и јавни настапи редовно сум укажувал дека креаторите на економските политики треба да бидат крајно претпазливи во однос на создавањето на буџетските дефицити, бидејќи тие водат до кумулирање и пораст на јавниот долг на земјата. Во екот на глобалната финансиска криза, т.е. по 2008 година, кога земјата креираше буџетски дефицити од 2,5% до 2,8% (како процент во БДП), моето мислење беше дека тие можат да се третираат како нормална антициклична мерка во време на рецесија, но и дека тие брзо треба да почнат да се редуцираат под 2,5%. Да потсетам дека подоцна на ваква претпазливост упатуваа и анализите на ММФ: во рамките на проверката на критериумите врзани за т.н. аранжман Кредит за претпазливост, експертите на ММФ сугерираа дека веќе по 2011/2012 година Владата треба да ги намали буџетските дефицити на 2,2% и да преземе натамошни редукции во наредните години за да се создаде фискален простор за интервенции во случај на опаѓање на економската активност во иднина. За жал, тоа не се случи: буџетските дефицити место да се намалуваат, и понатаму се зголемуваа: 3,8% во 2012, 3,9% во 2013, 4,2% во 2014 година. Со ваквата динамика на раст на буџетските дефицити и кумулирање на јавниот долг на земјата, за период од шест години (2006–2014 година) јавниот долг на Република Македонија се дуплираше: од 23% како учество во БДП во 2006 година, на 46% во 2014 година.

ГРАФИКОН 4.2.

ЈАВЕН ДОЛГ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА (ВО ПРОЦЕНТИ ОД БДП)



Извор: НБРМ

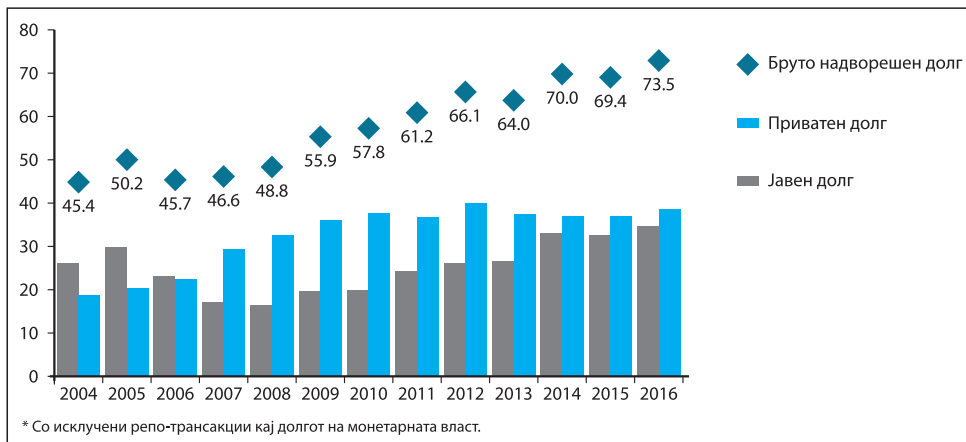
Понатаму, фискалната стратегија на Владата на Република Македонија предвидуваше да се позајмат уште две милијарди евра до 2018 година, со што во 2018 година јавниот долг ќе достигне дури 5,6 милијарди евра, односно 52,4% од БДП. Мислам дека ваквата фискална стратегија е неодржлива, поради бројни причини:

Прво, динамиката на пораст на јавниот долг оди далеку пред динамиката на пораст на БДП.

Второ, бруто-надворешниот долг на земјата (кој го содржи и долгот на корпоративниот сектор) надмина 70% од БДП и според овој критериум земјата е високо задолжена.

ГРАФИКОН 4.3.

БРУТО-НАДВОРЕШЕН ДОЛГ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА (ВО ПРОЦЕНТИ ОД БДП)



* Со исклучени репо-трансакции кај долгот на монетарната власт.

Извор: НБРМ

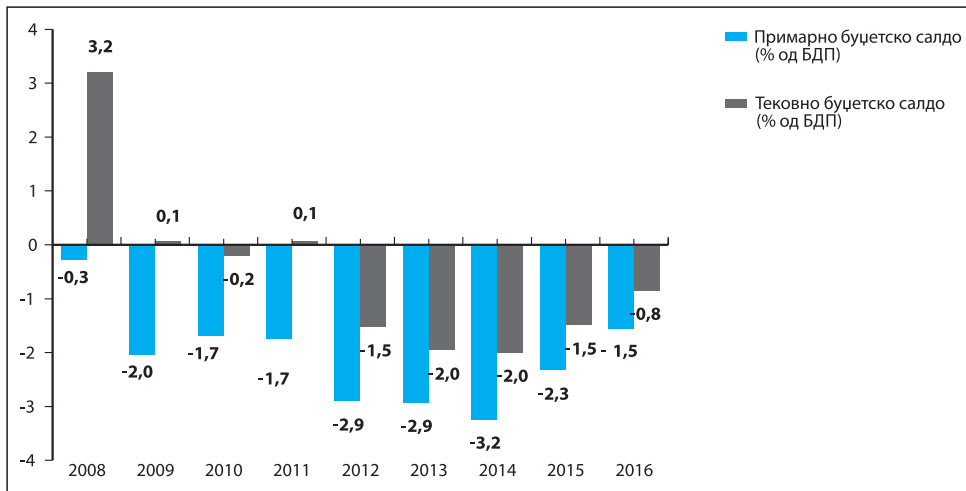
Овој индикатор е значаен, бидејќи службата (сервисирањето) на долгот на секторот на претпријатијата одвлекува значајни суми девизни средства од земјата.

Трето, нормалното и редовно сервисирање (исплата) на долгот е во тесна корелација со извозните приходи на економијата, а Македонија сè уште е земја со релативно слаба извозна перформанса (и покрај определеното подобрување на структурата на извозот од аспект на степенот на финализација на извозните производи евидентно во последниве неколку години). Имено, извозот на стоки во периодот по 2010 година се одржува на нивото меѓу 3 и 4 милијарди евра, а увозот на стоки во истиот период на нивото меѓу 6 и 7 милијарди евра, што условува хроничен трговски дефицит во распон од 1,5 до близу 2 милијарди долари.

Четврто, ние веќе сега сме доведени во ситуација да се задолжуваме, не само на домашниот туку и на странскиот пазар, за покривање на растечките тековни буџетски расходи поврзани со големиот дефицит во пензискиот фонд, порастот на платите на јавната администрација, порастот на субвенциите за земјоделството и сл., што е апсурдно, бидејќи во фискалната теорија е азбучно правило (уште од времето на Кејнз) тековните буџетски расходи да бидат корелирани со редовните буџетски приливи, а буџетските дефицити со реализацијата на големи инфраструктурни проекти.

ГРАФИКОН 4.4.

ПРИМАРНО И ТЕКОВНО БУЏЕТСКО САЛДО (ВО ПРОЦЕНТИ ОД БДП)



Извор: НБРМ

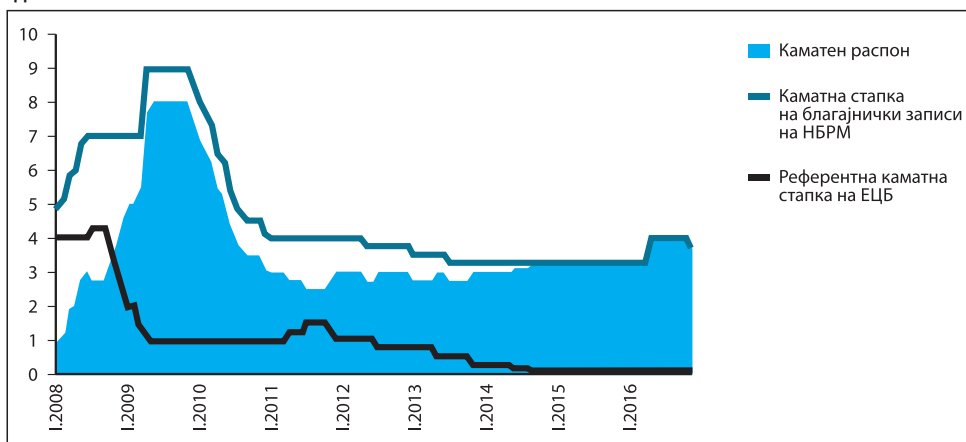
Графиконот покажува дека тековното буџетско салдо, кое претставува разлика меѓу тековните буџетски приходи (даноци, придонеси и неданочни приходи) и тековните буџетски расходи (плати и надоместоци, стоки и услуги, трансфери и камати),

во периодот по 2010 година манифестира тенденција на влошување, во еден дел како резултат на пораст на јавниот долг и на трошоците за камати по долгот.

Петто, земјата во голема мера го редуцираше својот фискален простор со непродуктивни јавни инвестиции – административни згради, луксузни ентериери, мебел, автомобили, споменици и сл.

Така, Владата во Република Македонија стана најголем инвеститор и работодавач. Оваа ситуација доведува до појава на феноменот на истиснување на инвестициите на приватниот сектор од економската активност (crowding out effects), кој може да биде индиректен, т.е. да се појави како резултат на зголемување на каматните стапки и на цените, односно директен, кој е резултат на редуцирање на расположливите ресурси за инвестиции на приватниот сектор. Со оглед на тоа што основната каматна стапка на НБРМ по 2010 година покажува јасна тенденција на намалување, достигнувајќи го историски најниското ниво од 3,2%, се чини дека кај нас преовладува директниот ефект на истиснување.

ГРАФИКОН 4.5
ДВИЖЕЊЕ НА ОСНОВНАТА КАМАТНА СТАПКА НА НБРМ



Извор: НБРМ

Шесто, сето ова покажува дека токму структурата на јавните расходи е централен проблем поврзан со ефикасноста на експанзивната фискална политика во периодот по 2008 година. На Република Македонија ѝ се неопходни јавни инвестиции во патната инфраструктура (одржување, модернизирање и изградба на нови патишта), модернизација и проширување на железничката сообраќајна мрежа, гасификација, вложување во енергетски објекти, во опрема за научноистражувачката дејност и сл. Овој вид инвестиции е клучен и за подобрување на инвестициската клима, бидејќи има значајно влијание врз трошоците за водење бизнис и неспорни индуцирани

ефекти, кои го поттикнуваат економскиот раст и развој. Овој вид инвестиции бара и одвлекуваат големи средства, и за нив треба и вреди да се задолжуваме – се разбира, со добро осмислени приоритети и динамика што ќе биде усогласена со капацитетот на нашите јавни финансии.

Еден пристап за мерење на ефикасноста на јавната потрошувачка, и пошироко, на ефикасноста на фискалната политика, е проценката на т.н. фискални мултипликатори. Фискалните мултипликатори ги мерат промените во реалниот БДП како резултат на промените (порастот или намалувањето) на една единица фискална варијабла. На пример, ако порастот на вкупните јавни расходи за 1 евро предизвика зголемување на реалниот БДП за 2 евра, тогаш фискалниот мултипликатор од вкупните јавни расходи ќе биде 2. Слично на ова може да се дефинираат бројни фискални мултипликатори поврзани со различните облици на јавната потрошувачка – на пример, фискален мултипликатор од пораст на владините капитални расходи, од пораст на социјалните трансфери, фискален мултипликатор од намалување на даноците воопшто, фискални мултипликатори од т.н. таргетирано намалување на даноците (на она што се однесува на деловите од популацијата со поголема маргинална склоност кон потрошувачка) итн.

Имајќи ја предвид важноста на ефикасноста на јавните расходи за мала и отворена економија, како и фактот дека фискалниот простор на земјата е значително редуциран, Центарот за стратегиски истражувања на МАНУ во 2014 година иницираше научен проект: *Фискални мултипликатори – случајот на Република Македонија*. Една од основните цели на проектот беше да се направи емпириска анализа за Република Македонија, т.е. да се процени ефикасноста на јавната потрошувачка и, пошироко, на фискалната политика, преку пресметка на мултипликаторите од различните видови јавни расходи, со примена на економетриски модели. Во анализата се земени три фискални категории: вкупните јавни расходи, јавната (владината) потрошувачка и капиталните расходи, и преку проследување на „шоките“, т.е. промените на трите варијабли, пресметани се и соодветните мултипликатори: мултипликаторот на вкупната јавна потрошувачка, мултипликаторот на јавната потрошувачка и мултипликаторот на јавните расходи. Притоа, вкупните јавни расходи се категорија со најширок опфат и во себе ги вклучува сите позиции на расходната страна на буџетот, т.е. јавната (владината) потрошувачка, трансферите и јавните инвестиции. Јавната (владината) потрошувачка е категорија со потесен опфат и таа се добива откако од вкупната јавна потрошувачка се одземаат трансферите и јавните инвестиции. Категоријата „јавни инвестиции“ има најтесен опфат и таа ги содржи во себе владините капитални трансфери, кои кај нас, покрај владините инвестиции во крупната инфраструктура, опфаќаат и позиции од непродуктивен карактер – административни згради, мебел, автомобили и сл.

Во прилог ги презентирам добиените резултати, т.е. висината на фискалните мултипликатори како мера за ефикасноста на јавната потрошувачка.

ТАБЕЛА 4.4.
ПРОЦЕНКА НА ВРЕДНОСТА НА РАЗЛИЧНИТЕ ФИСКАЛНИ МУЛТИПЛИКАТОРИ
ВО МАКЕДОНСКАТА ЕКОНОМИЈА ВО ПЕРИОДОТ 2002К1–2014К3

ПЕРИОД (КВАРТАЛИ)	МУЛТИПЛИКАТОР НА ВКУПНИТЕ ЈАВНИ РАСХОДИ	МУЛТИПЛИКАТОР НА ВКУПНИТЕ ЈАВНИ ПРИХОДИ	МУЛТИПЛИКАТОР НА ЈАВНАТА ПОТРОШУВАЧКА	МУЛТИПЛИКАТОР НА ЈАВНИТЕ ПРИХОДИ (ВО МОДЕЛОТ СО ЈАВНА ПОТРОШУВАЧКА)	МУЛТИПЛИКАТОР НА КАПИТАЛНИТЕ РАСХОДИ	МУЛТИПЛИКАТОР НА ЈАВНИТЕ ПРИХОДИ (ВО МОДЕЛОТ СО КАПИТАЛНИ РАСХОДИ)
1	0.027	0.000	0.020	0.000	-0.035	0.000
2	0.013	-0.008	-0.005	-0.017	-0.309	-0.010
3	0.014	0.004	-0.010	-0.014	-0.383	0.002
4	0.005	0.003	-0.040	-0.013	-0.570	0.004
5	0.028	-0.003	0.025	-0.031	-0.636	-0.003
6	0.007	-0.018	0.006	-0.061	-0.788	-0.025
7	-0.012	-0.023	0.003	-0.072	-0.928	-0.037
8	-0.032	-0.021	-0.020	-0.069	-1.150	-0.044
9	-0.013	-0.029	0.004	-0.078	-1.159	-0.050
10	-0.029	-0.034	-0.029	-0.100	-1.217	-0.065
11	-0.045	-0.046	-0.051	-0.117	-1.303	-0.079
12	-0.065	-0.049	-0.086	-0.122	-1.481	-0.091

Извор: Фити и др. Макроекономските ефекти на фискалната политика во Република Македонија, МАНУ, Центар за стратески истражувања, Скопје, 2017

Значајна напомена: За подобро следење на добиените резултати ќе потенцирам дека мултипликаторите со позитивен предзнак покажуваат колку порастот на определен вид јавни расходи го зголемува бруто-домашниот производ на земјата. На пример, мултипликаторот за вкупните јавни расходи за првиот квартал, кој изнесува 0,027, покажува дека зголемувањето на вкупните јавни расходи за 1 денар предизвикува зголемување на БДП на земјата за 0,027 денари. Обратно, доколку мултипликаторот има негативен предзнак (на пример, мултипликаторот на вкупните јавни расходи во седмиот квартал изнесува -0,012), тоа покажува дека зголемувањето на вкупните јавни расходи во разгледуваниот период за 1 денар го намалуваат БДП на земјата за 0,012 денари.

Од презентиранивe резултати можат да се изведат неколку релевантни заклучоци:

- ефектите од зголемувањето на сите видови јавни расходи во испитуваниот период се далеку под очекуваните;
- пресметките генерално покажуваат дека мултипликаторите на јавните расходи во Република Македонија се многу ниски, односно далеку под еден, со

напомена дека преовладуваат мултипликаторите со негативен предзнак, што ја доведува во прашање ефективноста на фискалната политика, мерена од аспект на мултипликативните ефекти во економијата;

- табелата потврдува дека максималните мултипликатори што ја покажуваат највисоката промена на БДП во кој било квартал од разгледуваниот период се негативни: максималниот мултипликатор на вкупните јавни расходи изнесува $-0,065$, што значи дека зголемувањето на јавните расходи за 1 денар го намалува БДП за $0,065$ денари; максималниот мултипликатор на јавната владината потрошувачка (вкупните јавни расходи намалени за трансферите и капиталните расходи) изнесува $-0,086$ денари, што значи дека порастот на владината потрошувачка за 1 денар го намалува БДП за $0,086$ денари; максималниот мултипликатор од капиталните расходи изнесува $-1,481$, што значи дека порастот на капиталните трансфери за 1 денар го намалува БДП за $1,481$ денари;
- во овој контекст потребно е посебно да нагласиме дека економските ефекти од капиталните расходи се атипични и значајно отстапуваат од стандардната кејнзијанска теорија во двојна смисла: **прво**, тие, со мали исклучоци, се ниски и со негативен предзнак и, **второ**, нивните ефекти, со текот на време, наместо да се засилуваат, се исцрпуваат. Мислиме дека причините за ваквата состојба се повеќекратни: **1.** структурата и на самите капитални расходи кај нас е нестандартна, бидејќи во себе инкорпорира и буџетски позиции од типот на канцелариски мебел, автомобили, административни згради со луксузни ентериери, фасади, споменици итн.; **2.** токму капиталните расходи поврзани со проектот Скопје 2014 се однесуваат на вакви непродуктивни јавни инвестиции, при што парите потрошени за нив, главно завршија во странство; **3.** и другите фактори што ја детерминираат ефикасноста на сите видови на јавна потрошувачка, а во тој контекст и на капиталните расходи, во случајот на Република Македонија се, исто така, неповолни. Станува збор за следниве детерминанти: Македонија е мала земја, со скромен доход по глава на жител; македонската економија се карактеризира со висока увозна зависност; состојбата на јавниот долг во последниве 6–7 години е значително влошена; во земјата постојат неискористени ресурси и висока невработеност од структурен карактер, итн. Оттука, добиените резултати за висината на фискалните мултипликатори од сите видови јавна потрошувачка, а во нејзини рамки и од капиталните расходи, кај нас не треба да изненадуваат. Се разбира, тие можат да се подобрат, особено ако нивната структура претрпи поголеми измени во правец на реализација на крупни инфраструктурни проекти. Но, дури и при ваква претпоставка, не треба да се очекуваат спектакуларни ефекти од капиталните расходи врз БДП. Според едно испитување на ММФ, реализацијата на четири мегапроекти (автопати) во

Македонија во периодот 2014–2018 година преку јавните претпријатија (значи не се дел од централниот буџет), ќе апсорбираат 2–3% од БДП просечно годишно во периодот 2014–2018 година и ќе имаат релативно скроман придонес во зголемувањето на реалниот БДП на земјата од само 0,5 процентни поени просечно годишно во периодот 2014–2020 година (IMF, 2016);

- презентиранивe резултати за ефикасноста на јавната потрошувачка кај нас го аргументираат тврдењето дека политиката на напуштање на фискалната строгост, имплементирана во периодот по 2008 година, е проблематична (особено од аспект на структурата на јавната потрошувачка). Со други зборови, мислам дека проблемот на буџетските дефицити не е, или не е претежно, лоциран во релативното учество на дефицитот во БДП за земјата, туку главно, во неповолната структура на буџетските трошоци (која во значителен дел е наследена) и во неселективното и нерационално трошење на буџетските средства;
- неопходно е јасно да се конципира и доследно да се спроведува политика на фискална консолидација, т.е. сведување на буџетските дефицити и јавниот долг во нормални рамки (прифатливи за Република Македонија). Тоа претпоставува и јасно утврдување на пристапот на фискална консолидација (намалување на владината потрошувачка/ зголемување на даноците или комбинација на двете мерки), при што сугерирам дека фокусот на дејствување треба да биде врз преиспитување и рационализирање на владината потрошувачка: елиминирање на бројните непродуктивни трошења – административни згради, мебел, автомобили и сл., преиспитување на поставеноста на системот на субвенционирање на одделни сектори, посебно на земјоделството и др., фокусирање врз јавните инвестиции во крупната инфраструктура – патишта, модернизација на железницата, гасификација, зголемување на јавните инвестиции за истражување и развој и сл.

ТАБЕЛА 4.5

ПОЗНАЧАЈНИ МАКРОЕКОНОМСКИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ВО ПЕРИОДОТ 2008–2015 ГОДИНА

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Реален пораст на БДП, во %	5,5	-0,4	3,4	2,3	-0,5	2,9	3,5	3,7
Стапки на инфлација – просек на кумулативна основа, во %	8,3	-0,8	1,6	3,9	3,3	2,8	-0,3	-0,3
Стапка на невработеност, во %	33,8	32,2	32,1	31,4	31,0	29,0	28,0	26,1
Буџетски дефицит – централен буџет и фондови	-0,9	-2,6	-2,4	-2,5	-3,8	-3,8	-4,2	-3,5
Салдо на тековната сметка на билансот на плаќање, во %	-12,5	-6,5	-2,1	-2,5	-3,3	-1,6	-0,6	-2,0

Извор: НБРМ

3.2.

Монетарната политика

Од крајот на 2007 година и во текот на 2008 година македонската економија растеше со стапки над својот потенцијал. Во тој период дојде до значајно покачување на цените на енергијата и на храната на светскиот пазар. Ваквите настани условија нагласени инфлаторни притисоци во македонската економија, влошување на условите на размена, продлабочување на трговскиот дефицит и дефицитот на тековната сметка на платниот биланс. Влошените очекувања на економските субјекти за идните економски настани (Големата рецесија официјално започна во декември 2007 година), ја зголемија побарувачката за девизи и НБРМ, за да го одбрани фиксниот девизен курс, мораше да ја затегне монетарната политика. Така, во февруари 2008 година каматната стапка на благајничките записи најпрвин беше зголемена од 5,08% на 5,25%, а потоа дојде до нејзин понатамошен раст (во март и мај 2008 год.), и до нејзино утврдување на нивото од 7% (НБРМ, 2011). Големата рецесија 2007–2009 година услови пад на стапките на економски раст во високоразвиените земји: САД ја завршија 2008 година со негативна стапка на раст (-0,3%), а стапките на раст во западноевропските земји беа стагнантни – просечната стапка на раст на ЕУ–27 изнесуваше 0,3% (UNCTAD, 2013). Македонската економија почна да ги чувствува последиците од Големата рецесија: неповолните очекувања и зголемените ризици го зголемија притисокот на девизниот пазар и нашата централна банка реагираше со нето-продажба на девизи. Состојбите во економијата дополнително се влошија во почетокот на 2009 година – поради смалената странска побарувачка за македонски производи, нашиот извоз во 2009 година значително се намали, а увозот потешко се приспособуваше на новонастанатата ситуација. Евидентна тенденција на намалување манифестираше и приливот на странски капитал – трендот на пораст на странските инвестиции во претходните години беше прекинат. Сето тоа резултираше со дополнителни нарушувања на девизниот пазар. Централната банка во првите пет-шест месеци на 2009 година интервенираше со нето-продажба на девизи во износ од 5,2% од БДП, што предизвика намалување на девизните резерви и наметна потреба од понатамошно затегнување на монетарната политика. НБРМ ја зголеми каматната стапка од 7% на 9% во март 2009 година, зголемувајќи ја истовремено и стапката на задолжителни резерви на банкарските депозити со девизна компонента.

Националното биро за економски истражувања на САД во јуни 2009 година прогласи крај на Големата рецесија 2007–2009 година. Во втората половина на 2009 година економијата на САД почна да заздравува. Тоа барем донекаде ги подобри очекувањата за идните движења во светската економија. Македонскиот извоз почна да закрепнува, а високиот дефицит на тековната сметка на билансот на плаќање (-12,7% од БДП во 2008 година) почна брзо да се намалува. Задолжувањето на земјата во

странство ги надополни девизните резерви, а централната банка во втората половина на 2009 година интервенираше и со откуп на девизи. Тоа креираше услови за одредено релаксирање на монетарната политика: во ноември 2009 година основната каматна стапка беше намалена за 0,5 процентни поени. Во текот на 2010 година продолжи релаксирањето на монетарната политика – НБРМ ја намали основната каматна стапка во повеќе наврати и на крајот на годината таа беше сведена на 4%. Во 2011 година европската должничка криза се засили, особено со влошувањето на состојбите во економиите и финансиските системи на Италија и на Шпанија. Ризиците за македонската економија од состојбите во ЕУ и посебно во еврозоната беа големи и редовно следени од НБРМ. Кон средината на годината дојде и до засилување на инфлаторните притисоци во македонската економија. Но, сепак, македонската економија, и покрај ризиците, релативно добро се држеше – 2012 година заврши со стапка на раст на реалниот БДП од 3% и со просечна инфлација од 3,9%. Дефицитот на тековната сметка на платниот биланс остана низок. Странските директни инвестиции манифестираа тенденција на пораст, а девизните резерви се зголемија, надминувајќи го износот од две милијарди евра. Во вакви услови НБРМ не ја промени основната каматна стапка – таа остана на нивото од 4%. Во 2012 година, иако европската должничка криза кулминираше, во земјата беа создадени услови за олабавување на монетарната политика во првата половина на годината. Релаксирањето на монетарната политика овој пат одеше преку ограничување на понудата на благајнички записи од страна на НБРМ, со што се ослободи ликвидност, која комерцијалните банки можеа да ја употребат за зголемување на нивната кредитна активност, т.е. за зголемување на финансирањето на секторот на претпријатијата. Кризата на еврото и зголемената недоверба кон заедничката валута на земјите членки на ЕМУ отвори процес на денаризација во македонската економија. Тоа ѝ овозможи на нашата централна банка да откупува девизи. Во текот на 2012 година НБРМ повеќе интервенираше со откуп отколку со нето-продажба на девизи, што резултираше со понатамошен раст на девизните резерви. Во 2013 година економиите на земјите-членки на ЕУ почнаа да заздравуваат. Американската економија, исто така, добро се држеше – 2012 година заврши со стапка на раст од 2,2%, а 2013 со стапка на раст од 1,7% (UNCTAD, 2013). Во вакви услови се подобрија очекувањата на економските субјекти за состојбата на глобалната економија. Македонската економија ја заврши 2013 година со стапка на раст на реалниот БДП од 3,1%. Инфлаторните притисоци во економијата, за разлика од претходната година, беа ниски (просечната стапка на инфлација во 2013 година изнесуваше 2,8%), девизните резерви, иако се намалија, останаа на солидно ниво (близу две милијарди евра), а дефицитот на тековната сметка на билансот на плаќање изнесуваше само 1,6%. Споменативе фактори ѝ овозможија на НБРМ да ја намали основната каматна стапка во два наврата (по 0,5 процентни поени) и да ја сведе на 3,25%.

Ефективните од ниските каматни стапки (Zero lower bound on interest rates) врз финансискиот сектор на Република Македонија

Во македонската економија нема класични бизнис циклуси. Но Македонија, како мала и отворена економија, е типичен случај на shock absorbing, поради што рецесионите нарушувања во светската економија и особено во земјите на ЕУ, навистина со определено временско задоцнување (time lag), **имаат значаен одраз врз вкупната економска активност на земјата**. Со други зборови, како што и претходно покажавме, постои значајна детерминираност и синхронизираност на економската активност во земјата со движењата во Евро - зоната.

Овде се поставува прашањето: Каков е одразот на постоењето на ниски каматни стапки, близу до нула, или дури и негативни, врз финансискиот сектор на земјата?

- Графиконот 4.5. (на стр. 151) потврдува дека постои евидентна синхронизираност во движењето на референтната каматна стапка на НБРМ и на Европската централна банка, особено видлива во периодот по 2011 година. Тоа е разбирливо ако се има предвид фактот дека македонскиот денар е врзан за еврото и дека нашата централна банка во основа го следи курсот на политиката на Европската централна банка. Референтната каматна стапка на Европската централна банка во периодот по 2014 година се доближи до нула, а референтната каматна стапка на НБРМ се стабилизира на историско најниското ниво од 3,25%.
- Во периодот по 2014 година, во македонската економија продолжи тенденцијата на намалување на каматните стапки на кредитите и на депозитите и на корпоративниот сектор и на секторот на домаќинствата. Се разбира, каматните стапки на кредитите кај нас се значително повисоки од оние во земјите на ЕМУ, што е, исто така, разбирливо, бидејќи тие го инкорпорираат во себе и ризикот на земјата. Од друга страна, каматните стапки на депозитите значајно се намалија, но останаа во зоната на позитивни вредности. Каматниот распон, т.е. разликата помеѓу активните и пасивните каматни стапки, во поново време се одржува на нивото помеѓу 4,4 до 4,6.

ТАБЕЛА 4.6.

КАМАТНИ СТАПКИ НА КРЕДИТИТЕ И ДЕПОЗИТИТЕ ВО МАКЕДОНИЈА

	Декаври 2015	Септември 2017
Во % на годишно ниво		
Вкупни кредити	6,5	5,0
Корпоративен сектор	6,3	5,4
Домаќинства	6,8	6,5
Вкупни депозити	1,9	1,5
Корпоративен сектор	2,2	2,0
Домаќинства	1,9	1,5

Извор: НБРМ

- Во високоразвиените земји, каматните стапки на депозитите навлегоа во зона на негативни вредности. Со оглед на фактот што нашите комерцијални банки еден дел од девизните депозити ги држат во банките на земјите на ЕМУ, тие се соочија со проблемот на негативни каматни стапки, т.е. мораа на странските банки да им плаќаат камати за чување на нивните депозити, наместо да влечат камати од тие депозити. Кога тоа се случи, нашите комерцијални банки, во договор со НБРМ, почнаа девизните депозити да ги чуваат во централната банка. Но ваквата операција траеше кратко, бидејќи ја соочија македонската централна банка со трошоци за чување на депозитите.
- Македонскиот банкарски систем немаше посебен бенифит од опаѓањето на каматните стапки во Европа, бидејќи нашите банки, поради солидната ликвидност, не „влечеа“ кредити од банките во високоразвиените земји.
- Феноменот на Zero lower bound on interest rates, т.е. ниските и негативни каматни стапки имаат значаен одраз врз приносите од инвестициите на девизните резерви во хартии од вредност. Комбинирајќи го принципот на сигурност на инвестирањето на девизните резерви со целта да се ублажат, толку колку што тоа е возможно, неповолните ефекти од ниските и негативни приноси во услови на ликвидносна стапица, НБРМ, при структурирањето и настојувањето за оптимизација на инвестициското портфолио на девизните резерви, презема низа активности: 1. најзначајниот дел од нашите девизни резерви (според податоците на Банката, 74% во 2016 година) беа инвестирани во финансиски инструменти со највисоки оценки за кредитниот ризик (од AAA до AA-), што упатува на вложувања со најниска изложеност на кредитен ризик; 2. еден дел од инвестициите на девизните резерви НБРМ ги насочува во финансиски инструменти од типот A+ до A-, што претставува нешто послаб кредитен рејтинг, но сè уште во зоната на висока сигурност на вложувањата; 3. иако најзначајниот дел од инвестициите се насочени кон главните земји од еврозоната, каде што приносите се ниски или негативни, за да се осигури макар и умерен позитивен принос, НБРМ еден дел од инвестициите ги упатува и кон останатите економии од ЕУ; 4. од аспект на структурата на финансиските инструменти, најзначајниот дел од инвестициите на девизните резерви се однесуваат на државни хартии и хартии од вредност со државна гаранција, но и дел на хартии од вредност со очекувана државна поддршка (овие обезбедуваат истовремено и повисоки приноси и релативно високо ниво на сигурност).

Во 2014 година македонската економија оствари солиден економски раст (3,8%), при благо негативна стапка на инфлација (-0,3%), низок дефицит на тековната сметка на билансот на плаќање (0,5%) и значаен пораст на девизните резерви (2,4 милијарди евра). Во таква ситуација НБРМ ја задржа основната каматна стапка на историски најниското ниво од 3,25%. Во 2015 година македонската економија постигна солидни макроекономски резултати – стапка на раст од 3,7%, умерено негативна инфлација

од 0,3%, главно под дејство на ниската цена на енергенсите на светскиот пазар, но и благо позитивна базична инфлација од 0,5%. Трговскиот дефицит беше намален, а дефицитот на тековната сметка на билансот на плаќање остана низок (околу 2%). Во оваа година повторно ескалираше грчката должничка криза, а дојде и до влошување на политичката ситуација во земјата. Поради тоа проработија неповолните очекувања и се јавија притисоци на девизниот пазар и на депозитната база на банките. Централната банка оцени дека фундаментите на македонската економија се здрави и дека политичката криза ќе има ограничено влијание врз економската активност на земјата. Затоа, основната каматна стапка остана непроменета. НБРМ, како резултат на ескалацијата на грчката должничка криза, воведо привремено ограничување на капиталните одливи кон грчките нерезиденти. Во 2016 година понатамошното заострување на политичката криза во земјата, преку каналот на очекувањата, почна да ги испорачува негативните ефекти врз економијата. Планираниот економски раст беше коригиран надолу (на околу 2%), а притисоците на девизниот пазар и на депозитната база на комерцијалните банки дополнително се засилија. Тоа услови повлекување на девизните депозити од банките и промени во валутната структура на штедните влогови. НБРМ интервенираше со зголемување на основната каматна стапка на 4%, а презеде и други неконвенционални мерки. Благодарение на реакцијата на НБРМ и на високата ликвидност и стабилност на банкарскиот сектор, бранот на повлекување на депозитите беше смирен. Во втората половина на годината НБРМ интервенираше со откуп на девизи. Истовремено, депозитите покажуваа тренд на консолидација и раст. Во такви услови, Комитетот за оперативна монетарна политика на НБРМ на 13 декември 2016 година одлучи да ја намали основната каматна стапка за 0,25 процентни поени, т.е. од 4% на 3,75%.

Врз основа на краткиот приказ за одговорот на монетарната политика во периодот по 2008 година може да се заклучи дека НБРМ, врз основа на макроекономските движења во економијата и реална проценка на факторите на ризик што доаѓаа од меѓународното окружување и од политичката криза на земјата, имплементираше прудентна политика и успеа да ги оствари нејзините основни цели и задачи – ценовна стабилност, одбрана на курсот на денарот, стабилност на финансискиот систем и поддршка на економската активност на земјата.

3.3.

Координација на клучните политики

Во раните транзициски години, непосредно по неуспехот на првата антиинфлациска програма, Република Македонија ги интензивира односите со двете клучни меѓународни финансиски институции – Меѓународниот монетарен фонд и Светската банка за обнова и развој. Во овој контекст, со ММФ почнаа да се реализираат бројни

аранжмани – Аранжман за системска трансформација (STF); Аранжман за структурно приспособување (ESAF), кој по три добиени транши беше прекинат поради косовската криза; Аранжман за финансирање во услови на неизвесност (CCFF); Аранжман за намалување на сиромаштијата и олеснување на растот (PRGF); Проширен заем на Фондот (EEF), итн. Истовремено, Светската банка на Македонија ѝ одобри голем број кредити и заеми под поволни услови. Една од придобивките на креаторите на клучните политики кај нас (фискалната и монетарната), според моето мислење, е стекнувањето нови знаења за начинот на поставеност на политиките, нивната меѓузависност и координираност во остварувањето на стабилизацијата на македонската економија. Мислам дека стекнатите искуства од соработката со меѓународните финансиски институции беа драгоценци за нас и придонесоа Република Македонија, почнувајќи од 1995 година па наваму, да одржува висока ценовна стабилност и квалитативно да ја подобрува сопствената макроекономска рамка (за ова види пошироко: Фити, 2004).

Од теоретскиот дел на трудов се наметнува заклучокот дека прашањето за координираноста на фискалната и на монетарната политика е вонредно комплексно и дека за координираноста, т.е. за некоординираноста на двете политики не може да се суди само низ призмата дали политиките (во напорите за стабилизација на економијата, односно во настојувањето актуелниот БДП да се приближи до потенцијалниот БДП) дејствувале во иста насока (дали биле комплементарни) или, пак, дејствувале како супститути. Напротив, другиот аспект на координираноста, кој, според мене, е уште позначаен, се однесува на ефикасноста на политиките. За ефикасноста на политиките (посебно за ефикасноста/неефикасноста на фискалната политика) претходно е доста кажано.

Во современите економски анализи за утврдување на ефикасноста на клучните политики (фискалната и монетарната) и за насоката на нивното дејствување (проциклично или контрациклично) се користат неколку битни фискални и економско-финансиски категории: *примарно буџетско салдо, тековно буџетско салдо, циклично присјособено буџетско салдо, фискален импулс, основна референцна каматна стапка и производствен јаз*.

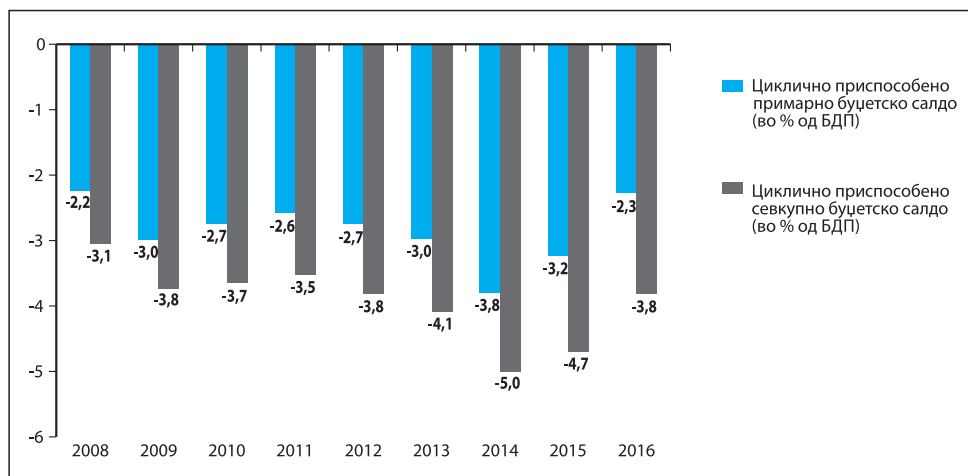
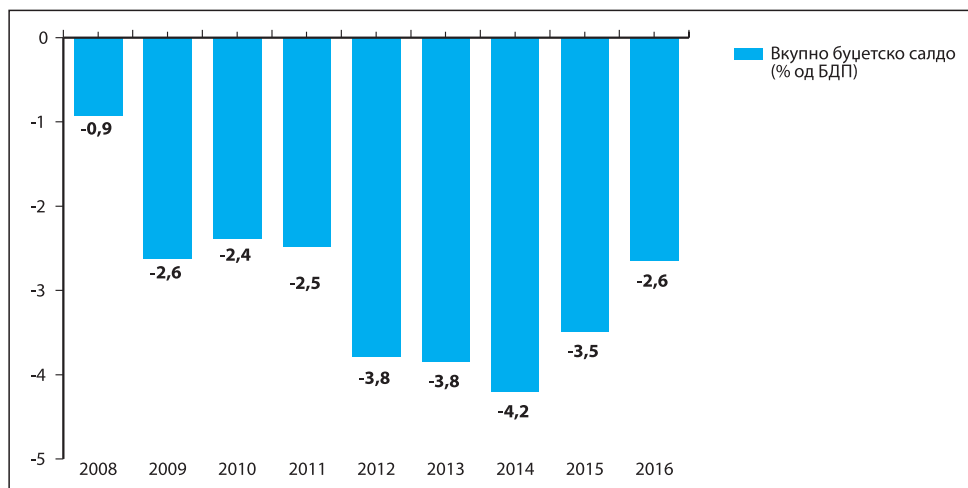
Примарното буџетско салдо ја претставува разликата меѓу вкупните буџетски приходи и вкупните буџетски расходи, намалени за износот на тековните камати за отплата на заемите. Овој показател го исклучува влијанието на однесувањето на фискалната политика во минатото. Поинаку кажано, тој го исклучува влијанието на претходните дефицити врз буџетот. Доколку буџетското салдо е во рамнотежа, тогаш владата е во можност да ги финансира буџетските расходи без задолжување, т.е. да ги финансира буџетските расходи со изворни буџетски средства – даноци, придонеси и неданочни приходи, значи со средства што не подлежат на враќање. Во таква ситуација, неплатениот долг расте во ист износ со порастот на каматните плаќања. И, понатаму, ако номиналниот пораст на БДП е доволен да ги покрие каматните плаќања,

коэффициентот долг/БДП останува ист, непроменет. Затоа, примарното буџетско салдо е едноставен, квалитетен показател за одржливоста на јавните финансии.

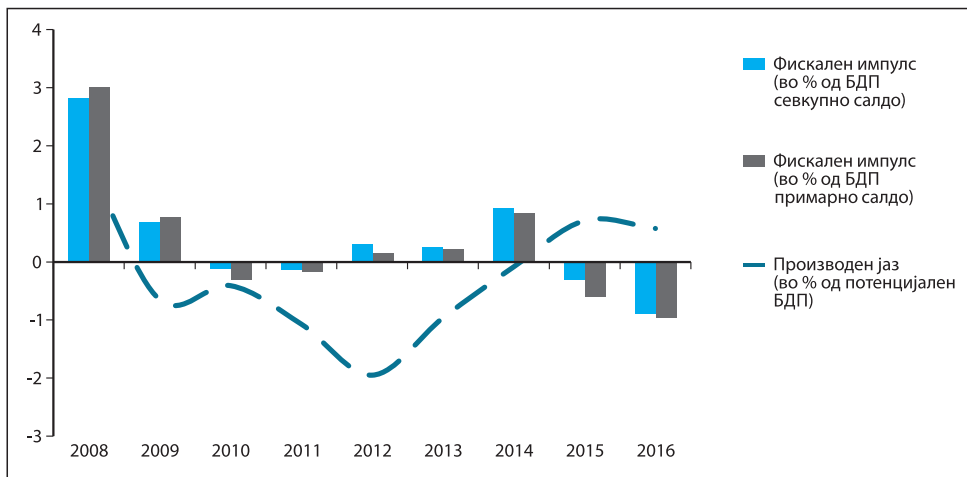
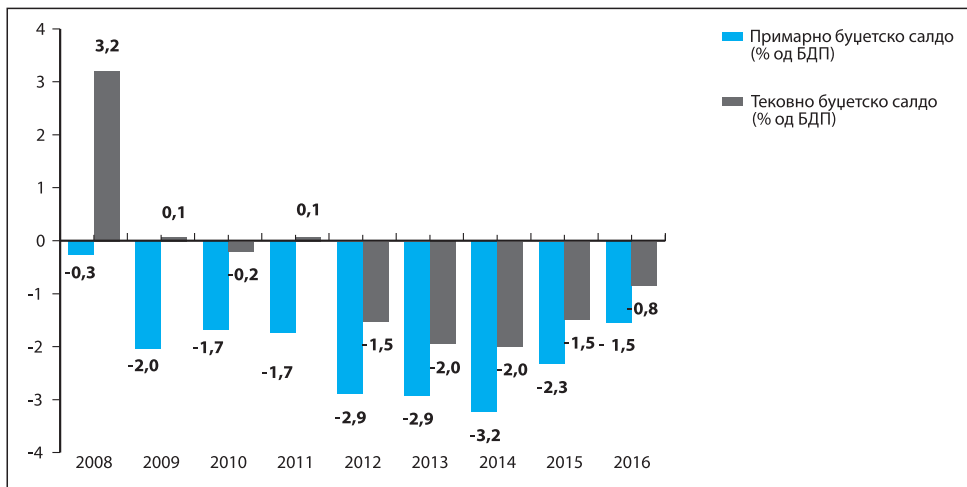
Тековното буџетско салдо ја претставува разлика меѓу тековните буџетски приходи, т.е. приходите од даноци и придонеси и неданочните приходи, како и вкупните и тековните буџетски расходи, т.е. расходите за плати и надоместоци, за стоки и услуги, за трансфери и за камати.

ГРАФИКОН 4.6

ФИСКАЛНИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА



Циклично приспособеното буџетско салдо претставува категорија со висока аналитичка вредност и се користи за да се согледаат привремените ефекти врз буџетските варијабли, т.е. врз буџетските приходи и буџетските расходи, од цикличната компонента на економската активност, т.е. од отстапувањето на актуелниот БДП од потенцијалниот БДП. Притоа, вообичаено, приспособувањето на буџетските приходи на отстапувањето на актуелниот од потенцијалниот БДП се врши со коефициент



Извор: НБРМ

на еластичност 1, а на буџетските расходи со коефициент на еластичност нула (0). На овој начин, фактички, се добива структурниот буџетски дефицит (иако, според дефиницијата на ММФ, двете категории: циклично приспособен буџетски дефицит и структурен буџетски дефицит – не се сосема идентични), кој настанува во услови на рецесионен јаз, кога актуелниот БДП е под потенцијалниот, поради што фискалната политика влијае врз стабилизацијата на економијата со намалување на даночните стапки или со зголемување на јавните расходи, или пак, со комбинација на двете мерки. Без оглед која опција од посочените мерки на дискреционата политика ќе се користи, во економијата се јавува структурен буџетски дефицит. Бидејќи структурните дефицити се резултат на промените на дискреционата политика, циклично приспособените буџетски дефицити се значајни за согледување на карактерот на фискалната политика (дали била контрациклична или проциклична – тоа се утврдува доколку во анализата се вклучи и производствениот јаз), за ефектите од стабилизационата фискална политика, за фискалната одржливост и сл. (Baumol and Blinder, 2012, pp. 658).

Фискален импулс е разлика меѓу циклично приспособеното салдо во претходната и во тековната година.

Висината на **основната (референтната) каматна стапка** е показател за насоката на дејствување на монетарната политика.

Производствениот јаз (разликата меѓу актуелниот и потенцијалниот БДП) е индикатор за цикличното движење на економијата.

НБРМ, исто така, ги користи споменативе фискални и економско-финансиски категории при анализата на оваа материја.

Од приложените графикони (на стр. 162 и 163) и од движењето на одделните фискални категории (кои претходно ги дефиниравме) може да се донесат неколку релевантни заклучоци:

- Примарното буџетско салдо по 2008 година, и особено во периодот 2011–2014 година, манифестира тенденција на влошување, т.е. примарниот буџетски дефицит во 2008 година изнесувал само 0,3%, во 2009 година се зголемил на 2%, за да достигне 2,9% во 2012 година и 3,2% во 2014 година. Ваквото движење на примарното буџетско салдо, *de facto*, го покажува „навлекувањето“ на долгот на македонската економија, односно покажува зошто тој за шест години (2008–2014) го дуплирал своето учество во БДП на земјата. И понатаму, ваквото движење на примарното буџетско салдо покажува дека избраниот фискален пат води до брз пораст на долгот и неодржливи јавни финансии на среден рок. Намалувањето на примарниот буџетски дефицит во 2015 година за 0,9 процентни поени (од 3,2% на 2,3%, пак, покажува зошто во 2015 година јавниот долг расте побавно, т.е. пораснал за само 0,5% во однос на претходната година (види го графиконот 4.2., на страна 149).

- Од графиконите се гледа дека во 2015 година доаѓа до подобрување и на циклично приспособеното вкупно буџетско салдо (во однос на претходната година е помало за 0,3 процентни поени) и на циклично приспособеното примарно буџетско салдо (во однос на претходната година е помало за 0,6 процентни поени).
- Од разликата меѓу циклично приспособеното вкупно буџетско салдо во 2014 и 2015 година се гледа дека буџетскиот импулс во 2015 година е благо негативен, односно помал за 0,3 процентни поени. Но, имајќи го предвид стеснувањето на производниот јаз во 2015 година (испрекинатата линија на графиконот), може да се заклучи дека негативниот буџетски импулс упатува на контрацикличен карактер на фискалната политика.

Во продолжение давам сумарен преглед за насоката на дејствување на фискалната и на монетарната политика во случајот на Република Македонија.

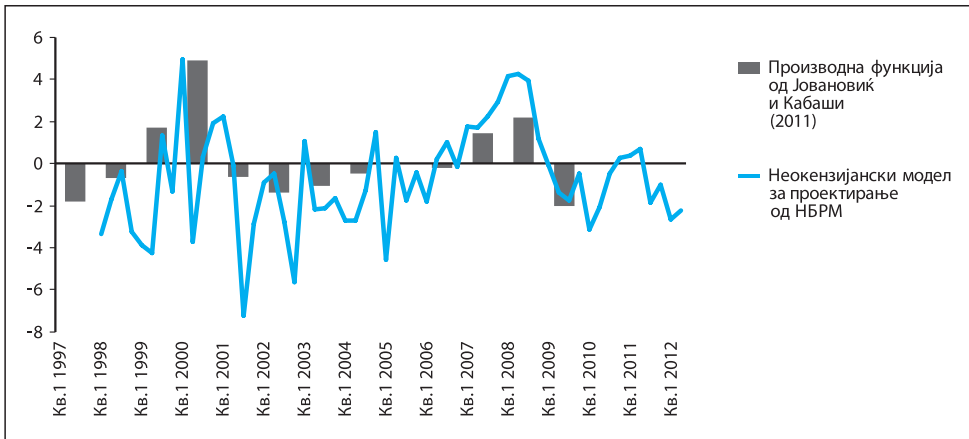
Прво, во раните транзициски години (периодот 1992–1994 година) фискалната политика дејствуваше проциклично. Имено, буџетскиот дефицит во 1992 година изнесуваше 9,8%, а во 1993 година дури 13,7%. Во овој период, буџетската политика беше значаен генератор на енормната инфлација со којашто се соочи македонската економија. Буџетскиот дефицит во 1994 година беше намален на 2,7%. Но, и покрај тоа, некои емпириски студии потврдуваат дека процикличното однесување на фискалната политика беше типично за целиот период на имплементација на режимот на монетарно таргетирање (1992–1995): „...результатите покажуваат дека за време на иницијалниот период на транзиција, кога фокусот беше врз соборување на инфлацијата и кога беа применети различни монетарни стратегии, однесувањето на фискалната политика беше проциклично. Тоа сугерира дека фискалните власти не преземаа приспособени дискрециони фискални мерки за редуцирање на економските флуктуации“ (Angelovska Bezovska and al., pp. 31). По донесувањето на првата антиинфлациска програма, монетарната политика ја засили својата рестриктивност (дејствуваше антициклично), но само краток временски период (три месеци), а потоа повторно продолжи двоцифрениот монетарен раст. Во периодот по 1995 година фискалната политика дејствуваше антициклично, одржувајќи ниски буџетски дефицити. Нејзината рестриктивност во периодот 1996–1998 година беше дополнително зголемувана и со директната поддршка што ѝ ја испорачуваше фискалната на монетарната политика преку трансфер на високи денарски износи (депозити) на сметката на НБРМ. Во овој период продолжија и монетарните рестрикции, кои, исто така, беа дополнително заострувани со примена на административни мерки – контрола и ограничување на кредитниот потенцијал, т.е. на кредитната активност на комерцијалните

банки. Според тоа, двете политики по 1995 година беа рестриктивни и дејствуваа во насока на сведување и одржување на инфлацијата на едноцифрен износ, создавајќи, притоа, услови за динамизирање на економскиот раст во периодот по 1997 година.

Второ, во текот на 2000 година македонската економија навлезе во фаза на експанзија, која беше прекината кон средината на 2001 година поради внатрешниот конфликт во земјата. Тоа услови пад на економската активност и негативен производствен јаз, кој се одржуваше до крајот на 2004 година. Потоа, од почетокот на 2006 година економијата повторно навлезе во фазата на експанзија, која траеше до крајот на 2008 година. Ефектите од Глобалната криза во Македонија стигнаа со одредено задоцнување – македонската економија посилно ги почувствува во 2009 година, што услови негативен производствен јаз, кој, фактички, се одржува до денешни дни.

ГРАФИКОН 4.7.

ПРОИЗВОДСТВЕНИОТ ЈАЗ ВО МАКЕДОНСКАТА ЕКОНОМИЈА ПРЕСМЕТАН ВРЗ ОСНОВА НА ДВА МЕТОДА



Извор: Фити, Т., Филипovski, В., Богоев, Ј. и Трпески, П. *Појтенцијалноиот бруто-домашен производ и природнаија стајка на невработеност во Република Македонија*, изд. МАНУ, Центар за стратeгиски истражувања, Скопје, 2013

Фискалната политика во текот на експанзијата во 2000 година дејствуваше контрациклично – 2000 година заврши со суфицит на централниот буџет и на фондовите во износ од 2,4%. Со отпочнувањето на внатрешниот конфликт, економијата навлезе во зона на негативен производствен јаз, поради што фискалната политика одговори со креирање на високи буџетски дефицити во текот на 2001 и 2002 година (5,9% и 5,2%, соодветно). Потоа следува период на фискална консолидација и нагло намалување на буџетските дефицити, кој порано го означивме како шок на страната на агрегатната побарувачка. Затегнувањето на фискалната политика траеше до 2008 година. Монетарната политика во текот на 2000 година беше рестриктивна, т.е. кон-

трациклична. Од друга страна, за време на војната централната банка реагираше со остра монетарна контракција, т.е. со силно покачување на основната каматна стапка, за да ги неутрализира притисоците на девизниот пазар и да го одбрани фиксниот курс на денарот. Ваквата реакција на монетарната политика се случи во време кога економијата навлезе во негативен (рецесионен) производствен јаз, што упатува на проциклично дејство на монетарната политика. Во ваква ситуација би требало да се очекува обратна реакција на монетарната политика, т.е. намалување на каматната стапка и зголемена понуда на пари за да се осигури заживувањето на економската активност. Но, очевидно, стратегијата на таргетирање на девизниот курс (*de facto*, фиксен девизен курс) не дозволува таков одговор на монетарната политика. Ова покажува дека режимот на фиксен девизен курс го лимитира водењето стабилизациона монетарна политика. Во годините што следеа НБРМ продолжи со имплементирање на рестриktivна монетарна политика, одржувајќи високи (двоцифрени) каматни стапки практично до крајот на 2005 година. По 2005 година дојде до значајно олабавување на монетарната политика – во периодот од септември 2005 до почетокот на 2008 година, како што нотиравме и порано, каматната стапка забележа збирен пад од 5 процентни поени и на почетокот на 2008 година го достигна нивото од 5%.

Трето, со појавата на Големата рецесија 2007–2009 година, дојде и до пресврт во поставеноста и во функционирањето на клучните политики. Политиката на фискална строгост беше напуштена во периодот по 2008 година, а монетарната политика одговори со зголемување на каматните стапки на благаяничките записи – тие во 2009 година го достигнаа нивото од 9%. Потоа, во периодот по 2009 година дојде до олабавување на монетарната политика, проследено со постојано намалување на каматните стапки. Во 2013 година основната каматна стапка беше сведена на историски најниското ниво од 3,25%. Последниот пресврт во монетарната политика е забележан во почетокот на 2010 година, кога започна периодот на постојано олабавување, изразено преку постепено намалување на каматните стапки до нивото од 3,25% во средината на 2013 година. Во следните две години, основната каматна стапка остана непроменета – одредено затегнување на монетарната политика се случи во 2016 година како резултат на заострувањето на политичката криза на земјата – тоа услови пораст на каматната стапка на 4%, а на крајот на 2016 година НБРМ ја намали каматната стапка за 0,25 процентни поени и ја сведе на 3,75%.

Досегашната анализа ни овозможува да ги донесеме следниве заклучоци за координираноста на клучните политики во македонската економија:

- Во периодот 1992–1994 година фискалната политика дејствуваше проциклично, а монетарната политика само во еден релативно краток временски период дејствуваше контрациклично, односно само во релативно краток временски период двете политики се однесуваа како супститути.

- Во периодот 1995–1999 година двете политики дејствуваа антициклично, со цел да ја задржат ниската (едноцифрена) стапка на инфлација во периодот по 1996 година.
- За време на експанзијата на економската активност, во текот на 2000 година, двете политики дејствуваа во иста насока, т.е. контрациклично, за да го ублажат прегревањето на економијата.
- Во конфликтните години (2001 и 2002) двете политики дејствуваа во спротивна насока, односно се однесуваа како супститути – на фискалната експанзија монетарната политика одговори со остри рестрикции.
- Во периодот по 2003 година, особено во текот на 2004 и 2005 година, нагласените фискални рестрикции беа проследени и со монетарни рестрикции, т.е. двете политики дејствуваа проциклично (економијата тогаш беше во зона на рецесионен производствен јаз). Одговорот на политиките во овој период, според моето мислење, не може да се оквалификува како прудентно однесување, бидејќи намалувањето на буџетскиот дефицит беше остро и нагло – буџетскиот дефицит во 2003 во однос на 2002 година беше намален за повеќе од 4 процентни поени, а потоа (во 2005 година) беше трансформиран во буџетски суфицит. Ваквото затегнување на фискалната политика беше проследено и со монетарни рестрикции. Резултатот беше типично негативен шок на страната на агрегатната побарувачка што придонесе за стагантни стапки на економскиот раст.
- По појавата на Големата рецесија и напуштањето на политиката на фискална строгост, централната банка одговори со монетарни рестрикции, што значи дека двете политики повторно дејствуваа како супститути.
- По 2010 година, со мали исклучоци, настапи период на комплементарно дејствување на двете политики.

ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА

Краткорочните флукуации на агрегатната економска активност (бизнис-циклусите, т.е. економските циклуси) се иманентна карактеристика на современите економии. Тие се повторуваат постојано, но во основа, во неправилни и непредвидливи временски периоди, т.е. во неконзистентни амплитуди на замена на рецесиите со експанзии и на експанзиите со рецесии. Како и да е, рецесиите и посебно тешките и пролонгирани рецесии (каков што беше случајот со Големата депресија 1929–1933 година и Големата рецесија 2007–2009 година) ги предизвикуваат најголемите евидентирани загуби на економиите (Семјулсон) и се означуваат како најголем непријател на капитализмот (Кругман). Затоа, владите на современите економии настојуваат преку мерките и инструментите на клучните макроекономски политики – фискалната политика и монетарната политика – да ги ублажат последиците од бизнис-циклусите, односно да го приближат, толку колку што е возможно, движењето на актуелниот БДП до потенцијалниот БДП. Оттука, клучната функција на макроекономските политики е стабилизација на економиите.

Овој труд ги сублимира промените во релативното значење на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) за стабилизацијата на економиите во периодот од настанувањето на макроекономската наука до денешни дни. Брзиот прогрес на макроекономската наука по Втората светска војна и, особено, по појавата на неокласичната синтеза, има силно влијание врз конципирањето и функционирањето на макроекономските политики, врз промените на нивното релативно значење за стабилизацијата на економиите, врз подобрувањето на нашето разбирање за можностите и ограничувањата на политиките и врз нивната ефикасност/неефикасност.



Во периодот на настанувањето на модерната макроекономска наука (со појавата на *Ойшџајта теорија за вработеноста, камџајта и џарџиџе* на Џон Мејнард Кејнз во 1936 година), дебатите и конфронтациите за релативното значење на политиките се водат во рамките на т.н. кејнзијанско-монетаристички контроверзии. Во согласност со Кејнзовото тврдење дека главните причини за појава на економски кризи се на страната на агрегатната побарувачка (за време на Големата депресија економиите беа фатени во замката на ниска агрегатна побарувачка поради нестабилноста, односно опаѓањето на инвестициите и колапсот на маргиналната ефикасност на капиталот), Кејнз се застапувал за водење експанзивна фискална и експанзивна монетарна политика. Кејнз на фискалната политика ѝ придавал многу поголемо значење за стабилизацијата на економиите, поради неколку причини: монетарната политика е неефикасна во услови на депресија (кога се јавува феноменот на ликвидносна стапи-

ца –liquidity trap); кризите се детерминирани од немонетарни фактори; фискалната политика има мултипликативни ефекти врз БДП. Раните критики на Кејнзовото економско учење (оние на Хазлит, Хјут, Винер, Хајек и др.) генерално ја оспоруваа и ја проблематизираа валидноста на Кејнзовата економска филозофија и, посебно, нејзините импликации врз економските политики. Класичарите во овој период предупредуваа дека експанзивната монетарна политика води кон инфлација и нереално ниски каматни стапки, а експанзивната фискална политика кон пораст на државните расходи и на буџетскиот дефицит, како и кумулирање на јавниот долг, односно двете заедно кон силен државен интервенционизам. Нобеловецот Милтон Фридман во 1968 година, во својата позната статија „Улогата на монетарната политика“, најдиректно се конфронтира со Кејнз и настојува да ги оспори Кејнзовите гледишта за неефикасноста на монетарната политика во време на депресија. Тој тврди дека грешките на ФЕД за време на Големата депресија (намалувањето на понудата на пари за една третина во екот на кризата) „трагично ја атестираа“ моќта на монетарната политика и дека монетарната политика, како „вонредно ефикасна машина“, може добро да им служи на економиите, под претпоставка дека ќе се избегнат капитални грешки во нејзиното имплементирање.



Неокласичната синтеза, преку придонесите на проминентните економисти, нобеловците Семјуелсон, Хикс, Тобин и Модилјани, ги синтетизираше, на логичен и конзистентен начин, на едно место, дотогашните економски идеи и придонеси на класичните и на кејнзијанските економисти. Неокласичната синтеза, иако од формална гледна точка може да се оквалификува како еклектички концепт, суштински е многу повеќе од „чиста еклектика“, синтетички гледано, најмалку од две причини. **Прво**, испитувањето на сложените макроекономски процеси и феномени покажа дека принципите и законитостите на функционирање на економиите на краток и на долг рок се различни. Токму разликувањето на краткиот и долгиот рок во економијата има круцијално значење за разбирањето на сложените макроекономски процеси. Разликувањето на краткиот и долгиот рок е посебно значајно и за конципирање и водење на ефикасни макроекономски политики. Спознанијата дека монетарната и фискалната експанзија, на краток рок, влијаат врз реалните фактори (ги зголемуваат инвестициите, БДП и вработеноста), но на долг рок, реалните фактори се враќаат на првобитното рамниште, а економијата завршува во зона на повисока инфлација, укажаа на сериозните лимити на дискреционите макроекономски политики. **Второ**, неокласичната синтеза придонесе за појавата на круцијални макроекономски концепти: потрошувачката, штедењето и инвестициите, Филипсовата крива на долг рок, економскиот раст и макроекономското моделирање, и овозможи импозантен

прогрес на макроекономската наука, т.е. ја означи т.н. златна доба на модерната макроекономија.

По неокласичната синтеза и посебно во периодот на шеесеттите и седумдесеттите години на минатиот век, конфронтациите за макроекономските политики на релација некејнзијанци – монетаристи главно се водеа околу три значајни групи макроекономски прашања: значењето на фискалната, односно на монетарната политика за стабилизацијата на економијата; Филипсовата крива и дискрециони макроекономски политики или политики базирани врз правила. Во овој период погледите на двете конкурентни макроекономски школи (умерените кејнзијанци и монетаристите) за релативното значење на макроекономските политики за стабилизацијата на економиите не претрпеа посуштински промени. Умерените кејнзијанци и понатаму тврдеа дека приматот при стабилизацијата на економиите ѝ припаѓа на фискалната политика, поткрепувајќи ги ваквите погледи со аргументи, кои во основа, ги застапуваше Кејнз, а монетаристите, посебно Фридман, останаа на тврдењето дека монетарната политика е поефикасна во зауздувањето на бизнис-циклусите.

По неокласичната синтеза се одвиваа и т.н. рани дебати и конфронтации околу дилемата: дискрециони макроекономски политики или политики базирани врз правила. Најсинтетички гледано, економистите кејнзијанци се застапуваат за водење дискрециона фискална и дискрециона монетарна политика за стабилизација на нарушените текови во економијата. Економистите монетаристи, поттикнати од сознанијата за нестабилноста на trade-off-от меѓу невработеноста и инфлацијата на долг рок, се противат на водењето дискрециона фискална и дискрециона монетарна политика. Тие инсистираа фискалната политика да дејствува преку автоматските стабилизатори или преку долгорочни правила: законска обврска за одржување урамнотежен буџет, правила за трошење на буџетските средства и сл. Во сферата на монетарната политика, под влијание на Фридман, монетаристите инсистираа на правилото за ниска и константна (фиксна) стапка на пораст на монетарната маса. Аргументите на кејнзијанците за потребата од дискрециони политики одеа на линија на тоа дека автоматските стабилизатори се значаен, но недоволен механизам за стабилизирање на економијата, дека владите, особено во епизоди на тешки рецесии или силни експанзии, не смеат да седат со скрстени раце и дека стимулирањето или ограничувањето на агрегатната побарувачка преку водење дискрециони политики е моќен инструмент за стабилизација на економиите. Конфронтациите и раните дебати по ова прашање не доведоа до конзенсус. Напротив, економистите од двата табора останаа на сопствените позиции.

Долг период по Втората светска војна, практично до почетокот на 1980-тите години, застапниците на дискреционите макроекономски политики, т.е. економистите од некејнзијанска провениенција, како доминантна струја во рамките на макроекономијата во тој период, тврдеа дека политиките треба да бидат поактивни,

доколку невработеноста, односно инфлацијата е повисока. Но, ваквите заклучоци беа сериозно проблематизирани со големата замена на парадигмите во макроекономијата (од кејнзијанизам кон монетаризам) и со појавата на неколку круцијални макроекономски концепти од неокласична провениенција: Филипсовата крива на долг рок, Критиката на Лукас, неефикасноста (ирелевантноста на политиките) и не(е)фикасноста на политиките низ времето. Сите тие укажаа на бројните слабости и ограничувања на дискреционите политики и придонесоа за подобро разбирање на нивната природа, нивните реални можности и ограничувања и за потребата од нивно редизајнирање. Конфронтациите и дебатите за круцијални макроекономски прашања и теми, а во тој контекст и за макроекономските политики, во периодот по 1980 година, во рамките на главното јадро на модерната економија, се водеа на релација нови класичари – нови кејнзијанци. Новите кејнзијанци, како типични еклектичари, во своето учење прифатија дел од сознанијата што произлегоа од новокласичарските концепции, вклучувајќи го тука и тврдењето дека постои „суштинска неизвесност“ во врска со имплементацијата на активни макроекономски политики. Ваквите дебати и конфронтации резултираа со т.н. преткризен консензус (се мисли на консензусот пред појавата на Големата рецесија) за значењето на клучните политики – фискалната и монетарната. Синтетички гледано, основите на овој консензус може да се сумираат на следниов начин: на краток рок промените во агрегатната побарувачка под дејство на клучните макроекономски политики (фискалната и монетарната) влијаат врз аутпутот – врз БДП и нивото на вработеноста; на долг рок инфлацијата секогаш и секаде е монетарен феномен; фискалната политика има краткорочни, среднорочни и долгорочни ефекти врз бруто-домашниот производ. Повисокиот буџетски дефицит најчесто го зголемува БДП на краток рок. На среден рок, поради зголемената побарувачка на пари и порастот на каматните стапки, неговото позитивно дејство врз аутпутот исчезнува. На долг рок, поради феноменот на crowding-out, се намалува акумулацијата на капиталот и големината на аутпутот; на краток рок креаторите на монетарната и на фискалната политика се соочени со замена, со компромис меѓу инфлацијата и невработеноста, а на долг рок trade-off-от меѓу невработеноста и инфлацијата исчезнува; во благи рецесии монетарната стабилизациона политика е помоќна и покорисна од фискалната стабилизациона политика. Поради тоа, се претпочита фискалната политика да дејствува преку автоматските стабилизатори; монетарната политика, во периоди на остри и пролонгирани рецесии, е релативно неефикасен инструмент за стимулирање на заздравувањето на економијата. Во услови на егзистенција на ликвидносна стапица, фискалната политика е поефикасна во надминувањето на депресиите; дискреционите стабилизациони политики (фискалната и монетарната) се соочени со значајни лимити, поради што политиките базирани врз правила се преферираат пред политиките базирани врз дискреции; ниските и стабилни стапки на инфлација се добри за бизнисите и за економскиот раст; рацио-

налните очекувања претставуваат основа за комуникација на економските субјекти со иднината – за антиципирање на иднината.



Овој труд обрнува посебно внимание на поставеноста, функционирањето и ефикасноста/неефикасноста на фискалната и на монетарната политика во услови на големи кризи – Големата депресија 1929–1933 година и Големата рецесија 2007–2009 година. Дел од проминентните американски макроекономисти (Бернанке, Менкју и др.) со право нагласуваат дека Големата депресија беше „основен мотивациски настан“ во кариерите на голем број економисти-нобеловци (Клајн, Модилјани, Семјуелсон, Солоу, Тобин) и дека останува значаен интелектуален предизвик до денешни дни, бидејќи го овозможи брзиот прогрес на модерната макроекономија и продолжи да влијае врз „верувањата на макроекономистите“ за препораките врзани за клучните политики. Нема сомнение дека и Големата рецесија 2007–2009 година ќе одигра слична улога и ќе претставува значаен „мотивациски настан“ за модерната макроекономска наука, односно ќе инспирира нови истражувања, т.е. ќе овозможи да се извлечат значајни лекции за круцијални прашања, вклучувајќи ги тука и прашањата за одговорот на политиките и за зголемувањето на нивната ефикасност во стабилизацијата на економиите. Оценките за поставеноста, дејствувањето и ефектите на фискалната и на монетарната политика за време на Големата депресија не смеат да го запостават фактот дека во тоа време макроекономската наука беше во својот зародиш и дека навистина малку се знаеше за стабилизационите ефекти на клучните политики. Овој факт во значајна мера дава одговор на прашањето зошто и фискалната и монетарната политика за време на Големата депресија, во САД, но и во другите високоразвиени земји, *de facto*, дејствуваа проциклично. Ваквиот заклучок денес преовладува кај американските економисти, меѓу другото, и под дејство на истражувањата на оваа проблематика на Броун Чандлер, Еишенгрин, Бернанке, подоцна на Кристина Ромер и др. Имено, оцените за фискалната политика одат на линија на тоа дека, наспроти верувањето дека Рузвелт воведо големи фискални стимули, фискалната експанзија беше мала, по обем и структура (не надмина 1,5% од БДП), траеше кратко, односно предвреме беше суспендирана, воопшто не содејствуваше со тежината на кризата и, според тоа, на фискалната политика не може да ѝ се припише заслугата за надминување на Депресијата. Што се однесува до оцените за монетарната политика, денес преовладува мислењето дека Фридмановото објаснување за грешките на ФЕД, како главна причина за појава на Големата депресија, е само дел од сторијата за најкатастрофалната криза во историјата на бизнис-циклусите. Фридмановата експликација не дава одговор, или барем не дава задоволителен одговор, на прашањето: зошто и како Големата депресија брзо се прошири во другите земји и стана синхронизирана,

т.е. се трансформира во светска криза. Одговорот на ова прашање треба да се бара во постоењето на златниот стандард и настојувањето на САД и другите земји да го одбраната златното важење. Шпекулативните напади на валутите на Велика Британија и на САД резултираа со губење на златните резерви и ги принудуваа овие земји да посегнат по зголемување на каматните стапки за време на кризата. Потребата да се одржи фиксен девизен курс меѓу паричните единици во рамките на златниот стандард ги принудуваше и другите земји да применуваат слична монетарна политика. Се разбира, ваквата реакција се сведува на рестриктивна монетарна политика, значи, проциклична монетарна политика, која, наместо да ја лечи, ја засилува депресијата.

Во текот на Големата депресија се јави феноменот на ликвидносна стапица (Кејнс прв го воведува концептот на ликвидносна стапица во економската теорија). За концептот на ликвидносна стапица се типични, би рекол, две ситуации, како придружни појави на депресиите. Прво, депресијата предизвикува силно опаѓање на општото ниво на цените, а со тоа и на каматната стапка, како цена на парите. Фактички, стапката на инфлација може да навлезе во зона на негативни вредности (дефлација), а номиналните каматни стапки да се доближат до нула. Но, ова не претпоставува и постоење ниски реални каматни стапки. Ако номиналната каматна стапка се спушти на нула, а очекуваната (антиципирана) инфлација е -10% (како што беше тоа случај во одделни години на Големата депресија во САД), тогаш реалната каматна стапка изнесува 10% . Во ваква ситуација економските субјекти не се заинтересирани за земање кредити, а монетарната политика станува неефикасна – не може да ги подигне инвестициите и да го олесни заживувањето на економската активност. Второ, другата ситуација опишува состојба на ниска каматна стапка (да кажеме $0,5\%$) и на ниска стапка на инфлација, којашто се граничи со дефлација (на пример $0,6\%$). Во овој случај, реалната каматна стапка станува негативна ($-0,1\%$), а монетарната политика повторно е неефикасна – нема логика и понатаму да се зголемува понудата на пари, кога каматната стапка навлегла во негативна зона. Вакви епизоди во поновата светска економска историја се случуваа во Јапонија во втората половина на 1980-тите години и во деведесеттите години, и во САД и земјите од еврозоната за време на Големата рецесија 2007–2009.

Новиот термин за феноменот на ликвидносна стапица е *zero lower bound on interest rates (ZLB)*. Што покажуваат истражувањата и поновите искуства поврзани со феноменот на ниски каматни стапки – каматни стапки блиски до нулата, па дури и негативни каматни стапки?

Прво, во епизоди на ZLB монетарната политика станува неефикасна, а банкарскиот систем дисфункционален. Имено, и покрај големото инјектирање на ликвидност, банките соочени со банкарска паника (каков што беше случајот за време на Големата депресија) или, пак, со лоши пласмани и големи загуби на капиталот (каков што беше случајот за време на Големата рецесија) го напуштаат бизнисот или, пак, се

неспособни да позајмуваат. Американското искуство за време на Големата рецесија потврдува дека и покрај големото намалување на каматните стапки и нивното навлегување во негативна зона, банките не им позајмуваа пари со ниски каматни стапки дури ни на големите фирми со прилично добар рејтинг. Во вакви услови, пак, малите и средните претпријатија тешко доаѓаат до банкарски кредити, поради поголемиот ризик условен од дејството на бројни фактори: слаб менаџмент, недиверзифицирана производна програма, отсуство на историја на бизнисот, проблеми со хипотеките и сл. Некои автори (Стиглиц) тврдат дека е погрешно да се верува дека дури и големите корпорации со висок рејтинг во епизоди на ZLB ќе се одлучат да инвестираат само затоа што со дополнително инјектирање на ликвидност од страна на централната банка каматните стапки малку се намалиле. Во вакви ситуации инвестициите се намалуваат, а се намалува и потрошувачката на постарите луѓе, кои зависат од доходот што го остваруваат од штедните влогови. Оттука „страдаат“ двете клучни компоненти на агрегатната побарувачка: личната потрошувачка на домаќинствата и инвестициската потрошувачка на фирмите, т.е. доаѓа до намалување на агрегатната побарувачка, а со тоа и на можноста за надминување на рецесијата.

Второ, проблематизирањето на ефикасноста на монетарната политика во време на ZLB ги принудува владите да се свртат кон мерките и инструментите на експанзивната фискална политика за да се осигури заживување на економијата. Фискалните стимули за време на Големата рецесија во САД, во западноевропските земји, во Кина и во другите земји беа огромни. Иако фискалната политика се афирмира како моќен лост за надминување на епизодите на ZLB, таа, исто така, е соочена со бројни лимити, од кои најзначаен е оној поврзан со појавата на структурни буџетски дефицити и кумулирање на енормно висок јавен долг.

Трето, сето ова потврдува дека во епизоди на ZLB перформансите на економиите се влошуваат, а излезот од кризата се пролонгира.

Четврто, посебно загрижува фактот што, барем судејќи според поновите истражувања на оваа проблематика, епизодите на ZLB во иднина ќе бидат почести (почести отколку што претходно се претпоставуваше) поради историски ниското ниво на каматни стапки постигнато за време на Големата рецесија, кое се стреми да остане перзистентно и во иднина, дури и кога економијата функционира добро – блиску до нејзиниот потенцијал. Статистичката евиденција потврдува дека постои секуларна тенденција на намалување на рамнотежната каматна стапка во сите високоразвиени земји.

Петто, искуствата од Големата рецесија потврдуваат дека во борбата за справување со епизодите на ZLB, централните банки на високоразвиените земји (САД, земјите-членки на ЕМУ, Англија и Јапонија), со цел да ги превенираат дефлационистичките очекувања и да го зајакнат здравувањето на економиите, почнаа да применуваат неконвенционални мерки на монетарната политика. Нивната суштина

се огледа во тоа што централните банки јавно ја соопштуваат патеката на движење на инфлацискиот таргет, на референтната каматна стапка и на невработеноста, т.е. се обврзуваат дека нема да ја променат референтната каматна стапка сè додека не се покачи инфлацијата (до планираниот таргет) и сè додека стапката на невработеност не се сведе на ниво блиско до природната стапка на невработеност. Според тоа, клучните лостови на макроекономските политики за справување со ZLB за време на Големата рецесија беа: енормно високи фискални стимули, инјектирање на висока ликвидност од страна на централните банки и посегаше по мерки на неконвенционалната монетарна политика, т.е. нивна соодветна комбинација. Овие мерки придонесоа да се надмине кризата, иако не го отстранија ризикот од повторна појава на епизоди на ZLB.

Шесто, современата макроекономска наука засега нема нови и оригинални решенија за надминување на проблемот на ZLB. Се чини дека сите понудени солуции, кои главно, доаѓаат од водечките светски економисти, не се доволно ефикасни. Меѓу нив, посебно треба да се споменат следниве:

- превенција на дефлационистичките очекувања (Кристина Ромер) – проблемот со овој сет мерки лежи во фактот што тешко се менаџираат очекувањата на економските субјекти, посебно на приватниот сектор. Мислам дека овој заклучок е конзистентен со тврдењето на приврзаниците на хипотезата на *animal spirits*, дека животната енергија не е само „фрагмент на имагинацијата“ туку и фактор од немонетарна природа, со силно дејство врз бизнис-циклусите, особено од аспект на нивната долготрајност, условена од доминацијата на психолошките над економските детерминанти на кризите;
- зголемување на инфлацискиот таргет на централните банки за да се спречи навлегувањето на каматните стапки во нулта зона или дури во зона на негативни вредности (Бланшар) – проблемите со оваа солуција повторно се поврзани со тешкото менаџирање на очекувањата, но и со трошоците што ги предизвикува повисоката инфлација, опасностите од пазарна нестабилност и неизвесност, непопуларноста на оваа мерка кај јавноста и сл.;
- политика на таргетирање на ценовното ниво (Бернанке) – доколку инфлацијата во одреден период се движи под таргетот на централната банка, таа може да го компензира тоа со остварување повисока стапка на инфлација од таргетот во следниот период. Ефикасноста на ова решение се проблематизира во време на шокови на страната на агрегатната понуда (на пример, за време на шокови предизвикани од порастот на цената на нафтата), поради што централната банка ќе биде принудена да ја затегне монетарната политика, дури и ако економијата е во надолната фаза на економскиот циклус.
- Предлогот на Менкју и Вајнзирл во почетокот на појавата на епизоди на ZLB, кога краткорочната каматна стапка го достигнала zero bound нивото, а централ-

ната банка е неспособна да ја спроведува монетарната политика, фискалната политика да стапи на сцена и да дејствува, меѓутоа не на конвенционален кејнзијански начин (преку зголемување на владината потрошувачка), туку преку мерки што можат да ги поттикнат инвестициите, има свој *raison d'être*, бидејќи смета дека фискалната политика има свое влијание и врз агрегатната понуда. Меѓутоа, прашање е дали таквата политика може да испорача брзи ефекти, во услови кога епизодата на ZLB веќе стапила на сцена.



Во време на тешки кризи, во економијата се јавуваат нови идеи. Економистите веруваат дека “*ideas matter*”, но тука, како што правилно забележува Делонг, секогаш е неопходна доза претпазливост, бидејќи неадекватните, погрешните идеи, понекогаш можат да направат повеќе штета отколку корист. Анализата во овој труд потврдува дека Големата рецесија исфрли на површина бројни идеи (од кои само дел се нови, а другите, *de facto*, се стари идеи, поинаку формулирани – облечени во ново руво), за редизајнирање на клучните макроекономски политики и за зголемување на нивната ефикасност во справувањето со епизодите на ниски каматни стапки, кои често навлегуваат и во зоната на негативни вредности. Моето мислење за овие идеи е дека тие не можат да се означат како оригинални, дека нивната ефикасност е проблематична и дека, барем засега, не го нарушија битно преткризниот консензус за макроекономските политики. Сепак, тие заслужуваат да бидат одбележани, бидејќи, без сомнение, ќе претставуваат основа за нови дебати и конфронтации во модерната макроекономска наука и, со текот на времето, ќе придонесат за формирање стандардни економски знаења – нешто што е нормално за развојната траекторија на макроекономската наука. Во доменот на фискалната политика предлозите одат во правец на: афирмација на тврдењето дека моќта на фискалната економија во стабилизирањето на економиите во време на остри и пролонгирани рецесии е голема, дури и далеку поголема одшто се мислеше во преткризниот период; зголемување на ефикасноста на фискалната политика налага потреба за зголемување на фискалните стимули за слоевите од популацијата со повисока маргинална склоност кон потрошувачка; фискалните стимули, по обем, структура и временска димензионираност, треба да кореспондираат со тежината на кризата; и покрај бројните контрадикции во врска со фискалните мултипликатори како индикатори за ефикасноста/неефикасноста на фискалните стимули, останува фактот дека фискалните мултипликатори се поголеми во надолната фаза на економскиот циклус; неопходно е владите да креираат буџетски суфицит во добри времиња, за да се создаде фискален простор за „лоши времиња“ и за да се држат стабилни даночните стапки во различните фази на економскиот циклус, со што се превенира опасноста фискалната политика да дејствува проци-

клично (т.н. the tax smoothing principle). Во монетарната сфера Големата рецесија го наруши консензусот што преовладуваше во периодот по 1990 година, според кој примарна и единствена цел на централните банки е да се грижат за одржување на ценовната стабилност. Денес преовладува гледиштето дека централните банки, покрај на примарната цел, мораат да се фокусираат и на уште две цели: грижа за стабилноста на финансиските пазари и поддршка на економската активност. Другата промена во сферата на монетарната политика се однесува на делот од преткризниот консензус, кој инсистира на тврдењето дека ниската и стабилна инфлација е добра за економијата. Имено, овој дел од преткризниот консензус денес се надополнува со формулацијата дека ниската и стабилна инфлација е добар, но не и доволен услов за нормално функционирање на економијата. Идејата кај дел од академските економисти е ниско поставените таргети за стапката на инфлација (2% на годишно ниво во САД и 2% на годишно ниво во земјите на ЕМУ) да се зголемат, бидејќи тие носат опасност економиите да западнат во зона на ниски каматни стапки – ликвидносна стапица. Во периодот по Големата рецесија макроекономистите, дефинитивно, повеќе отколку што тоа беше случај претходно, укажуваат на големото значење на координацијата на фискалната и на монетарната политика. Дебатите околу ова прашање денес сè повеќе се водат во контекст на фискалната теорија за нивото на цените. Неколку заклучоци на оваа теорија ми изгледаат посебно значајни: **1.** фискалната политика, во најмала рака, има исто влијание врз општото ниво на цените како и монетарната политика; **2.** нивната координација е значајна и неопходна за постигнување на основната цел на стабилизационите политики – висока ценовна стабилност; **3.** тврдењето дека квантитативните олеснувања, во еден свој дел, значат само трансформација на едни владини обврски (искажани номинално) во други (на пари во трезорски обврзници), поради што нето-номиналниот износ на владините обврски останува непроменет, дава дополнително објаснување зошто стапките на инфлација упорно опстојуваат на вонредно ниско ниво и покрај силното зголемување на понудата на пари; **4.** давајќи нови аргументи за врските меѓу понудата на пари и инфлацијата, т.е. за детерминантите на инфлацијата, фискалната теорија за нивото на цените треба да се третира како надополнување на конвенционалното монетаристичко гледање за овој проблем, а не како негова супституција.



Во трудов е направена детална анализа на улогата на фискалната и на монетарната политика во стабилизацијата на македонската економија во периодот од прогласувањето на монетарната независност на земјата до денешни дни. Во продолжение, во сублимирана форма ги презентираме заклучните согледувања од оваа анализа.

Половина година по стекнувањето на независноста, Република Македонија ја прогласи и својата монетарна независност, во период кога земјата бележеше високи негативни стапки на движење на БДП, растечка невработеност, високи буџетски дефицити и вонредно висока инфлација (хиперинфлација). Инфлацијата својата кулминација ја достигна во 1992 год. (1664,4%). Хиперинфлацијата се закануваше со тотално рунирање на монетарниот систем на земјата. Затоа, нејзиното елиминирање беше прва и основна задача на креаторите на политиките. Од аспект на видовите на имплементирани монетарни стратегии за постигнување ценовна стабилност во, Република Македонија се разликуваат две фази: прва фаза (1992–1995), кога беше применета стратегија на монетарно таргетирање; и, втора фаза (од 1995 наваму), кога беше применета стратегија на таргетирање на девизниот курс.

Во продолжение даваме сумарен преглед за насоката на дејствување на фискалната и на монетарната политика во случајот на Република Македонија.

Во раните транзициски години (периодот 1992–1994 година) фискалната политика дејствуваше проциклично. Имено, буџетскиот дефицит во 1992 година изнесуваше 9,8% а во 1993 година дури 13,7%. Во овој период буџетската политика беше значаен генератор на енормната инфлација со која се соочи македонската економија. Буџетскиот дефицит во 1994 година беше намален на 2,7%. Но, и покрај тоа, некои емпириски студии потврдуваат дека процикличното однесување на фискалната политика беше типично за целиот период на имплементација на режимот на монетарно таргетирање (1992–1995). По донесувањето на првата антиинфлациска програма, монетарната политика ја засили својата рестриктивност (дејствуваше антициклично), но само краток временски период (три месеци), а потоа повторно продолжи двоцифрениот монетарен раст, што се покажа и како основна причина за неуспехот на првата антиинфлациска програма. Вистинскиот пресврт во политиката на дезинфлација се случи во 1994 година, кога Македонија, во соработка со ММФ, почна да спроведува храбра дезинфлациска програма (пристапот беше хетеродоксен). Фискалните и монетарните рестрикции, кои поради аранжманот со ММФ мораа доследно да се применуваат, на крајот на 1995 година ја сведоа просечната годишна стапка на инфлација на 15,2%, а веќе следната година таа достигна едноцифрен износ. Без оглед на неуспехот на првата антиинфлациска програма, факт е дека Македонија во периодот 1993–1995 година вложи силен антиинфлациски напор, кој, навистина, имаше висока социјална цена (стапките на раст на БДП беа негативни, а невработеноста манифестираше тенденција на пораст), но кој, истовремено, беше и нужен заради сведување на инфлацијата на едноцифрен износ.

Во периодот по 1995 година фискалната политика дејствуваше антициклично, одржувајќи ниски буџетски дефицити. Нејзината рестриктивност, во периодот 1996–1998 година беше дополнително зголемена и со директната поддршка што ѝ ја испорачуваше фискалната на монетарната политика, преку трансфер на високи

денарски износи (депозити) на сметката на НБРМ. Во овој период продолжија и монетарните рестрикции, кои, исто така, беа дополнително заострувани со примена на административни мерки – контрола и ограничување на кредитниот потенцијал, т.е. на кредитната активност на комерцијалните банки. Според тоа, двете политики по 1995 година беа рестриktivни и дејствуваа во насока на сведување и одржување на инфлацијата на едноцифрен износ, придонесувајќи, притоа, и за динамизирање на економскиот раст во периодот по 1997 година.

Во текот на 2000 година македонската економија навлезе во фаза на експанзија, која беше прекината кон средината на 2001 година, поради внатрешниот конфликт во земјата. Тоа услови пад на економската активност и негативен производствен јаз, кој се одржуваше до крајот на 2004 година. Потоа, од почетокот на 2006 година, економијата повторно навлезе во фаза на експанзија, која траеше до крајот на 2008 година. Фискалната политика во текот на експанзијата во 2000 година дејствуваше контрациклично – 2000 година заврши со суфицит на централниот буџет и фондовите во износ од 2,4%. Со отпочнувањето на внатрешниот конфликт економијата навлезе во зона на негативен производствен јаз, поради што фискалната политика одговори со креирање високи буџетски дефицити во текот на 2001 и на 2002 година (5,9% и 5,2%, соодветно). Потоа доаѓа период на фискална консолидација и нагло намалување на буџетските дефицити, кој, суштински гледано, се сведува на шок на страната на агрегатната побарувачка. Затегнувањето на фискалната политика траеше до 2008 година. Монетарната политика во текот на 2000 година беше рестриktivна, т.е. контрациклична. За време на војната централната банка реагираше со остра монетарна контракција, т.е. со силно покачување на основната каматна стапка за да ги неутрализира притисоците на девизниот пазар и да го одбрани фиксниот курс на денарот. Ваквата реакција на монетарната политика се случи во време кога економијата навлезе во негативен (рецесионен) производствен јаз, што упатува на проциклично дејство на монетарната политика. Во ваква ситуација би требало да се очекува обратна реакција на монетарната политика, т.е. намалување на каматната стапка и зголемена понуда на пари за да се осигури заживување на економската активност. Но, очевидно стратегијата на таргетирање на девизниот курс (*de facto*, фиксен девизен курс) не дозволува таков одговор на монетарната политика. Ова покажува дека режимот на фиксен девизен курс го лимитира водењето на стабилизациона монетарна политика. Во годините што следуваа НБРМ продолжи со имплементирање на рестриktivна монетарна политика, одржувајќи високи (двоцифрени) каматни стапки, практично до крајот на 2005 година. По 2005 година дојде до значајно олабавување на монетарната политика – во периодот од септември 2005 до почетокот на 2008 година каматната стапка забележа збирен пад од 5 процентни поени и на почетокот на 2008 година го достигна нивото од 5%.

Со појавата на Големата рецесија 2007–2009 година, дојде и до пресврт во поставеноста и функционирањето на клучните политики. Политиката на фискална строгост

беше напуштена во периодот по 2008 година. Во 2009 година буџетскиот дефицит изнесуваше 2,6% а во 2010 година 2,4%. И покрај предупредувањата на дел од експертската јавност, а и на ММФ, дека Македонија треба да биде крајно претпазлива во креирањето на буџетски дефицити, тие продолжија и понатаму да се зголемуваат: 3,8% во 2012, 3,9% во 2013, 4,2% во 2014 година. Со ваквата динамика на раст на буџетските дефицити и кумулирање на јавниот долг на земјата, за период од шест години (2008–2014 година) јавниот долг се дуплираше: од 23% како учество во БДП во 2008 година, на 46% во 2014 година. Следната година јавниот долг се приближи до 50% од БДП. Ваквата динамика на пораст на буџетските дефицити и јавниот долг е неодржлива од повеќе причини: прво, динамиката на пораст на јавниот долг оди далеку пред динамиката на пораст на БДП; второ, бруто-надворешниот долг на земјата (овој го содржи и долгот на корпоративниот сектор) надмина 73% од БДП и, според овој критериум, земјата е високо задолжена; трето, нормалното и редовно сервисирање (исплата) на долгот е во тесна корелација со извозните приходи на економијата, а Македонија, и покрај определеното зголемување на извозот и подобрување на неговата структура, евидентно во последниве неколку години, сè уште е земја со слаба извозна перформанса; четврто, ние веќе сега сме доведени во ситуација да се задолжуваме на домашниот и на странскиот пазар за покривање на растечките тековни буџетски расходи поврзани со големиот дефицит во пензискиот фонд, порастот на платите на јавната администрација, порастот на субвенциите за земјоделството и сл., што е апсурдно, бидејќи во фискалната теорија е азбучно правило (уште од времето на Кејнс) тековните буџетски расходи да бидат корелирани со редовните буџетски приливи, а буџетските дефицити со реализација на големи инфраструктурни проекти; петто, проблемите со нормалното сервисирање на јавниот долг ќе се усложнуваат и поради фактот што финансирањето на буџетските дефицити во својот позначаен дел се врши преку емитирање на еврообврзници, во релативно високи износи, кои се враќаат еднократно; шесто, земјата во значајна мера го исцрпи фискалниот простор, кој е вонредно значаен за стабилизациониот капацитет на фискалната политика при евентуално соочување со нови рецесии. Згора на тоа, треба да се има предвид дека ефикасноста на фискалните стимули, мерена преку концептот на фискалните мултипликатори, во случајот на Република Македонија е вонредно ниска. Имено, мултипликаторите на вкупните јавни расходи за периодот 2002–2014 година се многу ниски, односно далеку под еден, со напомена дека преовладуваат мултипликаторите со негативен предзнак. Мултипликаторите, пак, од типичната владина потрошувачка (вкупните јавни расходи намалени за износот на трансферите и јавните инвестиции), во истиот период, имаат уште повисоки негативни вредности. Дури и ефектите од капиталните расходи кај нас се атипични и отстапуваат од стандардната кејнзијанска теорија во двојна смисла: прво, тие, со мали исклучоци, се многу ниски и со негативен предзнак и, второ, нивните ефекти, со текот на времето, наместо да се засилуваат,

се исцрпуваат и покажуваат сè пониска економска ефикасност. Причините за тоа се јасни: структурата на самите капитални расходи кај нас е нестандартна, бидејќи во себе инкорпорира и буџетски позиции од непродуктивен карактер – административни згради, фасади, луксузни ентериери, коли и сл.; капиталните расходи поврзани со проектот Скопје 2014, кој одвлече големи буџетски средства, имаат претежно непродуктивен карактер и значаен дел од тие средства завршија надвор од македонската економија; и другите фактори што ја детерминираат ефикасноста на сите видови јавна потрошувачка, во тој контекст и на капиталните расходи, во случајот на Македонија се, исто така, неповолни. Република Македонија е мала земја, со скромен доход по глава жител, македонската економија се карактеризира со висока увозна зависност, состојбата на јавниот долг во последниве 6–7 години е значајно влошена, во земјата постојат неискористени ресурси и висока невработеност од структурен карактер, итн.

Сето ова покажува дека Македонија е соочена со предизвикот за подобрување на буџетскиот менаџмент и со преиспитување на приоритетите на јавните расходи. Тоа претпоставува отворање процес на фискална консолидација, покривање на товарот на пензиската пасива и подобрување на транспарентноста во сферата на јавните финансии.

По појавата на Големата рецесија, монетарната политика одговори со зголемување на каматните стапки на благајничките записи – тие во 2009 година го достигнаа нивото од 9%. Потоа, од почетокот на 2010 година дојде до олабавување на монетарната политика, проследено со постојано намалување на каматните стапки. Во 2013 година основната каматна стапка беше сведена на историски најниското ниво од 3,25%. Во следните две години основната каматна стапка остана непроменета – одредено затегнување на монетарната политика се случи во 2016 година, како резултат на заострувањето на политичката криза на земјата – тоа услови пораст на каматната стапка на 4%, а на крајот на 2016 година НБРМ ја намали каматната стапка за 0,25 процентни поени и ја сведе на 3,75%.

Според тоа:

- во периодот 1992–1994 година фискалната политика дејствуваше проциклично, а монетарната политика само во еден релативно краток временски период дејствуваше контрациклично, односно само во релативно краток временски период двете политики се однесуваа како супститути;
- во периодот 1995–1999 година двете политики дејствуваа антициклично, со цел да ја задржат ниската, едноцифрена стапка на инфлација во периодот по 1996 година;
- во конфликтните години (2000 и 2001) двете политики дејствуваа во спротивна насока, односно се однесуваа како супститути – на фискалната експанзија монетарната политика одговори со остри рестрикции;

- во периодот по 2003 година, особено во текот на 2004 и на 2005 година, нагласените фискални рестрикции беа проследени и со монетарни рестрикции, т.е. двете политики дејствуваа проциклично (економијата тогаш беше во зона на рецесионен производствен јаз). Ако фискалната политика беше принудена на таков одговор (поради големите буџетски дефицити креирани во конфликтните години), монетарната политика не мораше и не требаше да дејствува проциклично;
- по појавата на Големата рецесија и напуштањето на политиката на фискална строгост, централната банка одговори со монетарни рестрикции, што значи дека двете политики повторно дејствуваа како супститути;
- по 2010 година, со мали исклучоци, настапи период на комплементарно дејствување на двете политики.

Во трудот е поместена и кратка анализа на ефектите на Zero lower bound on interest rates врз македонскиот финансиски систем. Анализата покажа дека: а) во македонската економија нема класични бизнис циклуси. Но Македонија, како мала и отворена економија, е типичен случај на shock absorber, поради што рецесионите нарушувања во светската економија и особено во земјите на ЕУ, навистина со определено временско задоцнување (time lag), имаат значаен одраз врз вкупната економска активност на земјата; б) постои евидентна синхронизираност во движењето на референтната каматна стапка на НБРМ и на Европската централна банка, особено видлива во периодот по 2011 година, поради врзаноста на македонскиот денар за еврото и потребата нашата централна банка да го следи курсот на политиката на Европската централна банка. Референтната каматна стапка на Европската централна банка во периодот по 2014 година се доближи до нула, а референтната каматна стапка на НБРМ се стабилизира на историско најниското ниво од 3,25%; в) каматните стапки на кредитите и на депозитите и на корпоративниот сектор и на секторот на домаќинствата во Македонија значајно се намалија, но останаа во зоната на позитивни вредности, бидејќи тие во себе го инкорпорираат и ризикот на земјата; г) соочени со негативни каматни стапки во земјите на еврозоната, нашите комерцијални банки, кои значаен дел од девизите ги држат во земјите на ЕУ, настојуваа да ги неутрализираат ефектите од негативните приноси со оптимизација (прераспоредување на пласманите) во странските банки; д) состојбата на Zero lower bound on interest rates, т.е. ниските и негативни каматни стапки имаат значаен одраз врз приносите од инвестициите на девизните резерви во хартии од вредност. Комбинирајќи го принципот на сигурност на инвестирањето на девизните резерви со целта да се ублажат, толку колку што тоа е возможно, неповолните ефекти од ниските и негативни приноси во услови на ликвидносна стапица, НБРМ, при структурирањето и настојувањето за оптимизација

на инвестициското портфолио на девизните резерви, презема низа активности: најзначајниот дел од нашите девизни резерви беа инвестирани во финансиски инструменти со највисоки оценки за кредитниот рејтинг (од AAA до AA-), што упатува на вложувања со најниска изложеност на кредитен ризик; еден дел од инвестициите на девизните резерви НБРМ ги насочува во финансиски инструменти од типот A+ до A-, што претставува нешто послаб кредитен рејтинг, но се уште во зоната на висока сигурност на вложувањата; иако најзначајниот дел од инвестициите се насочени кон главните земји од еврозоната, каде што приносите се ниски или негативни, за да се осигури макар и умерен позитивен принос, НБРМ еден дел од инвестициите ги упатува и кон останатите економии од ЕУ; од аспект на структурата на финансиските инструменти, најзначајниот дел од инвестициите на девизните резерви се однесуваат на државни хартии и хартии од вредност со државна гаранција, но и дел на хартии од вредност со очекувана државна поддршка (овие обезбедуваат истовремено и повисоки приноси и релативно високо ниво на сигурност).

CONCLUSIONS

The short term fluctuations of the aggregate economic activity (i.e. business cycles, or economic cycles) have been an essential feature of the modern economies – they occur repeatedly, but in irregular and unpredictable time periods, i.e. with inconsistent amplitudes and changing duration of recessions and expansions. However, recessions, and the deep and prolonged recessions in particular (as were the Great Depression of 1929-1933 and the Great Recession of 2007-2009) have caused the largest registered losses for the economies (Samuelson) and have been considered as the worst enemy of capitalism (Krugman). Therefore, by using the key macroeconomic policies – monetary and fiscal policies - the governments of modern economies make efforts to mitigate the adverse consequences of business cycles, i.e. to bring the movements of the actual GDP as closer as possible to the movements of the potential GDP. Hence, the key function of macroeconomic policies is to stabilize the economies.

This study summarize the changes in relative importance of the key macroeconomic policies (fiscal and monetary) for the stabilization of economies during the period starting from the beginnings of macroeconomic science up to the present days. The fast progress of macroeconomic science after the World War Two and particularly after the formation of the Neoclassical Synthesis has had a profound impact on the design and implementation of macroeconomic policies, on changes in their relative importance in stabilizing the economies, on improving our understanding of the achievable goals and limits of those policies as well as their efficiency/inefficiency.



During the period of establishment of the modern macroeconomic science (with the publishing of the *General Theory of Employment, Interest and Money* by John Maynard Keynes in 1936), the debates and confrontations about the relative importance of the policies had been taking place within the framework of so-called Keynesian-Monetarist controversies. In accordance with his claim that the main reasons for economic crises are to be found on the aggregate demand side (during the Great Depression the economies were caught into a low aggregate demand trap due to instability and downfall of investment along the collapse of the marginal efficiency of capital), Keynes argued for implementation of both expansive fiscal and expansive monetary policies. Keynes was giving the fiscal policy more importance for stabilization of economy than the monetary policy for several reasons: i) the monetary policy is inefficient in times of depression (when there is a so-called liquidity trap); ii) the crises are determined by non-monetary factors; iii) the fiscal policy has multiplicative effects on GDP. The Nobel Laureate for economics, Milton Friedman, in its famous 1968 article “The Role of the Monetary Policy”, directly confronted with Keynes’s views and made arguments to oppose the Keynes’s claim about the inefficiency of monetary policy in times of economic depression. Friedman argues that the FED’s

mistakes during the Great Depression (when it reduced the money supply by a third) “had tragically attested the power of the monetary policy, and that the monetary policy, as a particularly efficient machine, can serve the economies well under the assumption that the big mistakes in its implementation are avoided”.



The Neoclassical Synthesis, by the contributions of some very prominent economists like the Nobel laureates Samuelson, Hicks, Tobin and Modigliani, synthesized, in a logical and consistent way, the economic ideas and contributions of both the classical and Keynesian economists at that time. The Neoclassical Synthesis, although from the formal point of view can be qualified as eclectic concept, essentially is much more than a “pure eclecticism”, because of at least two reasons: *First*, the investigations of the complex macroeconomic processes and phenomena showed that the principles and features of functioning of economies in the short run and in the long run are different. In fact, the very distinction between the short run and the long run is of crucial importance for understanding of complex macroeconomic processes. The distinction between the short run and the long run is particularly important for the design and implementation of macroeconomic policies. The insights that monetary and fiscal expansions may influence the real factors (i.e. increase employment, investment and GDP) in the short run, but that in the long run, the real factors return back to the initial levels, while the economy ends up with higher inflation, point out to serious limits of the discretionary macroeconomic policies. Second, the Neoclassical Synthesis has contributed to the development of some crucial macroeconomic concepts – consumption, saving and investment, the long run Phillips curve, economic growth and macroeconomic modeling which created conditions for impressive progress of the macroeconomic science and led to the so-called Golden Age of Modern Macroeconomics.

After the Neoclassical Synthesis, and particularly during the 1960s and 1970s, the confrontations between the neo-Keynesians and monetarists were focused on three issues of macroeconomic policies: the role of fiscal and monetary policies for stabilization of the economy; the Phillips curve and the discretionary versus rule-based macroeconomic policies. During that period, the views of the two competing macroeconomic schools of thought (the moderate Keynesians and the monetarists) on the relative importance of the macroeconomic policies for stabilization of the economy have not undergone substantial changes. The moderate Keynesians kept on arguing that the primary role for economic stabilization belongs to the fiscal policy (finding support for such argument in the Keynes’s own thinking), while the monetarists, and Friedman in particular, kept on arguing that it is the monetary policy which is more efficient in reining in business cycles.

After the Neoclassical Synthesis, a so-called early debates and confrontations on the issue of discretionary vs rule-based macroeconomic policies have taken place. On

a very general level, Keynesian economists have been in favour of discretionary fiscal as well as discretionary monetary policy aimed at stabilizing the economy. On the other hand, monetarist economists have argued against discretionary macroeconomic policies following the insights which indicate an instability of the trade off between unemployment and inflation in the long run. They insist on fiscal policy based on automatic stabilizers or on long-term rules – rules for balanced budget mandated by law, and rules for public expenditures, and etc. Regarding the monetary policy, and under Friedman's influence, the monetarists insist on a policy rule which introduces low and constant (fixed) rate of increase of money supply. The confrontations and early debates on this issue did not bring a consensus – on the contrary, the two camps retained their different positions.

Long after the World War Two, practically up to the beginning of the 1980s, the proponents of discretionary macroeconomic policies, i.e. the economists of the neo-Keynesian provenance have argued that the policies should be the more active the higher is the rate of unemployment or the higher is the inflation rate. But, such conclusions were seriously challenged with the great shift in paradigms in macroeconomics (from Keynesianism to monetarism) and with the advent of some crucial concepts of the neoclassical macroeconomics, such as: long run Phillips curve, Lucas's critique, inefficiency (irrelevance) of the policies and policies' inefficiency through time. All of them have pointed out to a number of weaknesses and constraints of discretionary policies and have contributed to better understanding of their nature, their real limits and the need for their redesign.

In the period after 1980 the confrontations and debates on the crucial macroeconomic issues, including those related to macroeconomic policies, have taken place between the two opposing schools of thought – new classics vs new Keynesians. The new Keynesians as typical eclectics, accepted some of the insights coming from the new classical concepts, including the claim that there is an inherent uncertainty with respect to the implementation of active macroeconomic policies. Those debates have resulted in the so-called pre-crisis consensus (i.e. the consensus before the advent of the Great Recession) on the importance of the key policies – fiscal and monetary. Synthetically, the foundations of this consensus may be summarized as the following: in the short run, the changes in aggregate demand caused by the two key macroeconomic policies affect the aggregate output – GDP and unemployment level; in the long run, inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; fiscal policy has short term, medium term and long term effects on GDP. Higher budget deficit very often increases GDP in the short run. In the medium run, due to increased money demand and the rise of interest rates, the positive impact on real output vanishes. In the long run, due to the crowding out effect, the capital accumulation and the volume of output fall; in the short run, monetary and fiscal policy's decision makers are faced with a trade off between unemployment and inflation, but in the long run such trade off vanishes as well; in times of mild recessions the monetary policy is more powerful and more useful than fiscal stabilization policy. Because of that, it is preferred that the

fiscal policy is implemented by way of automatic stabilizers; the monetary policy is relatively inefficient instrument for stimulating the recovery in times of deep and prolonged recessions. In a situation when there is a liquidity trap, the fiscal policy is more efficient in overcoming depressions; discretionary stabilization policies are faced with considerable constraints and that is the reason why rule-based policies are preferred to discretionary ones; low and stable inflation rates are good for the businesses and economic growth; rational expectations are the basis for communication of the economic agents with the future – for anticipating the future.



This study puts a special emphasis on the design and implementation as well as the efficiency/inefficiency of fiscal and monetary policy in times of big crises – the Great Depression 1929-1933 and the Great Recession of 2007-2009. The Great Depression has been the “main motivational event” in the careers of a number of renown economists – Nobel laureates, and it still remains an intellectual challenge even today. There is no doubt that the Great Recession of 2007 – 2009 will play a similar role and will be an important “motivational event” for the modern macroeconomic science in a sense that it will inspire new research and will provide an opportunity to learn important lessons for the crucial issues, including the policy responses and the ways how to improve their efficiency in stabilizing the economies.

When assessing the design, implementation and the effects of fiscal and monetary policy during the Great Depression it should be kept in mind that at that time the macroeconomic science was in its infancy, and that it knew very little about the stabilization effects of the key policies. This may explain why the fiscal and monetary policies in the US as well as in the other developed economies during the Great Depression were in fact pro-cyclical. Such conclusion is prevalent among the American economists, under the influence of the research by a number of economists including Brown, Chandler, Eichengeen, Bernanke, later by Christina Romer and others. Namely, the assessments of the fiscal policy of that time come to conclusion that despite the popular belief that Roosevelt introduced big fiscal stimuli, the fiscal expansion was in fact small (it was not more than 1,5% of GDP), it lasted shortly, i.e. it was suspended prematurely, it was not proportional to the scale of the crisis – therefore, the fiscal policy might not be given the credit for overcoming the Great Depression. Regarding the assessments of the monetary policy, the prevailing opinion today is that the Friedman’s explanation that the FED’s mistakes were the main reason for the Great Depression is considered as only a part of the story about the most catastrophic crisis in the history of the business cycles. The Friedman’s explanation does not give an answer, or rather does not give a satisfactory answer to the question why and how the Great Depression quickly spread from US across the other countries and became

synchronized, i.e. was transformed into a world crisis. The answer to this question may well be related to the Gold Standard which still existed at that time and the efforts by the US and the other countries to defend the Gold Standard. The speculative attacks on the US and British currencies resulted in steep fall in gold reserves and forced these countries to respond by raising the interest rates in time of a crisis. The need to maintain the system of fixed exchange rates imposed by the Gold Standard also forced the other countries to follow similar monetary policy. Of course, such a policy reaction boils down to a restrictive monetary policy, or in fact a pro-cyclical monetary policy, which, instead of curing, effectively reinforced the crisis. During the Great Depression the phenomenon of so-called liquidity trap had occurred. (In fact, Keynes was the first to introduce the concept of liquidity trap in the economic theory). There are, in my opinion, two situations typical of depressions that are also related to the liquidity trap. First, depression causes big fall of general price level, which then leads to a fall of interest rate (as a price of money). In fact, inflation rate may become negative, while nominal interest rate falls to zero. But this does not mean that real interest rate is low. If nominal interest rate fall to zero, and the expected (anticipated) inflation is -10% (as was the case in some years during the Great Depression in USA), then the real interest rate is +10%. In such a situation, economic agents are not interested in taking loans, and the monetary policy becomes inefficient, i.e. it cannot lift the investment and help recover the economic activity. Second, another situation is when the nominal interest rate is positive but very low (say 0,5%), and the inflation is also very low, almost close to deflation (say 0,6%). In such a situation, the real interest rate becomes negative (-0,1%), and the monetary policy becomes inefficient again – there is no sense to increase money supply any further, since the real interest rate is negative already. This type of situations have occurred in the recent economic history – the case of Japan in the second half of 1980s and in 1990s, and also in the USA and the Eurozone during the Great Recession 2007-2009. The new term for the liquidity trap phenomenon is now a zero lower bound on interest rate (ZLB). Although some contemporary economists point out that there is an essential difference between the classical and the modern concept of liquidity trap (this is mainly based on Keynes's argument that there exists an absolute liquidity preference, and Krugman's argument that it is in fact an excess liquidity holding), my opinion is that these two concepts, the liquidity trap and the zero lower bound on interest rate, are closely interconnected and that from the point of view of their consequences (the monetary policy inefficiency and the banking system dysfunctionality) there is no essential difference between the two.

What does the research on zero lower bound on interest rate show?

- First, in ZLB episodes the monetary policy becomes inefficient, while the banking system becomes dysfunctional. Namely, despite injecting a large amount of liquidity, the banks faced with a risk of bank panic (as was the case during the Great Depression) or with piles of bad loans and large capital losses (as was the case during the Great

Recession) leave the business or are unable to lend. The American experience with the Great Recession confirms that despite large cut in interest rates which even brought them into a negative territory, banks did not lend money at low interest rates even to big companies with good credit rating. In such conditions, it is even more difficult for small and medium-sized firms to get bank loans, due to weak management, undiversified production, lack of business history, problems with providing collateral and etc. Some economists (as Stiglitz) argue that it is a mistake to believe that even large corporations with highest ratings would decide to invest in a situation of ZLB only because the injection of liquidity by the central bank have somewhat lowered interest rates. Rather, in such situations investment declines, and so does the consumption of the elderly who depend on the income they receive from their savings. Therefore, the two key components of the aggregate demand – personal consumption of households and the investment consumption of firms – suffer a decline, which then reduces the possibility of overcoming the recession, by lifting up the aggregate demand.

- Second, the questioning of the efficiency of monetary policy in times of ZLB has forced the governments to turn to the instruments and measures of the expansionary fiscal policy in order to provide for a recovery of the economy. The fiscal stimuli during the Great Recession in USA, the west European countries, in China and other countries were huge. Although the fiscal policy was promoted as a powerful tool to deal with the episodes of ZLB, it also is faced with a number of limits, among which the most important are the structural budget deficits and the accumulation of considerable public debts.
- Third, all this shows that the episodes of ZLB additionally worsen the performances of the economy and prolong the pulling of the economy out of the crisis.
- Fourth, what is worrying is the fact that according to some more recent research the episodes of ZLB would be more frequent in the future (more frequent than what it was thought previously) due to the tendency of the post Great Recession's historically low interest rates to stay low permanently, i.e. even in times when the economy has recovered and operates close to its potential. The statistical evidence supports the conclusion that there is a secular tendency to lower equilibrium interest rate in all developed countries.
- Fifth, the experiences related to the Great Recession have shown that when fighting the episodes of ZLB, the central banks of advanced countries (USA, member countries of the Eurozone, UK and Japan) have implemented unconventional monetary policies in order to curb the deflationary expectations and to strengthen the recovery of their economies. Their essence is that the central banks publicly announce the future path of the inflation target, the policy interest rate and the unemployment rate, i.e. that they pre-commit that they will not change the policy

interest rate until inflation rate rise to the target level and until the unemployment rate falls to a level close to the natural rate of unemployment. Therefore, the key levers of the macroeconomic policies for dealing with the ZLB during the Great Recession were the following: enormous fiscal stimuli, injection of vast amount of liquidity by the central banks, and the use of unconventional monetary policy. All these measures were adequately combined to design a policy response to the Great Recession, and they contributed to overcoming the crisis, although they did not completely eliminate the risks of new episodes of ZLB taking place in the future.

- Sixth, the contemporary macroeconomic science has not come up with new and original solutions to the ZLB problem yet. It seems that all the solutions offered by the leading world economists are not efficient enough. Among them the following could be particularly emphasized:
- Prevention of deflationary expectations (Christina Romer) – the problem with this set of measures lies in the fact that the expectations of economic agents are very difficult to manage, particularly in the private sector. I think this conclusion is consistent with the argument of the supporters of the “animal spirits hypothesis”, in that the animal spirits are not only “fragments of imagination”, but also a factor of non-monetary nature with strong impact on business cycles particularly with respect to their duration which is related to the domination of psychological over economic determinants of the crises.
- Raising the inflation target by the central banks in order to prevent interest rates falling to zero or even into a negative territory (Blanchard) – the problems with this solution are related again with the difficulties in managing the expectations, but also with the costs associated with higher inflation, the problems created by market instability and uncertainty, the unpopularity of such a measure with the public, and etc. The policy of targeting the price level (Bernanke) – if inflation is below the target, the central bank may offset that by achieving higher inflation than the target in the next period. The efficiency of this solution may be questioned in times of shocks to aggregate supply (for example, shocks due to a rise in oil price), which may force the central bank to tighten the monetary policy even when the economy is in the downward phase of the economic cycle.
- The proposal by Mankiw and Weincier that in times of ZLB when monetary policy is powerless the fiscal policy should be used but not in a conventional Keynesian manner (by increasing the government consumption), but by measures which may stimulate investment, has his *raison d’être* since it assumes that fiscal policy has an impact on aggregate supply as well. However, it is questionable whether such a policy may deliver quick effects, particularly when the economy is already in a ZLB situation.



In difficult times of deep crises new ideas in economics are born. Economists believe that “ideas matter” but, as DeLong has rightly pointed out, sometimes inadequate and even wrong ideas may cause more damage than good. The analysis in this study shows that the Great Recession has produced a number of ideas (although some of them are in fact old, but reformulated, ideas) for redesigning the key macroeconomic policies and increasing their efficiency in dealing with episodes of very low interest rates which even fall into the negative territory. My opinion is that these ideas may not be considered original, that their efficiency is problematic and that at least up to now they have not seriously disrupted the pre-crisis consensus on macroeconomic policies. However, they deserve to be notified since they will undoubtedly be a foundation for new debates and confrontations within the modern macroeconomics and will in due time contribute to a formation of standardized economic knowledge – something which is normal for the trajectory of development of the macroeconomic science. In the domain of the fiscal policy, the proposals lead to an strong reaffirmation of the argument that the power of the fiscal policy for stabilization of the economies in times of deep and prolonged recessions is strong, and even stronger than was thought during the pre-crisis period; in order to increase the fiscal policy’s efficiency there is a need to increase the fiscal stimuli for those segments of the population that have higher marginal propensity to consume; the size, structure and time design of the fiscal stimuli should correspond to the depth of the crisis; despite a number of controversies about the fiscal multipliers as indicators of efficiency/inefficiency of the fiscal stimuli, it may still be regarded as a fact that fiscal multipliers are higher during the downward phase of the economic cycle; governments should create budget surpluses in the good times in order to create fiscal space for the bad times and to maintain tax rates stable during the different phases of economic cycle, all of which would prevent fiscal policy from acting pro-cyclically (so called Tax Smoothing Principle).

In the monetary sphere, the Great Recession has disturbed the consensus which prevailed after 1990 which accepted that the primary and single objective of the central bank is to maintain the price stability. The prevailing opinion today is that the central banks should also take care of two additional objectives: financial market stability and support for economic activity. The other change in the sphere of monetary policy is related to one segment of the pre-crisis consensus which argued that low and stable inflation is good for the economy. Namely this part of the consensus has now been extended to include the assertion that although low and stable inflation is important, it is not a sufficient precondition for normal functioning of the economy. Some academic US economists support the idea that the low inflation rate target of 2% (in the USA and in the Eurozone) should be increased, because such low rates bring the danger of the economy to fall into a situation with very low interest rates – effectively in a liquidity trap. Definitely, after the Great Recession the

macroeconomists have emphasized much more than in the past the high importance of the coordination between the monetary and fiscal policy. The debates on this issue today are being increasingly conducted within the context of the so-called Fiscal Theory of Price Level. Some of the conclusions of this theory seem particularly important to me: (i) fiscal policy has at least the same importance for the general price level as monetary policy does; (ii) the coordination of the two policies is important and necessary for achieving the primary objective of the stabilization policies – high degree of price stability; (iii) the argument that the quantitative easing means in part a transformation of one type of nominal government liabilities into another type of government liabilities (money into treasury securities) may offer additional explanation of why inflation rates remain stubbornly low despite a large increase in money supply; (iv) by giving new arguments about the relationship between the money supply and inflation, i.e. about the determinants of inflation, the fiscal theory of price level should be considered as complementary, not as a substitute, to the conventional monetarist view on this problem.



This study also includes a detailed analysis of the role of fiscal and monetary policy in the stabilization of the Macedonian economy during the whole period starting from the declaration of monetary independence of the country up until the present days. Half year after gaining its political independence, the Republic of Macedonia proclaimed its monetary independence in times of deep negative rates of GDP growth, growing unemployment, large budget deficits and very high rates of inflation (hyperinflation). Inflation culminated in 1992 (reaching 1664,4%). The hyperinflation threatened to completely ruin the monetary system of the country. Hence, eliminating hyperinflation was the first and foremost objective of the policy decision makers. With respect to the types of monetary strategies implemented to achieve monetary stability in the Republic of Macedonia, two phases can be distinguished: the first phase 1992 – 1995, with the implementation of the strategy of monetary targeting; and the second phase 1995 – up to the present, with the implementation of the strategy of targeting the exchange rate of the Macedonian denar. In the following we present a summary overview of the fiscal and monetary policies in the case of the Republic of Macedonia.

During the early transition years 1992 – 1994 the fiscal policy was procyclical. Namely, the budget deficit in 1992 was -9,8% and in 1993 even -13,7%. In this period the budget policy was an important generator of the very high inflation the Macedonian economy was faced with. Although the budget deficit was cut to -2,7% in 1994, some empirical studies confirm that the procyclical behavior of the fiscal policy was typical for the whole period of implementation of the regime of monetary targeting (1992- 1995). After the Anti-Inflationary Program was adopted, the monetary policy became even more

restrictive (in order to act counter-inflationary), but that lasted for a short period of time (three months), and then the two-digit rate of monetary growth returned, which was effectively the main reason for the failure of the first Anti-Inflationary Program. The real twist in the disinflationary policy happened in 1994 when Macedonia in collaboration with the IMF started to implement a brave disinflationary program (based on a heterodox approach). The fiscal and monetary restrictions which were agreed upon with the IMF (a fact that helped in abiding to the agreed policies in a consistent manner) led to lowering the average annual inflation rate to 15,2% in 1995 and to a single-digit rate in 1996. In spite of the failure of the first anti-inflationary program, the fact is that Macedonia has made a strong anti-inflationary effort which had its heavy social price (negative GDP growth rates and rising rates of unemployment), but which was unavoidable in order to bring the inflation to a single-digit rate. In the period after 1995 the fiscal policy was counter-cyclical by maintaining low budget deficits. Its tightness was additionally strengthened by the direct support the fiscal policy was delivering to the monetary policy through a transfer of considerable amounts of denar deposits to the government account at the NBRM. This period also saw a continuation of the monetary restrictions, which were even strengthened by some administrative measures like quantitative limits to the credit activity of the commercial banks. Therefore, both policies were restrictive after 1995 and both acted in a direction of keeping inflation at low single-digit rates, and through that, in creating conditions for more dynamic economic growth in the period after 1997.

During the 2000 the Macedonian economy enter an expansionary phase which was unfortunately interrupted in mid-2001 due to the internal conflict in the country. That led to a fall in the economic activity and a negative output gap which lasted up to end of 2004. This was followed by another expansionary episode 2006 – 2008. During 2000, the fiscal policy was in fact countercyclical since in that year the country realized a budget surplus (central budget plus the social funds) of 2,4% of GDP.

As the internal conflict begun the economy entered a zone of negative output gap, and the fiscal policy responded by creating large budget deficits in 2001 (-5,9%) and 2002 (-5,2%). This was followed by a fiscal consolidation and a sharp reduction of budget deficits which was effectively a shock to the aggregate demand. Such a fiscal tightening lasted until 2008.

The monetary policy was also counter-cyclical, i.e. restrictive during 2000. During the internal conflict, the central bank responded with sharp monetary contraction, i.e. with sharp increase in interest rate in order to neutralize the pressures on the forex market and to defend the de facto fixed exchange rate of the denar to the euro. Such a reaction of the monetary policy was taking place in time when the economy entered a recessionary output gap, which implies a pro-cyclical response of the monetary policy at that time. In such a situation an opposite reaction of the monetary policy may well be expected, i.e. a cut in interest rate and an increase in money supply in order to initiate a recovery of the economy.

But obviously, the strategy of exchange rate targeting, i.e. a de facto fixed exchange rate regime does not allow for such monetary policy response. This shows that the de facto fixed exchange rate regime considerably limits the stabilization function of the monetary policy. In the years that followed the NBRM has continued with implementation of a restrictive monetary policy, maintaining high (even two-digit) interest rates practically up until the end of the 2005. After the 2005 the monetary policy was considerably eased – during the period September 2005 – beginning of 2008 the interest rate was cumulatively cut by 5 percentage points and at the beginning of 2008 it was set at 5%. In the time of the Great Recession 2007 – 2009 a shift in the key macroeconomic policies took place. The policy of fiscal austerity was abandoned. The budget deficit in 2009 was -2,6% and in 2010 it was -2,4%. And despite the warnings by some of the experts and the IMF that Macedonia should be extremely cautious with creating additional deficits, the budget deficit kept rising: -3,8% in 2012, -3,9% in 2013 and -4.2% in 2014. With such a deficit dynamics the public debt has doubled during the period of six years (2008 – 2014): from 23% of GDP in 2008 to 46% in 2014. The next year the public debt reached almost 50%. Such a debt dynamics may well be considered as unsustainable due to several reasons: first, the public debt rises much faster than the GDP; second, the gross external debt (which includes the corporate debt) has passed 73% of GDP and by this indicator the country has become highly indebted; third, the normal servicing of the public debt is closely correlated with the export revenues, and despite some improvement in the volume and structure of its exports during the last couple of years, Macedonia is still a country with weak export performance; fourth, the increase in public debt has been related to the ever rising deficits in the State Pension Fund as well as increases in public administration wages and salaries, agricultural subsidies and the like, which is absurd, since in the fiscal theory it is a basic proposition (since Keynes) that the current public expenditures should be correlated with the current public revenues, while the budget deficits should be used for big infrastructural projects; fifth, the problems with normal servicing of public debt will get even more complicated due to the fact that budget deficits are increasingly being financed by issuance of Eurobonds with large amounts and whose principals are paid back with one-time repayments; sixth, the country has already used up its fiscal space which is very important for the capacity of the fiscal policy to be used for stabilization purposes when the policy will be faced with the possibility of some future recessions. On top of that, it should also be pointed out that in the case of the Republic of Macedonia the efficiency of the fiscal stimuli, measured by the concept of fiscal multipliers, has been very low. Namely, the multipliers for the total public expenditures for the period 2002 – 2014 have been low, quite lower than one, and in many cases with a negative sign. The multipliers for the typical government consumption (i.e. total public expenditures minus the transfers and public investment) have been even more negative. Even the effects of capital expenditures are quite atypical and deviate from the standard Keynesian theory in two aspects: first, with only minor exceptions, they are very low and

with a negative sign, and second, in a dynamic sense, their effects decrease with a passage of time (instead of increasing). The reasons for such situation are clear: the structure of the capital expenditures is quite non-standard since it includes some unproductive budgetary spending like administrative buildings, cars, facades, luxury furniture and etc.; the capital expenditures related to the *Skopje 2014 Project* have generally had an unproductive character and much of the funds were spent on imports. And many other factors which determine the efficiency of all types of public spending, the capital expenditures including, in the case of the Republic of Macedonia have also been unfavorable – the Republic of Macedonia is a small open economy with a modest per capita income, the Macedonian economy is highly dependent on imports, the situation with the public debt has worsened considerably during the last 6 - 7 years, the country has much unemployed resources and the unemployment rate has been very high and predominantly structural in nature and etc. All of this indicates that Macedonia is faced with the challenge of significantly improving the management of its public finances and with a reconsideration of its priorities related to the public expenditures. This assumes opening a process of fiscal consolidation, finding solutions for the large deficit in the State Pension Fund, and improving the transparency in the sphere of public finances.

The Macedonian monetary policy initially responded to the Great Recession with an increase in interest rates on Treasury bills – in 2009 they reached a level of 9%. After that, at the beginning of 2010, the monetary policy was eased and subsequently a process of lowering of interest rates has been taking place. In 2013 the policy interest rate was lowered to a historically lowest level of 3,25%. During the next two years the policy interest rate has remained unchanged - with only one episode of monetary policy tightening in 2016 related to the political crisis in the country: then, the policy interest rate was raised to 4%, but at the end of 2016 the NBRM has cut it by 0,25 p.p. and set it at a level of 3,75%.

Therefore:

- During the period 1992 – 1994 the fiscal policy has acted pro-cyclically, while the monetary policy acted counter-cyclically only during one very short period, i.e. the two policies acted as substitutes only for a relatively short period of time.
- During the period 1995 – 1999 the two policies acted counter-cyclically with the primary objective to maintain the low, single-digit inflation rate in the period after 1996.
- During the conflicting years (2000 and 2001) the policies acted in opposite directions, i.e. they were substitutes – the monetary policy responded to the fiscal expansion with sharp monetary tightening.
- In the period after 2003, and particularly during 2004 and 2005, the pronounced fiscal restrictions were followed by monetary restrictions as well, i.e. the two policies acted pro-cyclically (at that time, the economy was in a recessionary output gap). While the fiscal policy was effectively “forced” to respond in such a way (due to

the large budget deficits created during the years of the conflict), the monetary policy has not had to and should not have acted pro-cyclically.

- After the Great Recession and the abandoning of the policy of fiscal austerity, the central bank responded with monetary restrictions which means that the two policies acted as substitutes.
- After 2010, with only minor exceptions, the two policies have acted mainly as complements.

This study includes a brief analysis of the effects on the Macedonian financial system of the zero lower bound on interest rate. Such analysis shows that: a) in the case of the Macedonian economy, a classical business cycles may not be identified. However, Macedonia as a small open economy is practically a shock absorber which may mean that the recessionary downfalls in the world economy, and in the EU in particular, do have a considerable impact on the economic activity in the country, very probably with some time lags; b) there has evidently been a considerable synchronization between the movements of the monetary policy interest rates of the NBRM and ECB, which was particularly evident in the period after 2011, due to the peg of the Macedonian denar to the euro and consequently the need of our central bank to follow the ECB policy. The policy interest rate of the European Central Bank has approached to zero in the period after 2014 while the NBRM policy rate has stabilized to a historically lowest level of 3,25%; c) the loan and deposit rates for both the corporate and the household sector in Macedonia has been considerably lowered, although still remaining in a positive territory due to the country risk premium; d) faced with negative interest rates in the Eurozone, our commercial banks which keep a considerable portion of their deposit funds in the EU countries try to offset those negative returns with relocation of their placements in foreign banks; e) the condition of Zero lower bound interest rates, i.e. very low and negative interest rates, has important impact on the returns on the investments of foreign exchange reserves in foreign securities. In trying to combine the objective of safety of investments with the objective of offsetting the very low (even negative) returns in the era of zero lower bound, the NBRM has been trying to optimize its investment portfolio by still investing the most of the reserves in the safest financial instruments (with ratings AAA to AA-), but at the same time, making some investments in instruments with somewhat lower ratings (but still within the investment grade range) which have somewhat higher yields; although the largest part of the reserves is invested in instruments from the major countries of the Eurozone, where the yield are very low or even negative, NBRM has directed some of its investments toward other EU member countries; with respect to the structure of financial instruments, the largest part of foreign exchange reserves has been invested in government securities or government guaranteed securities, but also, in securities with expected government support (which provide somewhat higher yields but are relatively safe at the same time).

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

- Abraham – Frois, G., Larbre, F.** (1998) *La Macroeconomie après Lucas (Textes choisis)*. Economica, Paris
- Akerlof, G. and Shiller, R.** (2009) *Animal Spirits - How Human Psychology Drives the Economy and Why it Matters For Global Capitalism*, Princeton University Press
- Alesina, A.** (April 2010) „Fiscal adjustment: Lessons from recent history”, (scholar.harvard.edu./files/fiscal_adjustment_lessons-1.pdf, April 2010
- Alesina, A., Favero, C. and Giavazzi, F.** (2012) “The output effect of fiscal consolidations”, *NBER Working Paper* W18336, National Bureau of Economic Research.
- Alesina, A.** (2012) „Fiscal Policy after Great Recession“, Published online, 12 September 2012 # International Atlantic Economic Society 2012
- Almunia, M., Benetrix, A., Eichengreen, B., O’Rourke and Rua, G.** (2009): “From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons“, *NBER Working Paper* 15524, National Bureau of Economic Research.
- Angelovska Bezovska and al.** “Investigating the Cyclical Behavior of Fiscal Policy in the Republic of Macedonia During the Period of Transition”, *National Bank of Republic of Macedonia*, Working paper.
- Auerbach, A.J., Gale, W. and Haris, B.** (2010): „Activist Fiscal Policy“, *Journal of Economic Perspectives*, 24(4):141-164.
- Barro, R.**, (2009) „Government Spending Is No Free Lunch“ <http://online.wsj.com/articles/SB...>
- Barro, R., Redlick, Ch.**: “Stimulus Spending Doesn’t Work“, <http://online.wsj.com/news/articles/SB1000142405274870447150>.
- Blanchard Olivier, and Daniel Cohen.** (2004). *Macroeconomie*, Pearson Education France.
- Blanchard, Olivier, Dell’Ariccia, Giovanni, and Paolo Mauro.** (2010). „Rethinking Macroeconomic Policy“, *IMF Staff Position Note*, January, SPN/XX/XX.
- Bernanke, B.** (1994): „The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach“, *NBER Working Paper*, No. 4814, National Bureau of Economic Research.
- Bernanke, B.** (March 2, 2004) “Money, Gold, and the Great Depression“, www.federalreserve.gov
- Bernanke, B.** (2013): „Communication and Monetary Policy“, *Board of Governors of the Federal Reserve System and National Economists Club*, Washington.
- Ben Bernanke** (September 13, 2016) “Modifying the Fed’s policy frameworks: Does a higher inflation target beat negative interest rates?” *Brookings*
- Ben Bernanke** (January 13, 2017) “The Fed and fiscal policy”, *Brookings*
- Ben Bernanke** (April 12, 2017) “How big a problem is the zero lower bound on interest rates?”, *Brookings*
- Ben Bernanke** (May 24, 2017) “Some reflections on Japanese Monetary Policy”, *Brookings*
- Brown, E.C.** (Dec.1956): „Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal“, *The American Economic Review*, 46(5).
- Боџоев, К.** (2004) „Предизвиците и импликациите на децентрализацијата“ *Прилози, XXXV 1-2*, МАНУ, Скопје
- Butti, M, Roeger, W and Veld, J.** „Monetary and fiscal Policy Interactions Under A Stability Pact (<http://ssrn.com/abstract=2094498>)
- Buchanan, J.** (1968) *The Demand and Supply of Public Goods*, Rand McNally, Chicago.
- Chandler, L.** (1970): *America’s Greatest Depression 1929-1941*, Harper and Row, New York.

- Cate, T, Harcourt, G and Colander, D. (Editors)** (1999): *An Encyclopedia of Keynesian Economics*, Edward Elgar.
- Chari, V.V. and Kehoe, P.** (2006) "Modern Macroeconomics in Practise: How Theory is Shaping Policy", in *Journal of Economic Perspectives* – Volume 20, Number 4
- Chatterjee, S.** (1999). "La theorie des cycles réels ou la fin des politiques économiques", *Problèmes économiques, No 2625*, Paris.
- Colander, D.** (1992). „New Keynesian Economics in Perspective“, <http://www.community.middelbury.edu/~colander/articles/>.
- Colander, D.** (1993). *Economics*, Irwin, Boston
- Cottarelli C.**, (2012). „Age of Austerity“, *Finance and Development*, IMF, June.
- Dornbusch, R., Fischer, S. and Startz, R.** (2004) *Macroeconomics*, Ninth Edition, Mc Graw Hill
- Dymski, G.** (2011). "Limits of Policy Intervention in a World of Neoliberal Mechanism Design: Paradoxes of the Global Crisis", *Panoeconomicus*, No. 3, Novi Sad.
- EBRD** (may 2002) *Transition report update*,
- The Economist.** (June 30, 2012). „Briefing the bond market-To strive, to seek, to find, and not to yield“
- Elmendorf, D. W. and Furman, J.** (2008) "If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus," *Hamilton Project Strategy Paper*, Washington: Brookings Institution.
- Fishback, P.** (2010): "US Monetary and Fiscal Policy in the 1930s", *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3): 385-413.
- Finance and development*, (June 2003), IMF, Washington, DC.
- Фитиу, Т.** (2009) *Феноменологија на економските кризи-современиите бизнис циклуси и антицикличниите политики*, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“, Економски факултет, Скопје
- Фитиу, Т.** (2011) *Кејнзијанската економска филозофија – од Кејнз до денешни дни*, изд. МАНУ и Економски факултет, Скопје.
- Фитиу, Т.** (2013) „Фискалните мултипликатори во посткризниот период“, *Годишник на Економскиот факултет во Скопје*, УКИМ, Скопје
- Фитиу, Т.** (2014) *Каде е и каде оди модерната макроекономска наука - релевантноста на иновациите за македонската економија*, (Т. Фити - уредник), Македонска академија на науките и уметностите, Центар за стратешки истражувања, Скопје
- Фити, Т. and Tashevska B.** (2012). „Problems of Fiscal Consolidation in the Post-Crisis Period-Lessons for the Republic of Macedonia“, *Contributions*, Section of Social Sciences, XLIII 1-2, Macedonian Academy of Sciences and Arts, Skopje.
- Фитиу, Т, Филиповски, В, Боџев, Ј. и Трпески, П.** (2013) *Поинтеграциониот бруто – домашен производ и природната стапка на невработеност во Република Македонија*, изд. ЦСИ на МАНУ, МАНУ, Скопје
- Фити, Т.** „The Phenomenology of the European Debt Crisis“, (July 2013) in *Crossroads*, Skopje
- Фити, Т, Antovska, M.:** "La crise économique et financière européenne et ses implications sur le processus d'intégration, реферат презентирани на 11 Конгрес на L'Association internationale d'étude du Sud-Est européen, Sofija, 31. 08-4. 09. 2015
- Фитиу, Т, Пејчевски, Г, Треновски, Б, Ташевска, Б, Трпески, П, Цвейковска, В, Анџовска, М.** (2017) *Макроекономските ефекти на фискалната политика во Република Македонија*, изд. МАНУ, Центар за стратешки истражувања, Скопје 2017
- Frank, R. an. Bernanke, B.** (2009). *Principe d'économie*, 4e édition, Economica, Paris.
- Friedman, M., Schwartz, A.** (1963) *Monetary History of the United States (1867 – 1960)*, Princeton University Press.
- Freidman, M.** (1968) "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, Vol.58, No.1. March, pp. 1 -17.

- Friedman, M.** (1997). "Entretien avec Milton Friedman", vo **Snowdon, B., Vane, H., Wynarczyk, P.** (1997) *La pensée économique moderne*, Ediscience internationale, Paris
- Friedman, M.** (2002) *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press, Chicago and London
- Friedman, M.** (2005) "A Natural Experiment in Monetary Policy Covering Three Episodes of Growth and Decline in the Economy and Stock Market" in *Journal of Economic Perspectives* –Volume 19, Number 4, Pages 145 -150
- Goodfriend, M.** (2007.) "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives* –Volume 21, Number 4 – Fall, pp. 47 -68.
- Hansen, A.** (1953) *A Guide to Keynes*, Mc Graw - Hill Book Company, Inc.
- Hansen, A.** (2003): *Fiscal Policy and Business Cycles*, Business and Economics
- Hazlitt, H.** (1975): "Keynesijanske i druge današnje hereze", vo: **Samuelson, P.** *Ekonomika i politika, izd. Nakladni zavod Matice Hrvatske*, Zagreb.
- Horton, M.** (2010). "Now Grim a Fiscal Future", *Finance and Development*, IMF,
- Iltzetski, E., Mendoza, E. and Végh, C.** (2012) "How Big (Small) are Fiscal Multipliers?", *NBER Working Paper* 16479, National Bureau of Economic Research.
- IMF** (2003) *Finance & Development*, June.
- IMF** (2009) "Crises and Recovery", *World Economic Outlook*, April.
- IMF** (April 2011) "Shifting Gears, Tackling Challenges on the Roads to Fiscal Adjustment", *IMF Fiscal Monitor*
- IMF** (2012) *World Economic Outlook Database*, October.
- IMF:** (April 2011) *Fiscal Monitoring Shifting Gears, Tackling Challenges on the Roads to Fiscal Adjustment*
- IMF:** (2009) *Country Report Republic of Macedonia*, No 09/ 60
- IMF:** (2009) *Country Report-Republic of Macedonia, Selected Issues*, No 09/ 61
- IMF** (2011) *Country Report*, No 11/280
- IMF** Former Yugoslav Republik of Macedonia – Selected Issues, Country Report No. 16/357, 2016
- IMF** (2012) *World Economic Outlook Database*, October.
- Keynes, M. J.** (1933): "An Open Letter to President Roosevelt" [online] available from: newdeal.feri.org/misc/keynes2.htm.
- Keynes, M., J** (1997) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Reprint, Prometheus Books, New York.
- Koenig, E. F.** (2012), "All in the Family: The Close Connection Between Nominal-GDP Targeting and the Taylor Rule", Staff PAPERS, Federal Reserve Bank of Dallas, No. 17, March, pp. 1-9.
- Kotlikoff L.** (2010) "A Hidden Fiscal Crisis", *Finance and Development*, IMF,
- Krugman, P.** (August 26, 2010) "This is Not a Recovery", *New York Times*, August 26 [online] available from: http://www.nytimes.com/2010/08/27/opinion/27krugman.html?_r=0.
- Krugman, P.** (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Norton & Company, Inc., New York – London.
- Krugman, P., and Wells, R.** (2006) *Macroeconomics*, Worth Publishers
- Kumar, M.** (June 2003) "Deflation – The new Threat?", in *Finance and development*, IMF
- Kydland, E. and Prescott, C.** (1982). "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, November
- Laidler, D.** (1997). "Entretien avec David Laidler", in **Snowdon, Vane and Wynarczyk,** (1997) *La pensée économique moderne*, Ediscience internationale, Paris
- Leijonhufvud, A.** (2004) "Celebrating Ned", *Journal of Economic Literature*, Volume XLII, Number 3, 2004

- Leijonhufvud, A.** (2008) "Keynes and the Crisis", *Policy Insight*, No. 23/2008, CEPR.
- DeLong, B. and Plosser, I.** (1983). "Real Business Cycles", *Journal of Political Economy*, February.
- DeLong, B.** (1999). "Introduction to the Symposium on Business Cycles", *Journal of Economic Perspectives – Volume 13, No 2 – Spring 1999*.
- DeLong, B.** (2000). "The Triumph of Monetarism?", *Journal of Economic Perspectives – Volume 14, No 1 – Winter 2000*.
- DeLong, B.** (Mar 30, 2015) "The Monetarist Mistake", *Project Syndicate*
- Lukas, R., and Sargent, T.(Ed.)** (1981). *Rational Expectations and Econometric Practice*, George Allen & Unwin.
- Lukas, R. and Sargent, T.** (1981). "After Keynesian Macroeconomics" in *Rational Expectations and Econometric Practice*, Edited by: **R. Lukas** and **T. Sargent**, George Allen & Unwin.
- Lucas, Robert** (2009) "In defense of the dismal science", *The Economist*, August 6th.
- Lucas, R.** (September 24, 2011) "Chicago Economics on Trial", Interview with Robert Lucas, [online], available from: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424053111904194604576583382550849232>.
- Mankiw, G.** (1989). "Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective", *The Journal of Economic Perspectives – Volume 3, Number 3, (Summer, 1989)*
- Mankiw, G.** (1998) "La réinvention du keynesianisme", in **Abraham – Frois, G., Larbre, F.** (1998) *La Macroéconomie après Lucas (Textes choisis)*, Economica, Paris.
- Mankiw, G.** (2006) "The Macroeconomist as Scientist and Engineer", *Journal of Economic Perspectives* 20(4): 29-46.
- Mankiw G.** (2010) *Macroeconomics*, Pearson Education, Inc., 2010
- Mankiw, G. and Weizierl, M.** (May 2011) "An Exploration of Optimal Stabilization Policy", *NBER*, Cambridge, MA 02138, May
- Marcel, B. and Taieb, J.** (2008) *Les grandes crises-1873–1929–1973*, 8 ème edition, Armand Colin, Paris.
- Mas, I.** (1995) "Central Bank Independence: A Critical View from a Developing Country Perspective", *World Development*, Vol. 23, No 10, Elsevier Science Ltd
- McKenna, E. and Zannoni, D.** (1999) "Neoclassical Synthesis (Bastrad Keynesianism)", in **Cate, T, Harcourt, G and Colander, D. (Editors)** (1999): *An Encyclopedia of Keynesian Economics*, Edward Elgar.
- Министерството за финансии на Р.М. и UNDP** (2009) *Приближување кон Европската унија: Предизвици и можности*, Скопје
- Mishkin, F.** (2007) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson –Addison Wesley.
- Morin, E.** (1999) *La tête bien faite*, Seuil, L'histoire immediate
- Muth, J.** (1961) "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", in *Rational Expectations and Econometric Practice*, Edited by **Lucas, R.** and **Sargent, T.** George Allen & Unwin, 1981.
- NBER** (n.d.) *US Business Cycle Expansions and Contractions* [online] available from: <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>.
- Нобеловци по економија 1969–2008**, (2008) (**Фити, Т.**), редактор, изд. Економски факултет - Скопје
- Parkin, M., Powell, M., Matthews, K.** (2003) *Economics*, Fifth Edition, Pearson Education, London
- Parkin, M.** *Macroeconomics*, (2012), Worth Publishers, 2012
- Пејќовски, М.** (2008) „Глобалната финансиска криза во 2008 година-причини и последици“, *Прилози*, хххix, No 2, МАНУ, Скопје
- Пејќовски, М.:** (2014) „Што направи макроекономската политика за време и по глобалната финансиска криза?“, во Зборникот: *Каде е и каде оди модерната макроекономска наука-релевантноста на промените за македонската економија*, (**Т. Фити**-уредник), Македонска академија на науките и уметностите, Центар за стратегиски истражувања, Скопје

- Пејревски, Г.** (2005) *Монетарна политика – теорија и искуството на Македонија*, изд. Здружение за социо-економски развој, Скопје
- Пејревски, Г.** (2014) „Економската наука и економската политика по Глобалната криза“, во Зборникот: *Каде е и каде оди модерната макроекономска наука-релевантноста на промените за македонската економија*, (Т. Филipi - уредник), Македонска академија на науките и уметностите, Центар за стратешки истражувања, Скопје
- Phelps, E.** (1969) “Nouvelle microéconomie de l’inflation et de la théorie de l’emploi” in *Abraham – Frois, G., Larbre, F.* (1998) *La Macroéconomie après Lucas (Textes choisis)*, Economica, Paris
- Phelps, E.** (1997) “Entretien avec Edmund Phelps”, во *Snowdon, Vane and Wynarczyk*, (1997) *La pensée économique moderne*, Ediscience international, Paris
- Phelps, E.** (2006) *Seven Schools of Macroeconomic Thought*, Clarendon Press, Oxford.
- Plosser, C.** (1997) “Entretien avec Charles Plosser”, во *Snowdon, Vane and Wynarczyk*, (1997) *La pensée économique moderne*, Ediscience international, Paris
- Prager, J.C.** (2002) *La politique économique aujourd’hui*, Elipses, Paris
- Prescott, E.** (Interview) (2005) in *Snowdon, B. and Vane, H.* (2005) *Modern Macroeconomics-Its origins, Development and Current State*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton MA, USA.
- Romer, C. and Romer, D.** (2010): „The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks“, *The American Economic Review*, 100(3): 763-801.
- Romer, C.** (December 1. 2011) „Policy Responses to the Great Recession: The Interaction of Leadership and Economic Ideas“, *Iowa State University*, December 1 (lecture).
- Romer, C.** (2013): “It Takes a Regime Shift: Recent Developments in Japanese Monetary Policy through the Lens of the Great Depression” in: *NBER Macroeconomics Annual 28*: 383-400, *National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Romer, C.** (2011) „What do we know about the effects of fiscal policy? Separating evidence from ideology“, Speech at Hamilton College [online], available from: <http://elsa.berkeley.edu/~cromer/Written%20Version%20of%20Effects%20of%20Fiscal%20Policy.pdf>.
- Romer, C.** (2014): “Five Books: On Learning from the Great Depression“, (<http://fivebooks.com/interviews/christina-romer-on-learning-great-depression>)
- Samuelson, P. and Nordhaus, W.** *Economics* (2005), Eighteenth Edition, McGraw-Hill International Edition
- Samuelson, P.** *Ekonomija* (1969), sedmo izdanje, Savremena administracija, Beograd
- Sargent, T.** (August 2010): “Interview with Thomas Sargent“, in *Minneapolis Fed*, <http://www.reason.com/archives/2011/10/10/a-nobel-for-thomas-sargent>.
- Sargent, T. and Wallace, N.** (1976) “Rational Expectations and Theory of Economic Policy“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 2(2), pages 169-183, April.
- Sargent T, Wallace, N.** (1981) Some Unpleasant Monetarist Arithmetics;, in *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*
- Sargent, T.**(2010) „Interview with Thomas Sargent“, in *Minneapolis Fed*, <http://www.reason.com/archives/2011/10/10/a-nobel-for-thomas-sargent>.
- Sehovic, D. (2013) „General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination“, *Journal of Central Banking Theory and Practice*
- Sen and Kaya:** “Crowding-Out or Crowding-In Effects? Analyzing the Effects of Government Spending on Private Investment in Turkey” in *Panoeconomicus*, No 6, 2014, Novi Sad
- Schaechter, A., Kinda, T., Budina, N. and Anke W.** (2012). “Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the ‘Next Generation’ Rules. A New Dataset”, *IMF Working Paper*, WP/12/187.

- Shiller, R.** (May 2017) "Understanding Today's Stagnation", *Project Syndicate*
- Snowdon, B., Vane, H. and Wynarczyk, P.** (1997). "Entretien avec James Tobin", *La pensée économique moderne*, Ediscience internationale, Paris.
- Snowdon, B., Vane, H. and Wynarczyk, P.** (1997) "Entretien avec Stanley Fisher," *La pensée économique moderne*, Ediscience internationale, Paris.
- Snowdon, B., Vane, H.** (2005) *Modern Macroeconomics-Its origins, Development and Current State*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton MA, USA.
- Snowdon, B. and Vane, H.** (2005.) „Interview with Edward Prescott“, in *Modern Macroeconomics-Its origins, Development and Current State*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton MA, USA.
- Skidelsky, R.** (1997) "Entretien avec Robert Skidelsky", in **Snowdon, B., Vane, H. and Wynarczyk, P.** (1997) *La pensée économique moderne*, Ediscience Internationale, Paris
- Solow, R.** (2000). "Toward a Macroeconomics of the Medium Run", *Journal of Economic Perspectives – Volume 14, No 1*
- Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. and Cotarelli, C.** (2008) "Fiscal Policy for the Crisis", IMF Staff Position, *Note SPN/08/01*, International Monetary Fund.
- Stans, M.** "Potreba za uravnoteženim Federalnim Budžetom", vo: **Samuelson, P.** *Ekonomska citanka*, izd. Nakladni zavod Matice Hrvatske, Zagreb.
- Stiglitz, J.** (1997). "Reflections on the Natural rate Hypothesis", *Journal of Economic Perspectives – Volume 11, No 1 – Winter 1997*.
- Stiglitz, J.** (2003) *The Roaring Nineties – Seeds of Destruction*, Allen Lane, London
- Stiglitz, J.** (2010) "Fiscal conservatism may be good for one nation, but threatens collective disaster", *The Independent*
- Stiglitz, J.** (April 18, 2016) "The problem of negative interest rates", (*Business*) *The Guardian*
- Taylor J.** (2000). "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *Journal of Economic Perspectives – Volume 14, No 3 – Summer 2000*.
- Taylor, J.** (2011) "The Cycle of Rules and Discretion in Economic Policy", *National Affairs*, Spring, pp. 55-65.
- Thornton, D.** (2009): „How Would Modern Macroeconomics Schools of Thought Respond to the Recent Economic Crisis“, *The Libero 8, Economic Information Newsletter*, November 2008
- Tobin, J.** (1998) "Ein Schlimmes Beispiel", *Die Zeit*, No. 23, Translation in French, in *Problèmes économiques*, No 2578, 1998.
- UNCTAD** (2013) *Trade and Development Report 2013*, New York and Geneva.
- UNCTAD: Trade and Development Report 2010**, New York and Geneva.
- Uhlig, H.** (May 2010) „Understanding the Impact of Fiscal Policy: Some Fiscal Calculus“, *The American Economic Review* 100(2): 30-34.
- Yellen, J.** (July 15, 2015) *Semiannual Monetary Policy Report to Congress*, Washington, D.C.
- Weisenthal, J.** (January 3, 2014): "Bernanke's Explanation For The Weak Economy Will Infiltrate Republicans", *Business Insider*, [online] available from: <http://www.businessinsider.com/bernanke-on-fiscal-policy-2014-1>.
- Woodford, M.** (2009) "Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Volume 1, Number 1, January 2009.
- Woodford, M.** (2012) "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", paper presented at the Jackson Hole Symposium, "The Changing Policy Landscape".

ИНДЕКС НА ПОИМИ

А

Animal spirits, 65-66, 81-84

Б

Бизнис-циклуси

времетраење, 9, 11
 дефинирање, 7-8,
 евиденција, 9-12
 и загуби, 13
 синхронизираност, 11, 12
 и стабилизација, 13, 14 (*види*
 фискална и монетарна политика)
 феноменологија, 9

Г

Големата депресија

и монетарната политика, 60-66
 и кредитирањето, 65
 и неефикасноста, 65-66
 New Deal, 57, 58
 и одговорот на политиките, 53, 54,
 и фискалната политика, 55-60,
 во Велика Британија, 60
 и ефикасноста, 58, 59
 во Германија, 60
 во САД, 55-59
 во Франција, 60
 фискални стимули, 56-58
 причини, 60-64
 златниот стандард, 63-64
 понудата на пари, 24, 25, 61-62,

Големи кризи (*види* и Големата депресија и

Големата рецесија)

кризата (1873-1879), 10,
 кризата (1929 -33), 53-66,
 кризата (2007-2009), 67-92
 и макроекономската наука, 53
 и макроекономските политики, 93-95

Големата рецесија (*види* и ZLB)

и епизодите на ZLB, 86-92
 и координација на политиките, 95
 и монетарната политика, 78-92
 банкарскиот сектор, 89, 90, 91
 неефикасност на, 65-66

транспарентност на, 80
 и фискалната политика, 67-78,
 ефикасност на фискалните стимули, 69-75 (*види*
 и фискални мултипликатори)
 фискални стимули, 67-69
 лимити на, 75-78 (*види* и фискална политика)

З

ZLB (Zero lower bound on interest rate)

дефинирање, 3, 21, 67,
 епизоди на, 86-82
 и зачестеноста, 86-87
 кредитирањето на компаниите, 80, 90
 и политиките, 87-92
 квантитативни олеснувања, 86
 нови пристапи, 89-92
 кај Бернанке, 90, 91
 кај Бланшард, 89, 92
 кај Кругман, 89-90
 кај К. Ромер, 84, 91,
 кај Менкју и Вајнзлер, 45-47, 91-92
 и очекувањата, 80-82, 84,
 секуларна стагнација, 82, 86-87

К

Каматни стапки блиску до нула (*види*,
ликвидносна стапица и ZLB)

Консензус во макроекономската наука

нарушување на
 за Great Moderation, 121-122
 за политиките, 114, 117-121
 за состојбата на економската наука, 115-117
 за улогата на пазарот и на владата, 122 – 123
 за политиките, 112-113

Координација на политиките

каналите на трансмисија, 41-45
 во ЕУ, 47, 48
 потреба од, 36-37
 фискална доминација (*види* и фискална
 политика)
 фискално – монетарен микс, 38-41
 структурата на БДП, 14, 15, 16, 45
 усложнување на 47-50
 хистереза, 41

Л**Ликвидносна стапица (види и Големата депресија, Големата рецесија и ZLB)**

- и Големата депресија, 65-66,
- дефинирање, 3, 20 – 21,
- во еврозоната, 21,88
- во Јапонија, 21, 88
- кај Кејџ, 20 – 21
- во САД, 21, 80, 88, 89-92
- и Големата рецесија, 67, 80, 86-92

М**Македонија**

- благајнички записи, 141, 142
- бруто – надворешен долг, 149, 150
- буџетски дефицити, 131, 136, 138, 140, 143,144, 148, 161-163, 164,165
- примарно буџетско салдо, 161,162,163,164
- тековно буџетско салдо, 161, 162,163
- циклично приспособено буџетско салдо, 161, 163,165

Големата рецесија во

- ефекти, 145-147
 - реален сектор,146-147
 - финансиски сектор,145,146
- координација на политиките, 160-168
- одговор на политиките, 148-160
- дезинфлација во, 135-137
- државни записи, 142
- ефекти од ZLB, 158-159
- истиснување (crowding out), 141, 142,151
- јавен долг, 149 -150
- кредитна експанзија, 143
- монетарно таргетирање, 133 -137
 - примена, 135 -137
 - теоретски основи, 133-135
- и негативните каматни стапки (последници), 159-159
- таргетирање на девизниот курс, 137-140
- слаби страни, 139
- силни страни, 139
- специфичности,138, 139
- суштина на стратегијата, 137, 138
- производствен јаз, 161,163, 164,165, 166
- референтна каматна стапка, 143,151,156, 157,158, 160,164,167
- фискален импулс, 161,163,164, 165

- фискална консолидација, 155
- фискални мултипликатори,148 -155

Монетарна политика

- и Големата депресија, 65-66
- и Големата рецесија, 67, 80, 86-92
- дискреции versus правила, 29, 33-34, 105 -111
- експанзивна, 14, 67,
- ефекти, 16-17
- ограничувања 126
 - од ликвидносна стапица (види ликвидносна стапица и ZLB)
 - од влијанието на новокласичарските концепти, 99-105
- посткризните дебати за 119-121
- предкризниот консензус за, 112-113
- рестриktivна, 63-64
- и стабилизација на економиите, кај Кејџ, 20, 21
- кај новите кејџијанци, 31, 89-92118
- кај новите класичари, 101-111
- кај Фридман, 24-25,
- и структура на БДП, 16, 45

Н**NBER (Национално биро за економски истражувања), 7, 9-11****Негативни каматни стапки (види, ликвидносна стапица и ZLB)****Неокласична синтеза**

- автори на концептот, 25-29
- и развојот на макроекономијата, 35-36
- суштина на концептот, 25, 26, 27

О**Очекувања (види и animal spirits)**

- адаптабилни, 101
- рационални, 46, 101, 102

Р**Реобмислување на политиките, 2-3, 101-111, 114, 117-121****Ф****Филипсова крива**

- на долг рок, 32
- на краток рок, 30 – 31
- новокејџијанска, 122, 123
- кај Семуелсон и Солоу, 32

Фискални мултипликатори (види Големата депресија, Големата рецесија и Македонија)

на вработеноста, 21-22,
детерминанти, 73-74
дефинирање, 21, 22, 152
во други земји, 71, 72, 153
на инвестициите, 22
во САД, 58, 69-71

Фискална политика

автоматски стабилизатори, 33, 35
буџетски дефицити, 44, 76, (види и Македонија)
дискреции versus правила, 29, 33-34, 105 -111
монетизација на јавниот долг, 44
во време на големи кризи, 93-95, (види и
Големата депресија и Големата рецесија)
експанзивна, 14-16,
ефекти, 14-16 (види и фискални
мултипликатори)
ограничувања на, 15, 16, 75-78, 125
од внатрешниот time lag, 75

од ефектите врз производството, 75-76
од јавниот долг, 76-77
од влијанието на новокласичарските
концепти, 99-105
од фискалниот простор, 77-78
посткризните дебати за 119-121
правила, 33,34
предкризниот консензус за, 112-113
фискално развлекување (fiscal drag), 45
фискална теорија за нивото на цените, 42-43
и стабилизација на економијата
кај Кејнз, 18 – 19, 21-22, 30
кај новите кејнзијанци, 31,
и структурата на БДП, 14, 15, 45

Фискални стимули (види Големата депресија и Големата Рецесија)

ИНДЕКС НА АВТОРИ

А

Акерлоф Џорџ, 81, 82, 83
 Алесина, Алберто, 40, 77, 109, 119
 Алмуниа, Мигуел 59, 67, 93, 94, 118
 Антовска, Марица, 153

Б

Базле, Морис, 26
 Баро, Роберт, 70, 72, 100
 Баумол Вилјам, 164
 Бенетрикс, Агустин, 59, 67, 93, 94, 118
 Бернанке, Бен, 8, 9, 21, 49, 53, 62, 63, 64, 65, 80,
 81, 84, 86, 87, 88, 90, 92, 94, 109, 116, 121
 Бишев, Глигор, 139
 Бјуксенен, Џејмс, 33, 36, 37, 83
 Бланшар, Оливие, 2, 31, 32, 35, 70, 71, 81, 83, 84,
 89, 92, 99, 105, 107, 112, 115, 120, 122
 Блиндер, Алан, 164
 Богоев, Јане, 144, 145, 166
 Богоев Ксенте, 68
 Б'рнс, Артур, 7,
 Броун, Кери, 57, 58
 Бути, Марко, 48

В

Вајнзирл, Метју, 45, 46, 91, 92
 Вег, Карлос, 71, 74
 Велс, Робин, 31
 Вен, Хауард, 28, 55
 Велд, Јан, 48
 Виксел, Кнаут, 87
 Винарцик, Питер, 28, 55
 Винер, Џекоб, 23
 Волис, Нил, 42
 Вудфорд, Мајкл, 81, 112

Г

Галбрајт, Џон, Кенет, 61
 Гел Вилијам, 72
 Гиавази, Франческо, 77, 109
 Гордон, Роберт, 7, 103
 Гудфренд, Марвин, 111, 112

Д

ДеЛонг, Бредфорд, 81, 85, 112, 114, 115, 116, 133
 Димски, Гари, 115, 116
 Дорнбуш, Рудигер, 106, 111

Е

Егертсон, Гаути, 81
 Ејшенгрин, Бари, 59, 63, 93, 118

З

Занони, Дајан, 26

И

Илзетски, Егон, 71, 74

Ј

Јелен, Џенет, 88

К

Кан, Ричард, 21
 Канеман, Даниел, 83
 Кејнз, Џон Мајнард, 1, 8, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 25,
 26, 27, 30, 55, 56, 62, 65, 66, 82, 104, 150
 Кехое, Патрик, 109
 Кидланд, Фин, 100, 103, 104, 105
 Кили, Мајкл, 86
 Клајн, Лоренс, 53
 Коен, Даниел, 99, 107
 Котарели, Карло, 71
 Кристл, Алек, 47, 111
 Кругман, Пол, 8, 13, 31, 61, 67, 75, 77, 80, 81, 84,
 87, 89, 105

Л

Лејонхфуд, Аксел, 103, 115
 Ле Рој, Милер, 102, 103, 120, 122
 Липси, Ричард, 47, 111,
 Лукас, Роберт, 2, 8, 39, 77, 100, 101, 102, 103, 105,
 115, 116, 117, 118

М

Марсел, Бруно, 54, 56, 60
 Маршал, Алфред, 26

МекКена, Едвард, 26
Мендоза, Енрик, 71, 74
Мес, Игнацио 37
Менкју, Грегори, 26, 32, 45, 46, 53, 91, 92, 102, 105, 106, 112
Метјус, Кент, 15, 42, 44
Минфорд, Патрик, 100
Мичел, Весли, 7
Михм, Стивен, 115, 117
Мишкин, Фредерик, 109, 111, 116, 134, 135
Мјут, Џон, 29
Модилијани, Франко, 25, 26, 27, 73, 99, 116
Морен, Едгар, 83

Н

Најт, Френк, 23
Нордхаус, Вилијам, 13, 27, 38, 39, 109

О

Оербач, Алан, 72
Орурке, Кевин 59, 67, 93, 94, 118

П

Паркин, Мајкл, 15, 42, 44, 70
Патинкин, Дон, 23
Петковски, Михаил, 68, 140
Петревски, Горан, 117, 136, 137, 138, 153
Плосер, Чарлс, 100
Поул, Мелани, 15, 42, 44
Прескот, Едвард, 100, 103, 104, 105

Р

Рем Лора, 123
Робертс, Џон, 86
Ромер, Дејвид, 7, 66
Ромер, Кристина, 7, 57, 58, 59, 62, 63, 65, 66, 67, 68, 70, 75, 78, 81, 84, 88, 91, 120
Роцер, Вернер, 48
Руа, Гизела, 59, 67, 93, 94, 118
Рубини, Нуриел, 115

С

Самерс, Лоуренс, 87
Сарџент, Томас, 39, 42, 77, 100, 105, 118
Семјулсон, Пол, 13, 25, 26, 27, 29, 38, 53, 109, 116
Симански, Стив, 71

Скиделски, Роберт, 55
Славески, Трајко, 117
Смит, Адам, 26, 82
Сноудон, Брајан, 28, 55
Солоу, Роберт, 53, 62
Спилимберго, Антонио, 71
Старц, Ричард, 106, 111
Стиглиц, Џозеф, 75, 77, 90, 105, 114, 116, 122

Т

Талер, Ричард, 83
Ташевска, Билјана, 77, 153
Тванинов, Марк, 13
Теб, Жак, 54, 56, 60
Тејлор, Џон, 79, 105, 111
Тиrol, Жак, 123
Тобин, Џејмс, 25, 27, 28, 29, 53, 116
Треноски Борче, 153
Трпески, Љубе, 120, 139, 140
Трпески, Предраг, 144, 145, 153, 166

У

Улиг, Харолд, 227

Ф

Фаверо, Карло, 77, 109
Фелпс, Едмунд, 2, 32, 79, 81, 82, 83, 99, 105
Фелштејн, Мартин, 7,
Филипс, Албен, 31
Филиповски, Владимир, 43, 144, 145, 153, 166
Фити, Таки, 57, 77, 140, 145, 153, 161, 166
Фишбек, Прајс, 58
Фишер, Стенли, 106, 111, 144
Фогел, Роберт, 83
Фридман, Бенцамин, 82, 83
Фридман, Милтон, 2, 23, 24, 25, 31, 32, 33, 34, 42, 61, 62, 73, 82, 84, 85, 94, 99, 105, 112, 121, 116
Фус, М, 50

Х

Хазлит, Хенри, 22, 23
Хајек, Фридрих фон, 23
Хал, Роберт, 7
Хансен, Алвин, 20, 66, 82, 83, 87
Харис, Бенцамин, 72
Хикс, Џон, 20, 23, 26, 29

Хјут, В22, 23
Хоровиц, Јохан, 38
Хоргон, Марк, 77, 78

Ц

Цветкоска, Виолета, 153

Ч

Чери, В. В, 109

Ш

Шварц, Ана, 61
Шеховиќ, Дамир, 44
Шилер, Роберт, 81, 82, 83

Издавач

МАКЕДОНСКА АКАДЕМИЈА НА НАУКИТЕ И УМЕТНОСТИТЕ

За издавачот

академик *Владо Маџевски*, потпретседател на МАНУ

Уредник

академик *Абдулменаф Беџеџи*

Ликовен уредник

м-р *Кочо Фиданоски*

Компјутерска подготовка

Бане Галиќ

Лектура

м-р *Бобан Карайејовски*

Печати

ЕВРОПА 92, Кочани

Тираж

300 примероци

CIP – Каталогизација во публикација

Национална и универзитетска библиотека „Св. Климент Охридски“, Скопје

338.246:336.02

338.246:[338.23:336.74

ФИТИ, Таки

Улогата на фискалната и на монетарната политика во стабилизацијата на економиите / Таки Фити. – Скопје : Македонска академија на науките и уметностите, 2018. – 211 стр.: илустр ; 24 см

Фусноти кон текстот. - Библиографија: стр. 199-204. - Регистар

ISBN 978-608-203-220-7

а) Економска стабилизација – Фискална политика

б) Економска стабилизација – Монетарна политика

COBISS.MK-ID 106107402

