

Народна банка на Република Македонија



**Квартален извештај
февруари 2017**



Содржина

Вовед	3
I. Макроекономски движења	6
1.1. Меѓународно економско окружување	6
1.2. Домашна понуда	11
1.3. Агрегатна побарувачка	15
1.3.1. Лична потрошувачка	16
1.3.2. Јавна потрошувачка	17
1.3.3. Инвестициска потрошувачка	17
1.3.4. Нето извозна побарувачка	19
1.4. Вработеност и плати	19
1.5. Инфлација	23
Прилог 1: Анкета за инфлациските очекувања	26
1.6. Биланс на плаќања	27
1.6.1. Тековна сметка	28
Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК)	30
1.6.2. Финансиска сметка	34
1.6.3. Меѓународна инвестициска позиција и бруто надворешен долг	36
II. Монетарна политика	40
2.1. Ликвидност на банките	43
III. Движења на финансиски пазари	45
3.1. Меѓубанкарски пазар со необезбедени депозити	45
3.2 Пазар на државни хартии од вредност	47
IV. Монетарни и кредитни агрегати	49
4.1.1. Монетарни агрегати	50
4.1.2. Кредитна активност	53
V. Јавни финансии	57
VI. Берзански индекси и цени на недвижности	60
VII. Аналитички прилози	63
Прилог 1: Анализа на задолженоста на македонскиот корпоративен сектор и на нејзиното приспособување во посткризниот период	63
Прилог 2: Потенцијален производ во Македонија – анализа на динамиката на раст	69



Вовед

Во текот на последното тримесечје од 2016 година НБРМ ја намали основната каматна стапка за 0,25 п.п., а на почетокот на јануари и за дополнителни 0,25 п.п, со што каматната стапка на благајничките записи се сведе на 3,5%. Реакцијата на монетарната политика беше резултат на видливото и континуирано неколкумесечно стабилизирање на очекувањата на економските субјекти по преземените мерки за справување со изразените шпекулативни притисоци од неизвесниот политички амбиент во второто тримесечје, а при натамошно задржување на оцените за стабилност на економските фундаменти. Сигналите за стабилизација беа видливи во двата пункта каде што политичката криза имаше најголеми ефекти - девизниот пазар и депозитите во банкарскиот систем. Во текот на четвртото тримесечје, НБРМ интервенираше на девизниот пазар со откуп на вишокот на девизни средства, со што збирно за целата година беше остварен нето-откуп на девизи. Со тоа, продажбата на девизи во второто тримесечје, како последица на притисоците од политичката криза, во целост беше надоместена во втората половина од годината. Растот на штедењето на населението продолжи и во четвртиот квартал, така што од јуни до крајот на годината, депозитите на населението во банкарскиот систем постојано бележеа пораст. Воедно, промените во нивната валутна структура даваат сигнали за постепено зголемување на склоноста за располагање со домашна валута. И покрај стабилизираните очекувања на економските субјекти и целосно исцрпување на директните ефекти од политичката нестабилност врз економијата, неизвесноста којашто произлегува од домашната политичка состојба сè уште е присутна. Воедно, и натаму се присутни неповолните ризици од надворешното окружување, како резултат на економската и политичката нестабилност во евро-зоната поттикната од очекуваното излегување на Велика Британија од ЕУ, неизвесноста во САД, потенцијалниот раст на протекционизмот, како и пролонгираните геополитички ризици.

Расположливите макроекономски показатели за четвртото тримесечје од 2016 година укажуваат на задржување здрави и солидни фундаменти на економијата. Намалувањето на **домашните потрошувачки цени** продолжи, првенствено заради пониските цени на храната, додека базичната инфлација се задржа во позитивната зона и во четвртиот квартал од годината. Економската активност, мерена преку **брuto домашниот производ** забележа солидна стапка на раст во третото тримесечје од 2016 година. Со оглед на различните навестувања за високофреквентните податоци за последниот квартал, тешко може да се направи прецизна оценка за движењето на економијата во овој период. Податоците за **кредитната активност** за крајот од годината покажуваат задржување на солидното темпо на раст на кредитната поддршка на приватниот сектор, при зголемување и на понудата и на побарувачката на кредити. Во однос на остварувањата кај **девизните резерви**, тие забележаа намалување во овој квартал, што беше очекувано заради редовното намирување на обврските на државата кон надворешните доверители, додека споредено со состојбата на крајот на претходната година, забележаа позначаен раст. Притоа, девизните резерви се задржаа на адекватно ниво во текот на целата година.

Клучните макроекономски параметри во домашната економија главно се движеа во согласност со проекциите од октомврскиот циклус. Бруто домашниот производ оствари раст во третиот квартал, што е во согласност со октомвриската проекција, иако стапката на раст е малку повисока од очекуваната. Гледано од аспект на компонентите на побарувачката, растот на БДП во третиот квартал во целост произлегува од домашната побарувачка, додека нето-извозот имаше мал негативен придонес. Во однос на поединечните компоненти, клучен двигател на растот во третиот квартал е извозот, што главно се поврзува со работењето на новите производствени капацитети. Во рамки на домашната побарувачка, зголемување на годишна основа бележи единствено потрошувачката на домаќинствата одразувајќи ги поволните движења на пазарот на труд, окружувањето со ниски потрошувачки цени и натамошната кредитна поддршка на населението. Од друга страна, во третиот квартал дојде до намалување на бруто-инвестициите, а мало надолно приспособување бележи и јавната потрошувачка. Како резултат на растот на извозната активност и на личната потрошувачка, во третиот квартал дојде и до раст на увозот, со што придонесот на нето-извозот кон растот на БДП во третиот квартал беше минимално негативен. Расположливите високофреквентни податоци за четвртиот квартал упатуваат на движења во



различни насоки, но сепак, гледано во целост, состојбата во економијата во последниот квартал од годината била нешто понеповолна во однос на третиот квартал. **Генерално, се оценува дека во текот на 2016 година економијата продолжила да расте, а стапката на раст е блиска до очекуваниот раст од 2,3% во согласност со октомвриската проекција.** На збирна основа, економскиот раст за првите три квартали од годината изнесувал 2,7%, наспроти очекуваниот раст од 2,1% според октомврискиот циклус проекции. Проектираниот раст на БДП за 2017 и 2018 година изнесува 3,5% и 3,7%, соодветно, при што се очекува дека главни носители на растот ќе претставуваат извозниот сектор и инвестициите, а позитивни преносни ефекти ќе се почувствуваат и врз пазарот на труд и потрошувачката на домаќинствата. **Ризиците околу остварувањето на ваквото макроекономско сценарио не се позначително променети во однос на октомвриските проекции и главно се поврзани со неизвесното домашно окружување, во услови на сè уште нерешена политичка криза, а неповолни се и ризиците од надворешното окружување.**

Во четвртиот квартал на 2016 година домашните цени се намалија за 0,1% на годишна основа. За цела 2016 година падот на потрошувачките цени изнесуваше 0,2%, поместување блиско до очекуваната стапка на инфлација од околу 0% во рамки на октомврискиот циклус на проекции. Малото надолно отстапување е одраз на нешто поголемиот годишен пад на цените на храната во однос на очекувањата. Гледано по одделните компоненти, и во четвртиот квартал се задржуваат трендовите кои беа присутни во текот на целата година. Така, продолжи падот на домашните цени на храната и на енергијата под влијание на факторите на страната на понудата (ниски увозни цени на храна и енергија), додека базичната инфлација се задржа во позитивната зона. Сепак, движењата во четвртиот квартал навестуваат промена на динамиката на движењата, односно се забележува забавување на падот на цените на енергијата, како и забавување на растот на базичната инфлација. **За 2017 и 2018 година се очекува умерено забрзување на растот на цените за 1,3% и околу 2%, соодветно, а проекцијата на инфлацијата и натаму е придружена со ризици, главно поврзани со движењата на светските цени на нафтата и храната, како и со растот на домашната економија.**

Во рамки на надворешниот сектор, остварувањата во третото тримесечје од 2016 година укажуваат на остварен суфицит во тековната сметка од 1,4% од БДП, што е на ниво на очекувањата со октомвриската проекција. Притоа, подобри остварувања бележи салдото на стоки и услуги, додека мало негативно отстапување се забележува кај салдото на примарниот доход. Истовремено, во финансиската сметка беа остварени високи приливи на нето-основа од 428 милиони евра, или 4,5% од БДП, согласно со очекувањата со октомвриската проекција, а главно како резултат на надворешното задолжување на државата. **Бруто девизните резерви** остварија квартален пад во четвртото тримесечје, кој е значајно помал од октомвриските очекувања, што укажува на подобра позиција на билансот на плаќања во однос на проекцијата за четвртиот квартал. Расположливите податоци од надворешниот сектор за последното тримесечје од 2016 година навестуваат подобри остварувања кај тековните и кај финансиските трансакции, иако не се доволни за се изведат поцврсти заклучоци. Податоците за надворешнотрговската статистика достапни во овој период укажуваат на остварување понизок трговски дефицит од очекуваниот, а последните податоци за нето-откупот на менувачкиот пазар укажуваат на остварувања коишто се на ниво на проектираната нето-ефективна кај приватните трансфери за четвртото тримесечје. Исцрпувањето на негативните ефекти од политичката нестабилност доведе до постепено стабилизирање на преференциите на населението за располагање со девизна готовина, а со тоа и до поволни трендови на менувачкиот пазар. Соодветно, видливо е стабилизирање кај двете клучни категории во билансот на плаќање каде што се одрази политичката криза, односно нето-ефективата на менувачкото работење и одливите кај категоријата валути и депозити на останати сектори во финансиската сметка. Во вакви услови се зголеми и понудата на девизи на девизниот пазар, при што НБРМ интервенираше со откуп на вишокот девизни средства, што во значаен дел го ублажи намалувањето на девизните резерви заради редовното намиравање на надворешните обврски на државата во текот на четвртиот квартал од годината. Притоа, показателите за адекватност на девизните резерви во текот на целиот период се задржаа на соодветно ниво. Согласно со октомвриската проекција, во периодот 2016 - 2018 година се очекува кумулативен



раст на девизните резерви, како и нивно задржување во сигурната зона, односно на ниво соодветно за справување со непредвидени шокови.

Во четвртиот квартал од годината, **кредитната активност на банкарскиот сектор забрза**, што е карактеристика за движењата на кредитниот пазар за крајот на годината. Секторски анализирано, забрзаниот кредитен раст произлегува од зголемената кредитна поддршка на корпоративниот сектор, којашто објаснува над две третини од новото кредитирање во последниот квартал. Ова претставува значајно поместување во однос на движењата од претходните три квартали, кога кредитите на домаќинствата ја имаа улогата на главен носител на кредитниот раст. Забрзување на растот во четвртиот квартал беше забележано и кај кредитите на домаќинствата, при што освен потрошувачките кредити, позитивен придонес во растот имаа и станбените кредити. Зголемената кредитна активност во последниот квартал од годината следи по исцрпување на ефектот од извршениот пренос на дел од сомнителните и спорните побарувања на банките на вонбилансна евиденција, кој во најголема мера беше почувствуван во вториот квартал од годината. На годишна основа, кредитниот раст ги надмина очекувањата, при што вкупните кредити се повисоки за 1,0%, односно 6,5%, доколку се изолира ефектот од регулаторните измени, во споредба со октомвриската проекција за крајот на годината (од 0,5% односно 5,6%, соодветно). Анализирано од аспект на факторите што го движат кредитниот пазар, анкетните истражувања покажуваат позитивни поместувања и на страната на побарувачката и на страната на понудата на кредити. Така, во услови на задржан раст на економската активност, позитивни поместувања на пазарот на труд и поволни услови на кредитирање од банкарскиот сектор, приватниот сектор продолжи да ја зголемува побарувачката на кредити. Здравата солвентна и ликвидносна позиција на банките и зголемената конкуренција во банкарскиот сектор се фактори кои и натаму имаат стимулативно влијание врз условите за зголемена понуда на кредити. Во однос на изворите на финансирање, **во последниот квартал беше забележан интензивен раст на вкупните депозити**, со што годишната стапка на раст на вкупните депозити во декември изнесува 5,7% и е над проекцијата за крајот на годината (од 2,6%). Погolem придонес кон растот на вкупните депозити во последниот квартал имаа депозитите на корпоративниот сектор, а висок раст остварија и депозитите на домаќинствата, кој во најголем дел се должеше на зголемените депозити во домашна валута. Ваквите поместувања на депозитниот пазар се сигнал за видливо стабилизирање на очекувањата и натамошно исцрпување на ефектите од неекономските фактори коишто доведоа до послаби остварувања кај депозитите на домаќинствата во претходните два квартали. Се очекува депозитната база на банките да продолжи да се зголемува и во следниот период, обезбедувајќи стабилни извори за финансирање на кредитниот раст, која, пак, според октомвриската проекција, во следните две години ќе се движи помеѓу 6 - 7%.

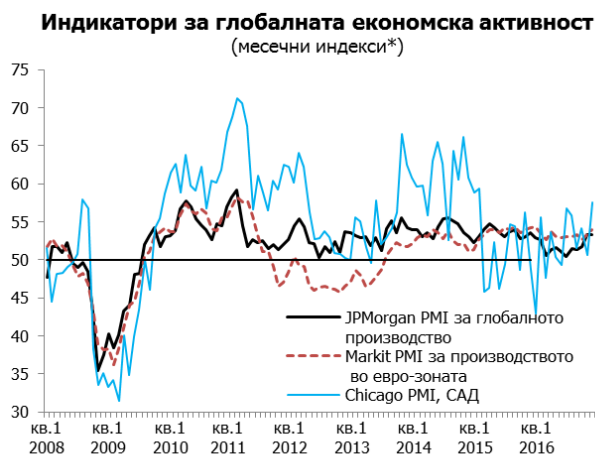
Резимирано, остварувањата покажуваат дека и покрај зголемените ризици во овој период, поврзани со фактори од домашна и надворешна природа, оцените за стабилност на темелите на домашната економија и натаму остануваат солидни. Економијата и понатаму закрепнува со солидно темпо, во еден дел поддржана и преку кредитната активност на домашните банки. Економското закрепнување се одвива без ценовни притисоци и во услови на натамошно одржување соодветно ниво на девизните резерви. Ризиците за економијата и натаму се оценуваат како неповолни и се поврзани со домашниот политички амбиент, а присутни се и надворешните ризици. Во однос на домашните ризици, нивното влијание во изминатиот период релативно беше ублажено со преземените позитивни чекори во разрешувањето на домашните политички предизвици, но и натаму постои дел од неизвесноста, поради што овие ризици остануваат актуелни. Во однос на ризиците од надворешното окружување, тие генерално се поврзуваат со кривкото глобално закрепнување, протекционистичките тенденции, променливоста на финансиските пазари и одделувањето на Велика Британија од Европската Унија. Оттука, НБРМ и во следниот период внимателно ќе ги следи движењата, а идните промени во монетарната политика во голема мера ќе бидат условени од понатамошното стабилизирање на домашниот политички амбиент, како и од остварувањето на надворешните ризици.



I. Макроекономски движења

1.1. Меѓународно економско окружување¹

Глобалниот економски раст продолжи и во третото тримесечје на 2016 година, поттикнат од релативно добрите остварувања кај најзначајните развиени земји, при поумерено закрепнување на дел од брзорастечките земји и земјите во развој. Во наредниот период се очекува натамошно зајакнување на растот на светската економија, со темпо коешто сепак и натаму ќе биде побавно од преткризното. Ризиците околу глобалниот раст главно се неповолни. Притоа, најизразени се политичките ризици, на што се надоврзува сè уште умерениот раст на развиените економии, забавените стапки на раст на Кина и рецесијата во некои од брзорастечките земји. Расположливите податоци за глобалната инфлација покажуваат дека таа забрзува и во четвртиот квартал на 2016 година. Во развиените земји инфлацијата се движи во нагорна насока, додека пак кај брзорастечките економии и во земјите во развој продолжува умереното забавување кое започна во вториот квартал. Постепеното исцрпување на базниот ефект од ниската цена на енергенсите, како и растот на цената на нафтата на светските берзи оставаат простор за умерени инфлациски притисоци во претстојниот период.



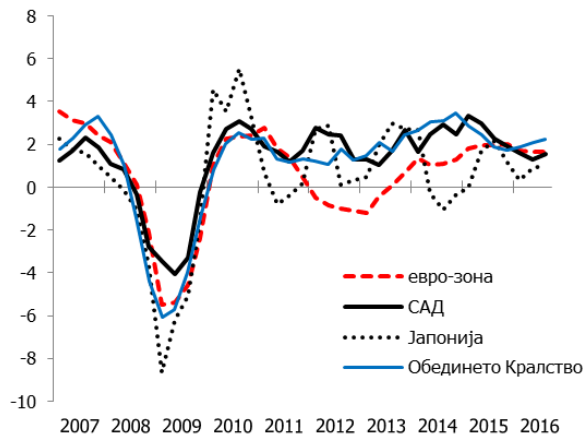
*PMI - индексот може да заземе вредност помеѓу 0 и 100. Тој се пресметува така што го зема предвид процентот на испитаници што пријавиле подобрување на економските услови во однос на претходниот месец. Референтната вредност на индексот е 50, што укажува на непроменети економски услови. Вредноста повисока, односно пониска од 50 укажува на економска експанзија, односно контракција.
Извор: Markit, ISM-Chicago.

Показателите за глобалната економска активност посочуваат на солидни остварувања во третиот квартал од 2016 година, што во голем дел произлегува од подобрите остварувања кај дел од развиените економии. Така, во Велика Британија, САД и Јапонија дојде до забрзување на годишниот раст, додека пак растот во еврозоната се задржа на нивото од вториот квартал. Во услови на стабилизација на финансиските пазари по постепеното враќање на довербата на пазарните субјекти разнишана со одлуката за Брегзит, Велика Британија во третиот квартал оствари позитивни економски резултати (годишен раст од 2,3%). Американската економија покажа знаци на понатамошно закрепнување и забележа годишен раст на БДП од 1,7%, поттикнат од личната потрошувачка, извозот и од инвестициите. Јапонската економија забележа раст од 1% на годишна основа, а основен двигател е нето-извозот. Растот на економската активност во еврозоната од 1,7% на годишна основа главно се должи на личната потрошувачка и инвестициите, а и извозот имаше мал придонес. Гледано, пак, од аспект на брзорастечките економии и на земјите во развој, се забележува дека тие и понатаму остваруваат забавен економски раст, со разлики помеѓу одделни земји. Економиите на Кина и

¹ Анализата се заснова врз „Светскиот економски преглед“ на ММФ, октомври 2016 и ажурирање јануари 2017 година; Економскиот билтен на ЕЦБ; соопштенијата на „Маркит економикс“; „Глобалните економски изгледи“ на Светската банка; „Блумберг“; извештаите на „Рубини глобал економикс“ и на „Капитал економикс“, месечните извештаи на Меѓународната енергетска агенција и неделните извештаи на Банката на Грција.

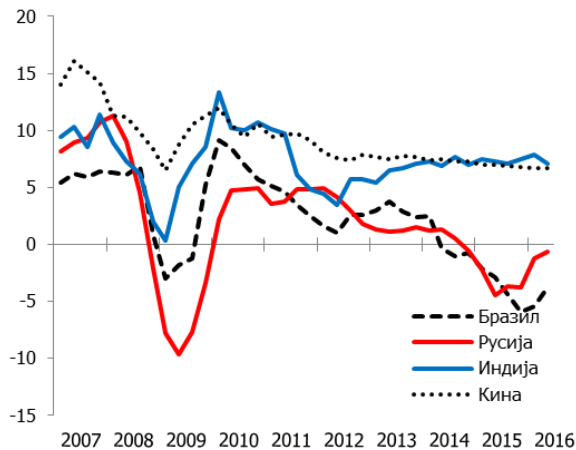


Реален раст на БДП во развиените земји (годишни процентуални промени)



Извор: ОЕЦД.

Реален раст на БДП во земјите во развој (годишни процентуални промени; квартални податоци)



Извор: ОЕЦД и ММФ.

Глобална инфлација (годишни процентни промени, месечни податоци)



Извор: ММФ.

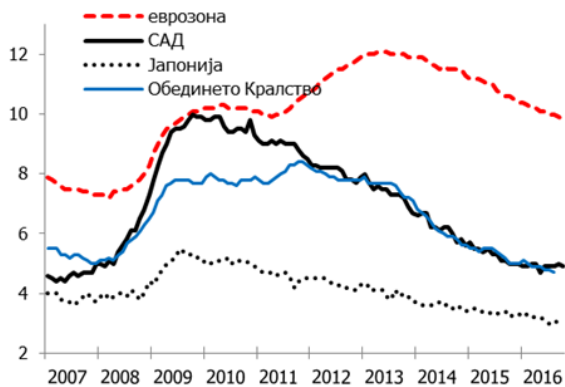
Индија продолжуваат да растат со истата динамика како во претходниот квартал, а рецесијата во Бразил и Русија постепено забавува. Високофреквентните анкетни показатели за економската активност - ПМИ упатуваат на подобрени очекувања на пазарните субјекти за идните економски движења. Во периодот октомври - ноември, глобалниот композитен ПМИ достигна просечна вредност од 53,3 индексни поени, што означува пораст за 3,4 п.п. во однос на претходниот квартал. Најновите проекции за глобалната економска активност во наредниот период укажуваат на нејзино постепено зајакнување, иако сè уште под преткризното ниво. Се предвидува натамошен умерен раст на економијата на САД, при подобрени економски фундаменти. Умерен, но стабилен економски раст во следниот период се очекува и кај еврозоната, поттикнат од позитивните ефекти од експанзивната монетарна политика врз реалниот сектор, закрепнувањето на инвестициите и подобрувањето на пазарот на труд. Сепак, глобалниот раст останува неизвесен, а ризиците главно се неповолни, при сè поизразени политичките ризици, особено во развиените земји. Притоа и натаму е присутна неизвесноста околу ефектите врз глобалната економија од одлуката за излез на Велика Британија од Европската Унија, додека како дополнителен ризик се истакнува можниот раст на протекционизмот. Умерениот раст на развиените економии, како и забавениот раст во Кина и рецесијата во некои од брзорастечките економии може исто така да имаат негативно влијание. Исто така, случувањата на Средниот Исток, како и бегалската криза претставуваат ризици кои негативно би влијаеле на глобалниот раст во претстојниот период. Од друга страна, како позитивни ризици за глобалниот раст се евентуално постимулативни политики во САД и во Кина.

Расположливите податоци за глобалната инфлација покажуваат дека таа продолжува да забрзува и на почетокот на четвртиот квартал на 2016 година. Во периодот октомври - ноември, инфлацијата забрзува кај развиените земји, додека во брзорастечките и земјите во развој остварувањата се различни (намалување во Индија, Бразил и Русија, додека инфлацијата во Кина расте). Намалениот базен ефект, како и растот на цената на нафтата на светските берзи оставаат простор за умерени инфлациски притисоци во периодот кој



Стапка на невработеност во развиените економии

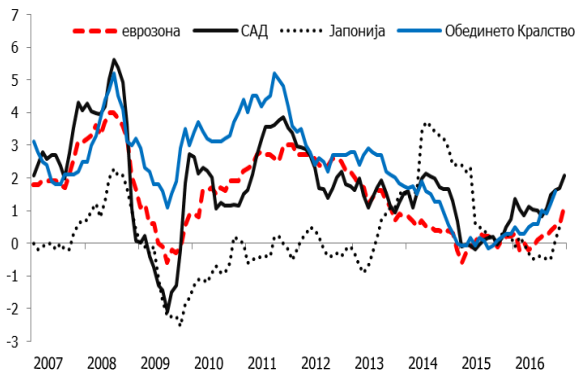
(процент; сезонски прилагодени; месечни податоци)



Извор: Еуростат.

Стапки на инфлација во развиените земји

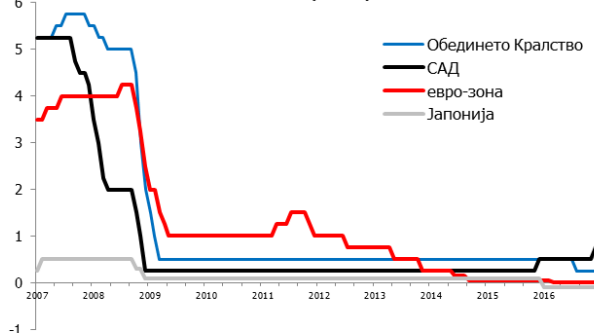
(годишни процентуални промени; месечни податоци)



Извор: Еуростат и национални статистички заводи.

Референтни каматни стапки во развиените земји

(во %)



Извор: Централни банки.

претстои.

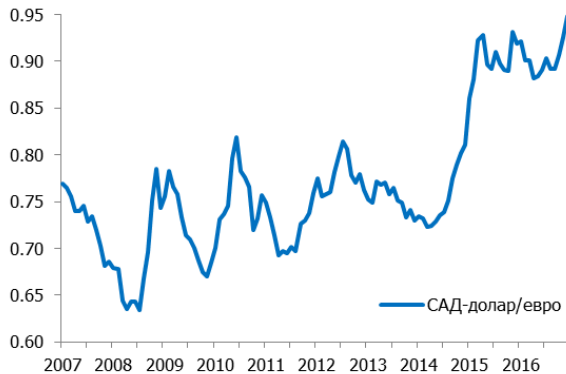
Во третото тримесечје, економската активност на еврозоната и натаму закрепнува. Податоците за БДП во третиот квартал покажуваат раст во еврозоната од 0,3% на квартална и 1,7% на годишна основа, што во основа е непроменета динамика на растот како и во претходниот квартал. Гледано по одделни економии во рамки на еврозоната, остварувањата се во различна насока. Така, годишниот раст на БДП во Италија бележи забрзување, во Германија остана непроменет, а во Шпанија и Франција забавува. Во поглед на пазарот на труд, стапката на невработеност во еврозоната продолжува да се намалува и во ноември изнесува 9,8%, што е најниско ниво од средината на 2011 година.

Во четвртиот квартал од 2016 година, инфлацијата на ниво на еврозоната остана ниска и е значително под целната стапка од 2%. Сепак, се забележува тренд на благо забрзување, при што просечната стапка на инфлација во четвртиот квартал достигна 0,7% на годишна основа. Ваквите остварувања се должат на порастот на цените на храната, алкохолот и тутунот, а дополнителен придонес имаше и базичната инфлација, која во просек изнесуваше 0,8%. Во наредниот период, се очекува инфлацијата да забрза и да продолжи со нагорно движење во текот на 2017 година, што во голема мера е одраз на базните ефекти од падот на енергетската компонента.

Во четвртото тримесечје на 2016 година, централните банки на развиените земји продолжија да спроведуваат, генерално, приспособлива монетарна политика, при што ФЕД и Европската централна банка (ЕЦБ) направија промени во поставеноста на монетарната политика. Имено, на редовниот состанок во декември ФЕД ја зголеми референтната каматна стапка за 25 базични поени, и сега таа изнесува 0,5% - 0,75%. Ова зголемување ги одразува оценките за забрзување на економскиот раст, како и за можни инфлаторни притисоци во иднина. Од друга страна, ЕЦБ реши да го намали износот на откуп на обезбедени хартии од вредност во рамки на програмата за квантитативно олеснување од 80 на 60 милјарди евра месечно (почнувајќи од април 2017 година), но го продолжи рокот на нејзино траење од шест на девет месеци. Оваа мерка беше преземена со



Девизен курс САД-долар/евро



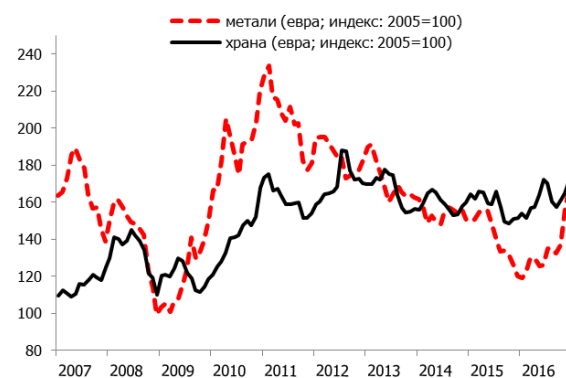
Извор: Еуростат.

Цени на сурова нафта и на примарни производи (месечни податоци)



Извор: ММФ месечна база на податоци.

Цени на храна и на метали (месечни податоци)

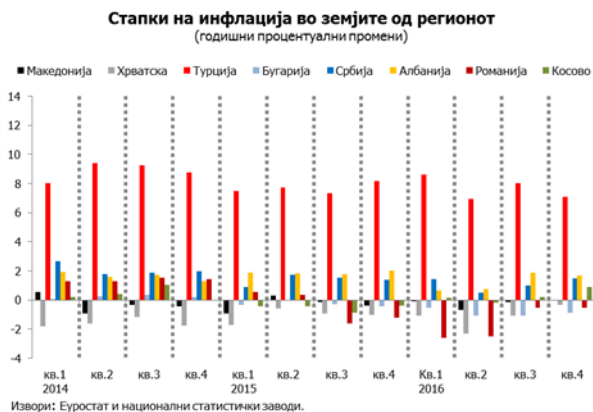
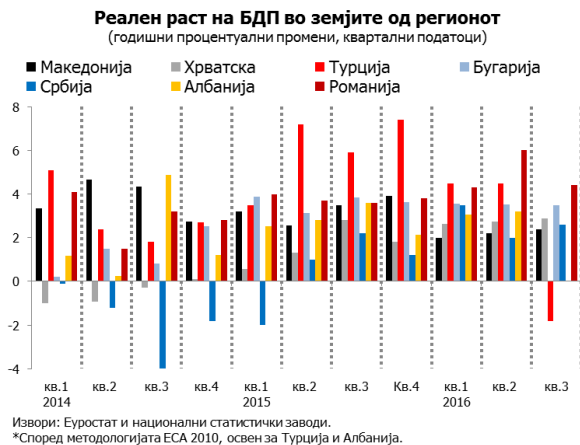


Извор: ММФ месечна база на податоци.

цел да се обезбеди натамошна поддршка на растот и остварување на инфлациониот таргет. Банката на Јапонија и на Англија не направија промени во поставеноста на монетарната политика.

Движењата на номиналниот курс на САД-доларот во однос на еврото во четвртиот квартал од 2016 година покажуваат апрецијација на американската валута. Така, во четвртиот квартал од 2016 година, курсот апрецираше за 3,5% во однос на третиот квартал на 2016 година. На годишна основа, вредноста на САД-доларот во однос на еврото беше на малку повисоко ниво, при што во декември 2016 година, еден САД-долар се разменуваеше за 0,948 евра.

Во четвртиот квартал од 2016 година, цената на нафтата на светските берзи забележа релативно висок пораст. Имено, нафтата во четвртиот квартал достигна просечна цена од 46,5 евра за барел, што споредено со третиот квартал од 2016 година претставува пораст од 13,3%, во најголем дел како резултат на ценовните движења, а во помал дел и на апрецијацијата на САД-доларот во однос на еврото. На годишно ниво, цената на нафтата забележа пораст од 17,2%. Притоа, нагорното движење на цената на нафтата делумно беше одраз на постигнатиот договор помеѓу членките на ОПЕК за намалување на производството на нафта за 1,2 милиона барели на ден, и на индикациите за подготвеноста на Русија, (која не е членка на ОПЕК) да се придружи кон мерките со намалување на сопственото производство на нафта. **Цените на неенергетските примарни производи изразени во евра продолжија да растат и во четвртиот квартал на 2016 година.** Така, цените на неенергетските примарни производи на годишно ниво пораснаа за 11,5%, односно 5,7% во однос на третиот квартал на 2016 година. Анализирани по групи производи, цените на металите во овој период забележаа годишен пораст од 21,7%, додека цените на храната забележаа раст од 10,4%. Порастот на цените на металите најмногу се должеше на растот на цената на оловото и железото. Така, во четвртиот квартал просечната цената на оловото порасна за 24,3% на квартална основа, додека просечната цена на железото се зголеми за 17,3%. Главната причина за растот на цените на овие два метала беа очекувањата за повисока побарувачка од страна на Кина и



шпекулациите за пораст на цените по претседателските избори во САД, поврзани со предизборните ветувања за зголемување на владиното трошење во доменот на инфраструктурата.

Трендот на позитивен економски раст во земјите од регионот продолжи и во третиот квартал, со исклучок на Турција.

Така, во третиот квартал турската економија забележа пад на БДП од 1,8%, во најголем дел како резултат на политичката нестабилност и зголемената неизвесност после обидот за државен удар на 15 јули. Во третиот квартал, најбрз економски раст во регионот од 4,4% беше забележан во Романија, што претставува мало забавување во однос на вториот квартал (6%), пред сè како резултат на забавената лична потрошувачка и инвестиции. Спротивно на ова, српската економија по забавениот раст од 2% во вториот квартал, забележа пораст од 2,6% во третиот квартал. Најголем придонес во овој раст имаа инвестициите и извозот, но и закрепнувањето на личната потрошувачка. Растот во Хрватска и Бугарија изнесуваше 2,9% и 3,5% соодветно, односно беа остварени слични резултати како и во вториот квартал од 2016 година.

Инфлацијата во четвртиот квартал од 2016 година во регионот беше релативно ниска.

Во однос на третиот квартал од 2016 година беа забележани дивергентни движења. Така, инфлацијата забележа благ пораст во Хрватска, Бугарија, Србија и Косово. Ваквиот раст главно се должеше на порастот на цените на облеката и обувките. Од друга страна, во периодот октомври - ноември, Албанија и Турција забележаа благ пад на стапката на инфлација во однос на третиот квартал. Падот на инфлацијата во Турција се должеше на преземените мерки на централната банка за намалување на инфлацијата во согласност со целното ниво од 5%. Се очекува дека инфлацијата во земјите од регионот ќе бележи пораст во наредниот период, пред сè поради порастот на цената на нафтата.



1.2. Домашна понуда

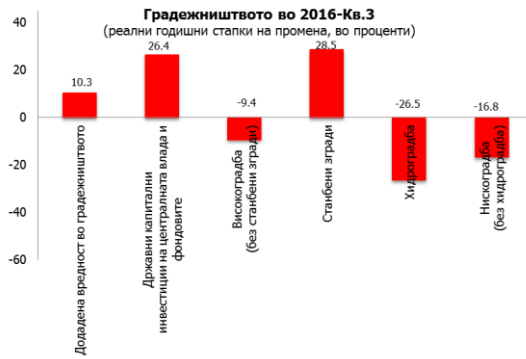
Растот на домашната економија продолжи и во третиот квартал на 2016 година, но со малку позабавено темпо. Така, во третиот квартал БДП се зголеми за 2,4%, на годишна основа, наспроти растот од 3,1% во вториот квартал. Од аспект на структурата на растот, носечки сектор во третиот квартал повторно е градежништвото, но сепак растот на додадената вредност е значително понизок во однос на претходниот квартал. Поволни движења во третиот квартал беа регистрирани и во индустријата, каде што по два квартала на пад, во третиот квартал дојде до благо зголемување на додадената вредност. Во однос на движењата во четвртиот квартал, најголем дел од расположливите податоци за октомври за одделните економски сектори упатуваат на понеповолни движења споредено со третиот квартал. И покрај ваквите поместувања во економијата, согласно со анкетите спроведени во третиот квартал, очекувањата на раководителите во трите клучни економски сектори – преработувачката индустрија, градежништвото и трговијата на мало - за состојбите во четвртиот квартал се задржуваат поволни.

Во третиот квартал на 2016 година, бруто домашниот производ забележа раст од 1,3% на квартална основа (сезонски приспособен), додека на годишна основа растот изнесува 2,4%, што, во споредба со вториот квартал од годината, претставува мало забавување на растот. Кај поголемиот дел од економските сектори забележан е раст на додадената вредност, а највисок позитивен придонес има градежништвото. Поволни се движењата и во индустријата каде што во третиот квартал е забележан раст на додадената вредност на годишна основа, наспроти падот во претходните два квартала од оваа година.

	годишни стапки на раст, во %						придонес во растот на БДП, во п.п.					
	2013	2014	2015	Кв.1 2016	Кв.2 2016	Кв.3 2016	2013	2014	2015	Кв.1 2016	Кв.2 2016	Кв.3 2016
Земјоделство	8.6	3.1	2.3	7.8	6.2	4.9	0.8	0.3	0.2	0.6	0.6	0.5
Индустија	3.7	11.5	6.9	-6.3	-2.1	2.1	0.6	1.7	1.1	-1.0	-0.3	0.3
од кои кај преработувачка индустрија	9.6	21.5	0.9	-9.4	-0.8	1.1	1.0	2.1	0.1	-1.0	-0.1	0.1
Градежништво	12.8	5.1	11.0	6.9	31.4	10.3	0.7	0.4	0.8	0.5	1.9	0.7
Трговија, транспорт и сообраќај и угостителство	11.1	3.1	2.9	3.7	1.2	0.4	1.9	0.6	0.5	0.7	0.3	0.1
Информации и комуникации	4.8	3.4	18.0	10.5	6.7	5.6	0.2	0.1	0.5	0.3	0.2	0.2
Финансиско посредување	-1.4	13.5	10.1	9.4	3.0	3.5	0.0	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1
Дејности во врска со недвижен имот	-1.3	0.0	1.0	0.8	-2.2	-1.9	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.2	-0.2
Административни и помошни услужни дејности	9.6	6.3	5.5	7.5	8.9	10.9	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Јавна управа	-7.5	3.2	4.0	4.5	1.0	-0.1	-1.1	0.4	0.5	0.6	0.1	0.0
Уметност	12.7	11.5	4.6	6.0	2.9	1.0	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1	0.0
Бруто-домашен производ	2.9	3.6	3.8	2.6	3.1	2.4	2.9	3.6	3.8	2.6	3.1	2.4

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Растот на градежната активност продолжи и во третиот квартал, при што градежништвото и понатаму остана носечки сектор на растот на БДП. Сепак, забележано е забавување на динамиката на раст како на годишна, така и на квартална



Извор: Државен завод за статистика и Министерство за финансии.



основа². Од аспект на структурата, согласно со податоците за вредноста на извршените градежни работи најголемиот дел од растот најверојатно е одраз на зголемената активност во изградбата на станбени згради. Солиден раст бележат и државните капитални инвестиции. Резултатите од анкетите за деловните тенденции во градежништвото³ се во согласност со остварувањата на овој сектор. Имено, во споредба со истиот период од минатата година, испитаниците имаат поповолни оценки за сегашната деловна и финансиска состојба во претпријатијата, а исто така го истакнуваат значителното намалување на ограничувачкото влијание на трошоците за труд⁴ и недостигот на квалификуван кадар. Од друга страна, фактори чиешто ограничувачко влијание е зголемено во третиот квартал се недоволната побарувачка и конкуренцијата во секторот. **Во четвртиот квартал се очекува забавување на растот на активноста во градежниот сектор**, имајќи го предвид намалувањето на вредноста на извршените градежни работи во октомври. Наспроти ваквите движења, очекувањата на раководителите на претпријатијата во градежниот сектор во поглед на вработеноста и вкупниот број порачки за четвртиот квартал остануваат поволни.

Во секторот „трговија“ во третиот квартал продолжуваат поволните движења⁵, при мало забрзување на динамиката на раст одразувајќи го пред сè зголемениот промет во трговијата на мало, а раст бележи и трговијата со моторни возила. Кај трговијата на големо, по малото намалување во претходниот квартал, во третиот квартал вредноста на прометот остана непроменета. Добрите остварувања во трговијата на мало се потврдуваат и преку резултатите од Анкетата за деловните тенденции во трговијата на мало⁶ спроведена во третиот квартал. Резултатите упатуваат на

² Анализирани на сезонски приспособена основа.

³ Се однесува на анкетите спроведени во третиот квартал на 2016 година.

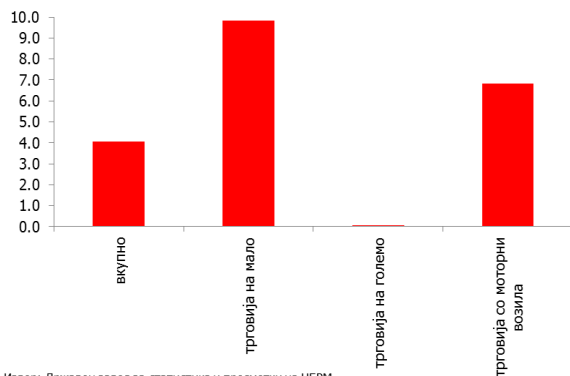
⁴ Вредноста на билансот на одговори за прашањето зголемени трошоци за труд како ограничувачки фактор за градежната активност е намалена од 14,3 во третиот квартал 2015 година на 8,3 во третиот квартал на 2016 година, односно бројот на фирми кои ги посочиле зголемените трошоци за труд како ограничувачки фактор е значително помал.

⁵ Анализата за движењата во трговијата е направена врз основа на податоците за прометот во трговијата.

⁶ Од Анкетата за деловните тенденции во трговијата на мало на ДЗС за третиот квартал на 2016 година. Билансот на одговорите претставува разлика помеѓу пондерирани позитивни и негативни одговори на раководителите на деловните субјекти. Билансот има за цел да го покаже движењето на набљудуваниот економски показател, а не неговата вистинска големина, односно обезбедува квалитативни, а не квантитативни (нумерички) податоци од раководителите на деловните субјекти.

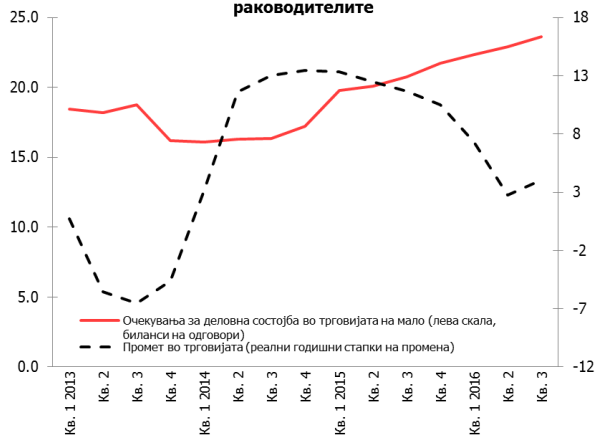


Промет во трговијата 2016 - Кв.3
(реални годишни стапки на промена, во %)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Прометот во трговијата и очекувањата на раководителите



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Сообраќајот и врските во 2016 - Кв.3
(реални годишни стапки на раст, во проценти)



Извор: Државен завод за статистика.

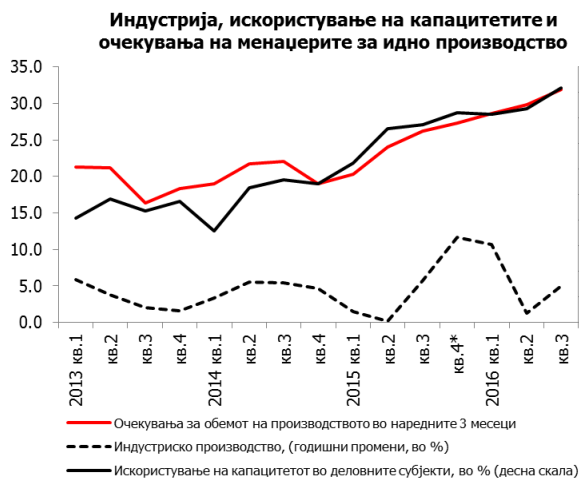
поволни оцени за тековната деловна и финансиска состојба на претпријатијата, а од аспект на факторите коишто влијаеле врз активноста во овој сектор, раководителите го истакнуваат помалото ограничувачко влијание на трошоците за производството. Од друга страна, како фактори со зголемено ограничувачко влијание, раководителите ги издвојуваат факторот „зголемена понуда“, како и зголемената конкуренција. **Во четвртиот квартал не се очекува поголема промена на движењата во трговијата.** Имено, во периодот октомври - ноември е забележан раст на вредноста на прометот во вкупната трговија пред сè заради трговијата на мало, а мал раст е регистриран и кај прометот во трговијата на големо. Забрзаниот раст на трговијата на мало соодветствува со повољните очекувања на раководителите во поглед на деловната состојба на претпријатијата во овој сектор, порачките и растот на вработеноста во наредните три до шест месеци⁷.

Во поглед на движењата во секторот „сообраќај и врски“, показателите за третото тримесечје од годината упатуваат на влошување на состојбата при неповолни поместувања кај патниот и кај железничкиот сообраќај⁸ (намален бројот на поминати километри). Нешто подобри поместувања има кај воздухопловниот сообраќај, каде што во третиот квартал расте бројот на превезени патници и производи. **Малиот број високофреквентни показатели оневозможуваат формирање прецизна оцена во поглед на движењата во секторот „сообраќај и врски“ во текот на четвртиот квартал,** иако тековно расположливите податоци упатуваат на пад на активноста, при голем годишен пад на сите видови железнички сообраќај.

Во текот на третиот квартал беше забележан годишен и квартален раст на додадената вредност во индустрискиот сектор. Притоа, главен носител на растот на индустриското производство е преработувачката индустрија. Од аспект на одделните дејности во рамки на преработувачката индустрија, највисок придонес кон растот има производството на

⁷ Од Анкетата за деловните тенденции во трговијата на мало на ДЗС за третиот квартал на 2016 година.

⁸ Релативно големиот пад кај железнички сообраќај се поврзува со високата споредбена основа од минатата година, кога во втората половина на годината дојде до зголемената побарувачка на овој тип услуга како последица на бегалската криза.



моторни возила, а позитивен беше придонесот и на останатите дејности каде што главно произведуваат извозните капацитети со странски капитал (производство на електрична опрема и производство на машини и уреди). Покрај преработувачката индустрија, во третиот квартал раст е забележан и во секторот „снабдување со електрична енергија, гас, пара и климатизација“, наспроти негативните движења во овој сектор во претходните два квартала од годината. Во прилог на подобрите остварувања во преработувачката индустрија се и резултатите од **Анкетата за деловните тенденции во преработувачката индустрија⁹**, каде што раководителите поповолно ја оценуваат економската состојба, во услови на повисока цена за обемот на нивното производство во изминатите три месеци и раст на просечното искористување на капацитетите во третиот квартал од годината. Добрите остварувања на претпријатијата во овој сектор се поврзани и со намаленото влијание на дел од ограничувачките фактори, како недостигот на квалификувана работна сила и недоволната побарувачка. Од друга страна, испитаниците проценуваат поизразено ограничувачко влијание од неизвесното економско опкружување и финансиски проблеми.

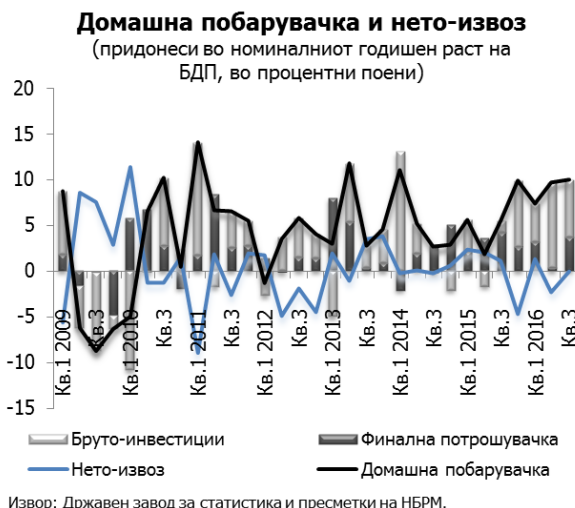
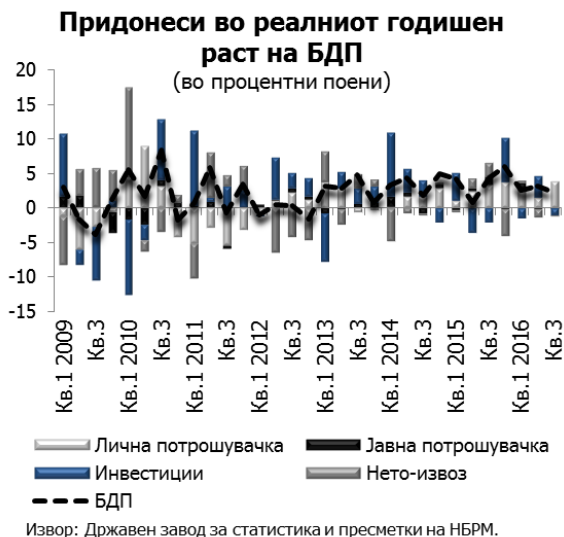
Наспроти поволните поместувања во индустрискиот сектор во третиот квартал, податоците за периодот октомври - ноември упатуваат на годишно намалување на индустриското производство од 4,3%. Гледано од аспект на одделните дејности, значаен дел од падот се објаснува со намаленото производство во дел од традиционалните дејности како резултат на високата споредбена основа од претходната година. Од друга страна, дејностите каде што произведуваат извозноориентираните капацитети и натаму бележат раст на производството. Исто така, анкетните истражувања покажуваат задржување на поволните очекувања во поглед на поместувањата во овој сектор, што, пак, упатува на можно подобрување на состојбата во секторот во последниот месец од кварталот.

⁹ Се однесува на анкетите спроведени во третиот квартал на 2016 година.



1.3. Агрегатна побарувачка

Гледано од аспект на компонентите на побарувачката, годишниот раст на БДП во третиот квартал изнесува 2,4%, што во целост произлегува од домашната побарувачка, додека нето-извозот имаше мал негативен придонес. Во однос на поединечните компоненти, извозната побарувачка забележа највисок годишен раст и има најголем индивидуален позитивен придонес кон растот на економската активност, веќе трет квартал по ред. Растот на извозот главно се поврзува со активноста на новите индустриски капацитети, како и со постепениот раст на странската ефективна побарувачка. Кај компонентите на домашната побарувачка, зголемување на годишна основа бележи единствено потрошувачката на домаќинствата, додека бруто-инвестициите и јавната потрошувачка имаа неповолни движења. Силниот раст на личната потрошувачка во третиот квартал беше поддржан од поволните движења на пазарот на труд, од окружувањето со ниски потрошувачки цени и од натамошното кредитирање на населението.



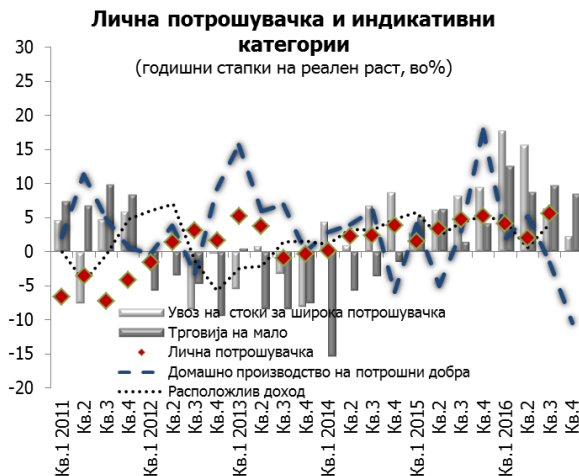
Бруто домашниот производ (БДП) во третиот квартал на 2016 година се зголеми за 1,3% во однос на претходниот квартал (сезонски приспособено), а во однос на истиот период од претходната година растот изнесува 2,4%, што е малку побавен раст во однос на претходниот квартал. Структурната анализа покажува дека растот во третиот квартал се објаснува со повисоката домашна побарувачка, додека нето-извозот има мал негативен придонес. Извозот е компонента со највисок индивидуален позитивен придонес кон растот. Како и досега, ваквите поволни движења во извозниот сектор главно се резултат на активноста на новите производствени капацитети, како и од постепениот раст на странската ефективна побарувачка. Од аспект на компонентите на домашната побарувачка, раст е регистриран единствено кај приватната потрошувачка, и тоа со силно темпо, додека јавната потрошувачка и бруто-инвестициите бележаа годишен пад во третиот квартал. Растот на личната потрошувачка и извозната побарувачка делуваа и врз увозот, којшто засилено растеше во третиот квартал.



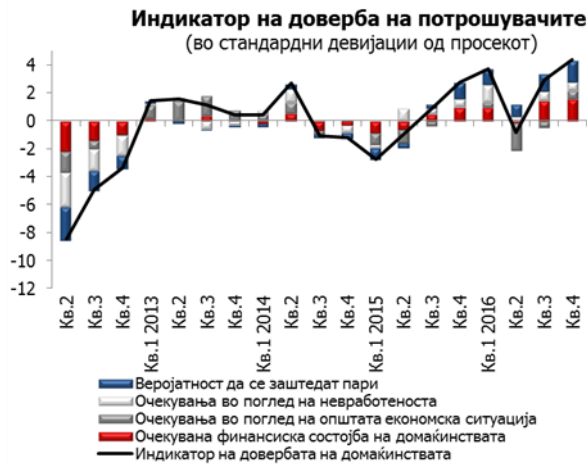
	Годишни стапки на реален раст (во %)						Придонеси кон годишниот реален раст (во п.п.)					
	2013	2014	2015	2016-Кв.1	2016-Кв.2	2016-Кв.3	2013	2014	2015	2016-Кв.1	2016-Кв.2	2016-Кв.3
Лична потрошувачка	1.9	2.2	3.7	4.1	2.0	5.6	1.4	1.6	2.6	2.7	1.3	3.8
Јавна потрошувачка	0.5	3.0	2.1	4.7	-1.4	-0.4	0.1	0.5	0.4	0.8	-0.2	-0.1
Извоз на стоки и услуги	6.1	16.5	6.7	9.1	7.4	15.6	2.8	7.2	3.2	4.0	3.6	8.0
Увоз на стоки и услуги	2.2	14.1	5.2	5.8	7.1	13.3	-1.4	-8.7	-3.4	-3.6	-4.7	-8.2
Бруто инвестиции	0.5	10.7	3.6	-4.4	11.5	-4.0	0.1	3.1	1.1	-1.4	3.1	-1.2
Домаќина потрошувачка	1.3	4.4	3.5	1.7	3.8	2.5	1.6	5.2	4.0	2.1	4.2	2.6
Нето-извоз*	-6.9	8.0	1.0	-2.9	6.1	1.3	1.3	-1.5	-0.2	0.5	-1.0	-0.2
Статистичка дискрепанца							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
БДП	2.9	3.6	3.8	2.6	3.1	2.4	2.9	3.6	3.8	2.6	3.1	2.4

* намалување на нето-извозот означува стеснување на дефицитот
Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

1.3.1. Лична потрошувачка



Извор: Државен завод за статистика, Министерство за финансии и НБРМ.



Извор: Анкета на Европската комисија и пресметки на НБРМ.

Во третиот квартал на 2016 година, потрошувачката на домаќинствата забележа квартално зголемување од 4,3% (сезонски приспособено) и засилен реален годишен раст од 5,6%. Силниот годишен раст на потрошувачката може да се објасни со поволните поместувања кај фундаменталните фактори на потрошувачката. Имено, во третиот квартал од годината е забележан натамошен раст на масата на плати и масата на пензии, иако со малку послаб интензитет од вториот квартал, а солиден раст бележат и потрошувачките кредити. Исто така, раст бележат и приливите врз основа на приватни трансфери од странство, по падот во претходниот квартал, а дополнителен поттик се и пониските потрошувачки цени, коишто позитивно се одразуваат врз потрошувачкиот оптимизам на домаќинствата. Гледано според динамиката, годишната стапка на раст е значајно повисока во однос на претходниот квартал. Во прилог на засилувањето на личната потрошувачка се резултатите од анкетните истражувања за довербата на потрошувачите¹⁰, коишто упатуваат на зголемен потрошувачки оптимизам пред сè заради поволните очекувања во поглед на невработеноста и финансиската ситуација. Истовремено во третиот квартал забрзува растот на трговијата на мало, поместување коешто исто така оди во прилог на зајакнувањето на потрошувачката.

Растот на личната потрошувачка се очекува да продолжи и во последниот квартал на 2016 година¹¹. Имено, на ова

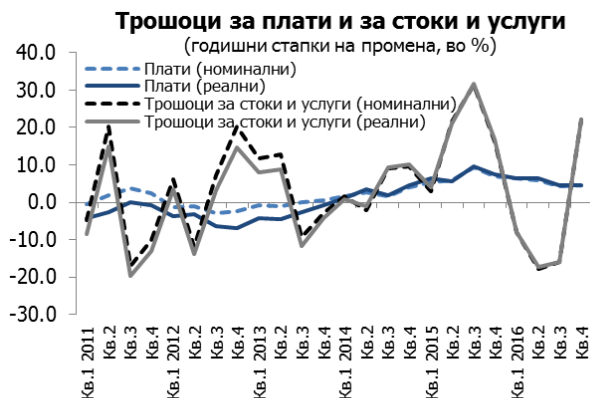
¹⁰ Анкета на Европската комисија за потрошувачкиот оптимизам заклучно со септември 2016 година.

¹¹ Анализата на движењето на нето приватните трансфери е направена со октомвриски податоци. Останатите фактори се анализирани заклучно со нивните ноемвриски остварувања.



упатуваат растот на реалните плати и масата на пензии, како компоненти на расположливиот доход и стабилниот раст на кредитирањето на населението што, според Анкетата за кредитната активност¹² соодветствува со оцените на банките за натамошно олеснување на вкупните кредитни услови на населението и зголемување на побарувачката на кредити во овој период. Од останатите високофреквентни податоци на личната потрошувачка, дополнителни позитивни сигнали доаѓаат и од трговијата на мало, увозот на стоки за широка потрошувачка (иако забавен во однос на претходниот квартал), како и од нето приватните трансфери. Исто како и краткорочните показатели, и сигналите од анкетните истражувања за довербата на потрошувачите¹³, спроведени во четвртиот квартал, упатуваат на поповолни очекувања во поглед на невработеноста и финансиската ситуација на потрошувачите.

1.3.2. Јавна потрошувачка



Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.
Во пресметките се земени трошоци објавени во консолидиран буџет на Централна влада и Фондови, дефлационирани со трошоци за живот.

Во третиот квартал на 2016 година, јавната потрошувачка забележа квартален раст од 1,1% (сезонски приспособено), додека на годишна основа забележа мал реален пад од 0,4%. Падот на јавната потрошувачка произлегува од пониските расходи за стоки и услуги, додека трошоците за плати на вработените во јавниот сектор и трансферите за здравствена заштита¹⁴ бележат раст.

Податоците за периодот октомври - ноември 2016 година упатуваат на годишно зголемување на јавната потрошувачка во последниот квартал, во услови на зголемување на расходите за стоки и услуги, на трошоците за плати за вработените во јавниот сектор, како и на трансферите за здравствена заштита.

1.3.3. Инвестициска потрошувачка

Во третиот квартал на 2016 година бруто-инвестициите забележаа квартален пад од 5,4% (сезонски приспособено), како и пад на годишна

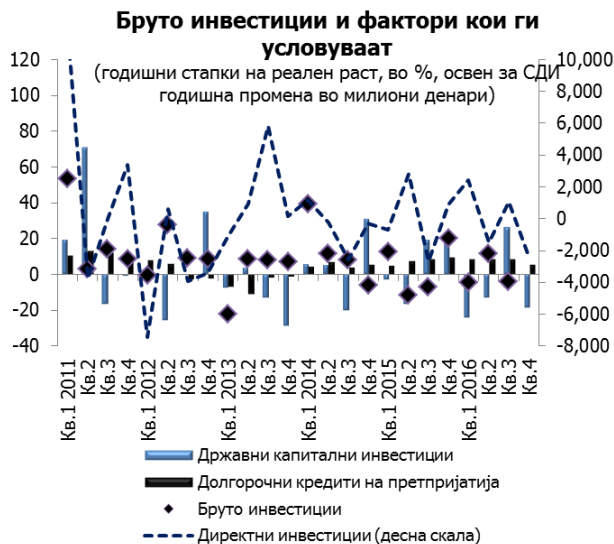
¹² Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ, јануари 2017 година.

¹³ Анкета на Европската комисија за потрошувачкиот оптимизам заклучно со ноември 2016 година.

¹⁴ Погolem дел од овие средства се однесуваат на расходи за стоки и услуги.



Извор: Државен завод за статистика, Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.



Извор: Државен завод за статистика, Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

основа од 4%, којшто доаѓа по солидниот раст од претходниот квартал. Од друга страна, во третиот квартал дојде до раст на додадената вредност во градежниот сектор, а беше регистриран и повисок увоз на капитални производи. Исто така, поместувањата кај најголем дел од краткорочните показатели за инвестициите главно се поволни. Така, раст во третиот квартал е забележан кај домашното производство на капитални производи, корпоративните кредити на банките, приливите од странските директни инвестиции, како и кај расходите на државата за капитални инвестиции.

Сигналите од расположливите високофреквентни податоци даваат различни насоки во поглед на движењето¹⁵ на бруто-инвестициите во последниот квартал на 2016 година. Така, извршените градежни работи во октомври 2016 година бележат годишен пад поради високата споредбена основа. Сепак, гледано на квартална основа се очекува градежната активност да има позитивно влијание за вкупните инвестиции, имајќи ги предвид оптимистичките очекувања на раководителите во градежниот сектор од аспект на вкупните порачки и бројот на вработени¹⁶. Годишен пад од краткорочните показатели за инвестициите се забележува и кај увозот на стоки за инвестиции, приливите од странски директни инвестиции, како и кај расходите на државата за капитални инвестиции. Од друга страна, условите на страната на финансирањето и понатаму се поволни при солиден раст на долгорочното кредитирање на претпријатијата од страна на банките. Ова е во согласност и со анкетните оценки на банките за зголемена побарувачка на корпоративните кредити, при олеснети услови за одобрување за овој период¹⁷. Растот на домашното производство на капитални добра и зголемувањето на искористеноста на капацитетите во преработувачката индустрија¹⁸ во периодот октомври-ноември упатуваат на потенцијално позитивни движења кај инвестициите во четвртиот квартал.

¹⁵ Податоците за извршените градежни работи и странските директни инвестиции се анализирани заклучно со октомври, додека, пак, за останатите индикативни категории, пресечен датум е ноември.

¹⁶ Се однесува на анкетите спроведени во третиот квартал на 2016 година.

¹⁷ Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ, јануари 2017 година.

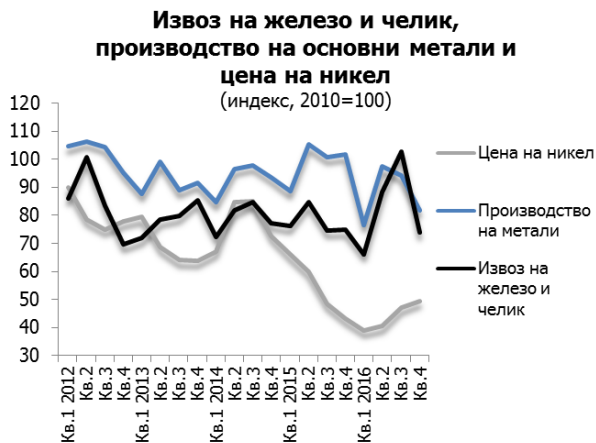
¹⁸ Се однесува на анкетата спроведена во ноември 2016 година.



1.3.4. Нето извозна побарувачка



Извор: Државен завод за статистика.



Извор: Државен завод за статистика, ММФ месечна база на податоци и пресметки на НБРМ.

Нето-извозот негативно придонесува кон растот на економската активност во третиот квартал на 2016 година, но сепак негативниот придонес е понизок споредено со претходниот квартал. Притоа, реалниот извоз на стоки и услуги забележа годишен раст од 15,6% (забрзување на годишната динамика на раст) при квартално зголемување од 6,8%, коешто е сезонски приспособено. Годишниот раст главно произлегува од зголемениот извоз на новите производствени капацитети. Од друга страна, пак, неповолната конјunktura на пазарот на метали, поврзано со сè уште слабата глобална побарувачка на метали и ниските цени на металите, и натаму делува неповолно врз извозната активност на металопреработувачката индустрија. Во третиот квартал, **увозот на стоки и услуги во реални показатели се зголеми за 13,3% на годишна основа, што претставува значително забрзување во однос на динамиката забележана во претходниот квартал, при квартално зголемување од 5,4%, сезонски приспособено.**

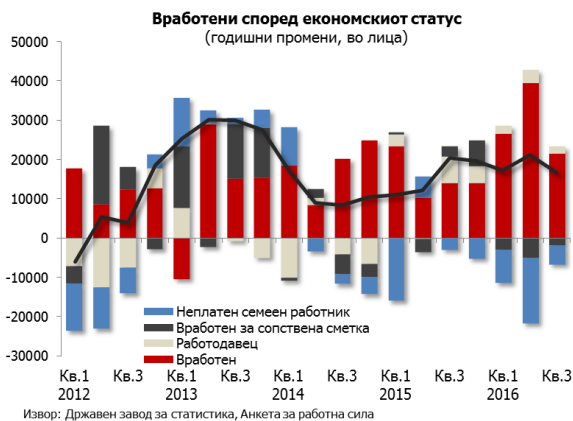
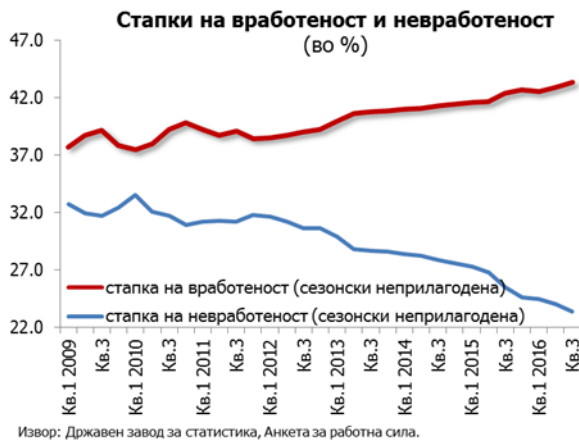
Во последниот квартал на 2016 година се очекува натамошно стеснување на трговскиот дефицит. Имено, номиналните податоци за надворешнотрговската размена за периодот октомври - ноември 2016 година упатуваат на стеснување на дефицитот во четвртиот квартал на 2016 година како резултат на зголемениот извоз на стоки, при речиси непроменет увоз.

1.4. Вработеност и плати

Поволните движења на пазарот на труд продолжија и во третиот квартал од годината. Така, бројот на вработени порасна за 2,3%, додека стапката на невработеност се позиционира на 23,4%, што претставува нов историски минимум. Истовремено, агрегираните сигнали од анкетите за деловните тенденции посочуваат на зајакнат оптимизам во поглед на вработеноста во наредниот тримесечен период. Исто така, во третиот квартал продолжи постепено намалување на бројот на слободни работни места, што заедно со гореспоменатите позитивни сигнали може да упатува на потенцијално подобрување на ефикасноста на пазарот на труд. На страната на понудата на труд, движењата се понеповолни, при натамошно намалување на бројот на вкупното активно население, но сепак забележливо е постепено забавување на динамиката на пад. Показателите за конкурентноста упатуваат



на слична состојба како и во претходниот квартал, односно раст на продуктивноста на трудот (иако нешто побавен во однос на претходниот квартал), следен со раст на трошоците за труд по единица производ.



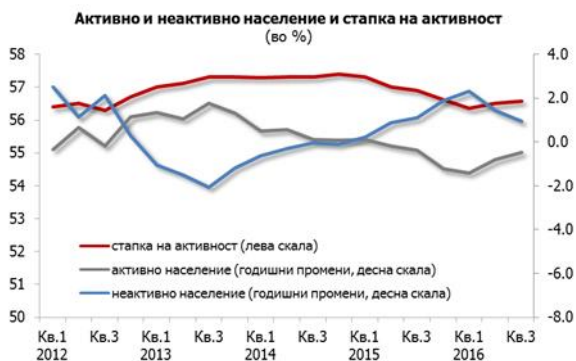
Растот на вработеноста продолжи и во третиот квартал од 2016 година, но бележи забавување на годишната динамика на раст. Така, на годишна основа бројот на вработени лица порасна за 2,3%, а раст од 0,6%¹⁹ е остварен и на квартална основа (наспроти годишен раст од 3% и квартален раст од 0,9% во вториот квартал на 2016 година). Зголемување на бројот на вработени лица на годишна основа е регистрирано во најголем дел од дејностите, при што највисок придонес во растот на вкупната вработеност имаат „трговијата“, дејноста „снабдување со вода, отстранување на отпадни води, управување со отпад и дејности за санација на околината“, административните и помошните услужни дејности, како и „здравството“. На овие дејности отпаѓаат околу 70% од вкупниот раст на вработеноста во третиот квартал. Пад на вработеноста се забележува во земјоделството, рударството, преработувачката индустрија, транспортот и складирањето и во дејноста „информации и комуникации“. Од аспект на економскиот статус²⁰, исто како и во претходниот квартал најмногу вработувања има во категоријата „вработени лица“.

Стапката на вработеност во третиот квартал на 2016 година изнесува 43,4% што претставува годишен раст од 1 п.п. Од гледна точка на динамиката, поместувањето во третиот квартал сепак претставува мало забавување на годишниот раст. Во поглед на поместувањата во побарувачката на труд во последниот квартал од годината, **агрегираните сигнали од анкетите за деловните тенденции**²¹ **укажуваат на продолжување на**

¹⁹ Анализата на кварталната динамика на вработеноста, невработеноста и на вкупното активно население е направена врз основа на сезонски приспособените податоци.

²⁰ Класификацијата според економскиот статус се однесува на следниве групи: **работодавци** – лица коишто управуваат со сопствен деловен субјект или се сопственици коишто работат во сопствен дуќан, или се сопственици на свој земјоделски имот и вработуваат други лица; **вработени** – лица коишто работат во државни институции, деловни субјекти во општествена, мешовита, задружна и недефинирана сопственост или кај приватен работодавец; **вработени за сопствена сметка** – лица коишто имаат сопствен деловен субјект, бизнис, самостојно вршат дејност и работат на земјоделски имот за да остварат приход, а притоа не вработуваат други лица; **неплатени семејни работници** – лица коишто работат без плата во деловен субјект, дуќан или земјоделски имот (во сопственост на некој член на нивното семејство).

²¹ Извор: Државен завод за статистика, анкети за деловните тенденции во преработувачката индустрија (ноември 2016 година), градежништвото (трет квартал на 2016 година) и во трговијата (трет квартал на 2016 година).



Извор: Државен завод за статистика, Анкета за работна сила.



Извор: Државен завод за статистика.

поволните трендови при зајакнат оптимизам кај раководителите на деловните субјекти за наредниот период.

Во третиот квартал дојде до надолно приспособување на стапката на слободни работни места²² којашто се сведе на 1,3% (наспроти 1,4% во вториот квартал на 2016 година и 1,6% во третиот квартал на 2015 година). Имајќи предвид дека стапката на слободни работни места е показател за непокриената побарувачка на труд, како и за потенцијалните несовпаѓања помеѓу побаруваните профили и оние кои се расположливи на пазарот на труд во даден момент²³, намалувањето на овој показател би можело да значи подобрување на ефикасноста на пазарот на трудот. Сепак, имајќи предвид дека станува збор за голема промена, како и за краток временски период, сè уште е рано да се дадат попрецизни оценки во овој контекст.

Што се однесува на поместувањата на страната на понудата на работна сила, во третиот квартал продолжи негативниот тренд, но сепак динамиката на пад е забавена. Така, во третиот квартал вкупното активно население се намали за 0,5%, на годишна основа, што претставува двојно понизок пад од регистрираниот во првата половина од годината (стапка на годишен пад од 1,1%). Слични движења се забележуваат и кај стапката на активност, која во третиот квартал изнесуваше 56,6%.

Растот на побарувачката во третиот квартал од годината, зедно со пониската понуда на работна сила, доведе до натамошно намалување на невработеноста. Така, бројот на невработени лица во третиот квартал се намали за 8,7% на годишна основа, што претставува нешто послаба динамика, споредено со претходниот квартал, додека стапката на невработеност се позиционираше на ниво од 23,4% (годишен и квартален пад од 2,1 п.п. и 0,6 п.п., соодветно).

Просечните исплатени плати во третиот квартал забележаа годишен раст од 1,6% и 1,7% (нето и бруто-плати, соодветно), што претставува задржување на

²² Стапката на слободни работни места се дефинира како сооднос помеѓу бројот на слободни работни места и вкупниот број работни места, односно слободни и пополнети работни места.

²³ Извор: Statistics Explained (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statisticsexplained/>)-15/12/2016.



динамиката на годишен раст во однос на регистрираната во претходниот тримесечен период. Растот е распределен кај поголем дел од економските дејности, а како дејности со највисок раст на платите се издвојуваат земјоделството, градежништвото, трговијата, административните и помошни услужни дејности и јавната управа и одбрана. Споредено со претходниот квартал, номиналните нето и бруто-плати се задржаа речиси непроменети. **Во третото тримесечје, во услови на мал пад на потрошувачките цени, реалниот годишен раст на платите е минимално повисок од номиналниот (1,7% кај нето и 1,9% кај бруто-платите).**



Продуктивноста на трудот²⁴ во третиот квартал се зголеми за 0,8%, што претставува забавување на динамиката на раст во споредба со претходниот квартал од годината. Ваквото поместување во најголем дел е резултат на значителното намалување на продуктивноста на трудот во градежниот сектор, при забавен раст на додадената вредност наспроти растот на вработеноста. **Од друга страна, годишниот раст кај трошоците за труд по единица производ во третиот квартал е сличен како и во претходниот квартал и изнесуваше 1,2%.** Притоа, трошоците за труд по единица производ најмногу се зголемија во услужниот сектор, минимален пораст е забележан и во индустријата, додека кај земјоделството трошоците за труд се задржаа непроменети.

²⁴ Вкупната продуктивност се пресметува како пондериран збир на пресметаната продуктивност на ниво на сектор. Во рамките на секој сектор продуктивноста се пресметува како сооднос помеѓу додадената вредност во тој сектор и бројот на вработени лица.

1.5. Инфлација

Трендот на намалување на домашните цени се задржа и во четвртиот квартал на 2016 година, кога цените во просек беа пониски за 0,1%, на годишна основа. Движењето на домашните цени ги одразува пониските цени на прехранбената и на енергетската компонента на инфлацијата, чијшто пад продолжи да забавува и во текот на последниот квартал. Ваквото поместување кај домашните цени на енергијата е очекувано имајќи ги предвид постепените промени во глобалниот амбиент на цените на примарните производи, каде што се забележува постепен годишен раст на светските цени на енергијата, по речиси двегодишно силно намалување. Базичната инфлација (ценовна компонента без храна и енергија) е позитивна и во четвртиот квартал од годината и малку пониска во однос на претходниот квартал. Што се однесува до цените на производителите на индустриски производи на домашниот пазар, во првите два месеца од кварталот тие забележаа мал пад. Анкетата за инфлациските очекувања спроведена во септември главно упати на непроменети инфлациски очекувања во однос на претходниот квартал. Гледано според динамиката, како и во претходниот квартал, испитаниците очекуваат умерено забрзување на инфлацијата до крајот на годината и во 2017 година.



Надолното поместување на домашните потрошувачки цени продолжи и во четвртиот квартал на 2016 година, кога на годишна основа цените во просек се намалија за 0,1%. Со тоа, просечното ценовно ниво бележи пад шест квартали последователно, иако споредено со првата половина од годината видливо е забавување на на падот. Анализирани според компонентите, минималното намалување на цените во четвртиот квартал се објаснува пред сè со падот на прехранбената, а придонес кон падот имаше и енергетската компонента на инфлацискиот индекс. Пониските цени на храната главно ги одразуваат намалените цени на зеленчукот, овошјето, житните производи и маслата, додека намалувањето на цените на енергијата главно е одраз на пониските цени на течните горива и мазива. Од друга страна, во четвртиот квартал од главните компоненти, раст и понатаму бележи базичната инфлација²⁵, а најголем придонес имаат повисоките цени на тутунот²⁶. Во позитивна

²⁵ Базичната инфлација која ја пресметува НБРМ се добива преку одземање на категориите „храна“ (01.1 храна) и „енергија“ (04.5 електрична енергија, гас и др. горива и 07.2.2 течни горива и мазива како дел од опремата за сопствени сообраќајни средства) од вкупниот индекс на потрошувачки цени преку користење на методот на „нулти пондер“.

²⁶ Годишниот раст на цените на тутунот во четвртиот квартал е комбинација на претходното рамно покачување на цените на цигарите од пет денари по кутија во март 2016 година и покачувањето на цената на определен тип цигари во јуни 2016 година. Во јули 2016 година беше извршено дополнително зголемување на акцизите на цигарите (од 1 јули 2017 година до 1 јули 2023 година акцизата ќе се зголемува за 0,20 денари секоја година), но месечните и кварталните промени на цените на тутунот во втората половина од годината не покажуваат ценовна корекција.



зона се задржаа и подиндексите на инфлацијата кои ги исклучуваат најволатилните цени. Притоа, вкупниот индекс со исклучени енергија, течни горива и мазира и непроцесирана храна упатува на годишна промена од 2,2%, додека вкупниот индекс со исклучени енергија, течни горива и мазира, непроцесирана храна, тутун и алкохолни пијалаци упатува на годишен раст од 0,1%²⁷.

Домашна инфлација и странска ефективна инфлација

(годишни стапки на раст, во %)



* Ефективната странска инфлација е добиена како пондериран збир од инфлациите во земјите најзначајни трговски партнери на РМ.
Извор: ДЗС, Еуростат и пресметки на НБРМ.

За разлика од домашната, **странската ефективна инфлација**²⁸ започна да следи **нагорна патека на движење**, односно во четвртиот квартал е позитивна и изнесува 0,5% наспроти падот од 0,1% во претходниот квартал.

	(годишни промени, во %)						(придонеси кон годишните промени, во п.п.)					
	2015	2016				2016	2015	2016				2016
		Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4			Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	
Индекс на потрошувачки цени - вкупно	-0.3	-0.1	-0.7	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.1	-0.7	-0.1	-0.1	-0.2
Храна	0.1	-1.0	-2.2	-1.1	-1.4	-1.4	0.1	-0.4	-0.8	-0.4	-0.5	-0.5
Цени на енергија	-4.1	-3.5	-3.9	-2.5	-0.7	-2.7	-0.6	-0.5	-0.6	-0.4	-0.1	-0.4
Електрична енергија	1.5	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Централно греење	-6.8	-18.3	-18.3	-13.6	-10.8	-15.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Течни горива и мазира	-16.5	-10.2	-11.8	-8.1	-0.4	-7.7	-0.7	-0.4	-0.4	-0.3	0.0	-0.3
Храна и енергија (волатилни цени)	-1.1	-1.7	-2.6	-1.5	-1.3	-1.8	-0.6	-0.9	-1.4	-0.8	-0.6	-0.9
Базична инфлација пресметана од НБРМ (индекс на потрошувачки цени - храна и енергија(категории 01.1, 04.5, 07.2.2))	0.6	1.7	1.5	1.3	1.2	1.4	0.3	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
Вкупен индекс со исклучени енергија, течни горива и мазира и непроцесирана храна (ДЗС)	-0.1	0.9	0.4	0.1	2.2	0.9						
Вкупен индекс со исклучени енергија, течни горива и мазира, непроцесирана храна, тутун и алкохолни пијалаци (ДЗС)	0.1	1.3	0.8	0.4	0.1	0.7						

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Анализирано според динамиката, во четвртиот квартал од годината, падот на цените беше идентичен како и во претходниот квартал. Гледано по компоненти, кај енергетската компонента дојде до забавување на годишниот пад, како резултат на постепениот раст на цените на нафтата на светскиот пазар. Од друга страна, падот на цените на храната се продлабочи во четвртиот квартал, движење коешто е во

²⁷ Овие индекси на потрошувачки цени се изработени од ДЗС и за првпат беа објавени во декември 2016 година.

²⁸ Пресметката на странската ефективна инфлација е изведена од пондерираниот збир на индексите на потрошувачките цени на земјите најзначајни партнери на Република Македонија во доменот на увозот на стоки за широка потрошувачка. Пондерирациската структура се заснова врз нормализираните учества на номиналниот увоз од секоја од земјите во вкупниот номинален увоз во периодот 2010-2012 година. Во пресметката на овој показател се вклучени Бугарија, Германија, Грција, Франција, Италија, Австрија, Словенија, Хрватска и Србија.



Променлива (храна и енергија) и базична инфлација



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Светски цени на храна и сурова нафта



Извор: ММФ - цени на примарни производи (IMF Primary Commodity Prices).

Странски ефективни* и домашни цени на храна

(индекси, 2005 = 100)



* Ефективните странски цени на храна се добиени како пондеризиран збир од цените на храната во земјите што се назначајни трговски партнери на РМ.
Извор: ДЗС, Еуростат и пресметки на НБРМ.

согласност со најновите поместувања кај светските цени на примарните производи. Наспроти пониските цени на храната и енергијата, базичната инфлација се задржа во позитивната зона, иако растот е минимално понизок во споредба со претходниот квартал. **Така, базичната инфлација во четвртиот квартал изнесуваше 1,2%** (наспроти 1,3% во третиот квартал), а малото поместување главно се објаснува со забавениот раст на цените на обувките, падот на цените на информатичката опрема (наспроти растот во претходниот квартал) и забрзаниот пад на цените производите за лична хигиена. Во спротивна насока влијаеа цените на облеката (каде што беше забележан раст наспроти падот во претходниот квартал), цените на производите за одржување на домовите, цените на тутунот, како и цените на угостителските услуги (кај двете категории на производи забележано е забрзување на растот во споредба со претходниот квартал).

На квартална основа, потрошувачките цени во четвртиот квартал на 2016 година се пониски за 0,1%²⁹ (сезонски неприспособена стапка), што главно се објаснува со пониските цени на храната, во услови на мал раст на цените на производите во рамки на базичната инфлација и цените на енергијата.

Годишниот раст на цените на производителите на индустриски производи на домашен пазар забележан во претходните два квартала беше прекинат и цените во четвртиот квартал на 2016 година забележаа намалување. Годишниот пад на цените на производителите во првите два месеца од четвртиот квартал изнесува 0,5%. Во рамки на индексот, негативен придонес имаа цените од преработувачката индустрија, како резултат на пониските производствени цени на прехранбените производи и производството на облека. Од друга страна, позитивен придонес имаа производствените цени во доменот на рударството, производство на фабрикувани метални производи, освен машини и опрема и капиталните производи. **И на квартална основа, производствените цени забележаа намалување од 0,3%. Од**

²⁹ Сезонски приспособената стапка на квартална промена е негативна и изнесува -0,2%.

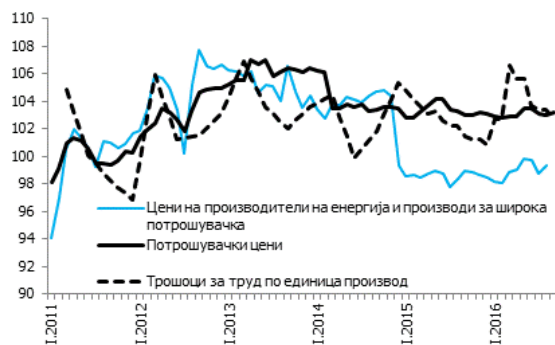


Инфлација и цени на производители на индустриски производи (годишни стапки на раст, во %)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Фактори коишто влијаат врз потрошувачките цени (индекси, 2011=100)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

друга страна, годишниот раст на производствените цени коишто влијаат врз домашната компонента на инфлацијата³⁰ продолжи и во текот на последното тримесечје (раст од 0,5%, наспроти раст од 0,9% во претходниот квартал). На квартална основа³¹, овие цени бележат забавување на падот од 0,2%, наспроти пад од 0,6% во претходниот квартал. Ваквите поместувања на овие производствени цени генерално соодветствуваат и со забавувањето на годишниот пад на потрошувачките цени во втората половина од годината. Иако поместувањата се со умерена големина, сепак продолжувањето на ваквите трендови би можело да доведе до определени притисоци во нагорна насока врз вкупните потрошувачки цени во наредниот период.

Во третиот квартал на 2016 година, трошоците за труд по единица производ забележаа минимално повисок раст од 1,2% на годишна основа споредено со претходниот квартал, кога беше забележан годишниот раст од 1,1%. Имајќи ги предвид оцените за позитивен производствен јаз³², растот на трошоците за работна сила упатува на потенцијални нагорни притисоци врз цените на финалните производи преку овој канал во наредниот период.

Прилог 1: Анкета за инфлациските очекувања

Анкетата за инфлациските очекувања опфаќа три групи испитаници: економски аналитичари, претпријатија и финансиски институции. Притоа, анкетниот прашалник содржи две прашања за мерење на инфлациските очекувања, едното со квалитативен, а другото со квантитативен карактер. На првото прашање за инфлациските очекувања испитаниците ги посочуваат насоката и степенот на промени на цените во споредба со промената во претходните 12 месеци³³. Притоа, за мерење на квалитативните одговори се применува пристапот на веројатност на Карлсон и Паркин (1975), според кој се претпоставува дека при доволно голем број испитаници, очекуваната промена на цените е нормално распределена кај популацијата. На второто прашање се бара од испитаникот прецизно да ја определи очекуваната просечна стапка на промена на цените во наредните две години³⁴. Притоа, вкупната очекувана стапка се пресметува како обичен просек од одговорите на сите испитаници. Вака пресметаниот показател

³⁰ Производите за широка потрошувачка (трајни и нетрајни) и енергијата.

³¹ Кварталната промена е пресметана од сезонски приспособените податоци.

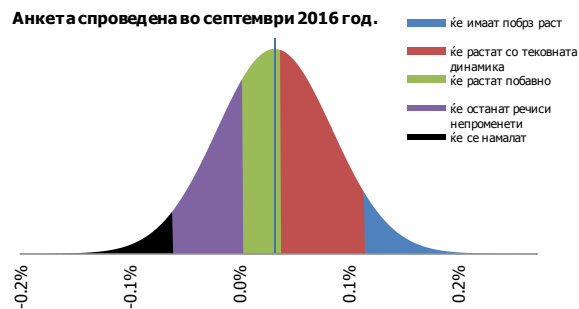
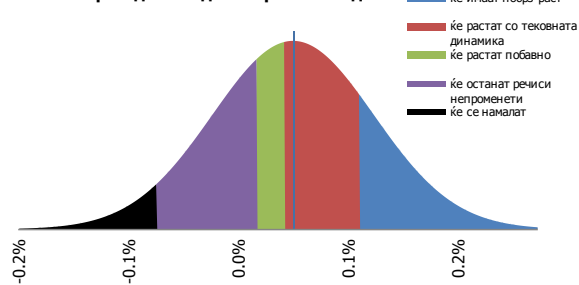
³² Оцените на НБРМ покажуваат дека домашното производство е над потенцијалното ниво (позитивен производствен јаз) во втората половина на 2016 година.

³³ Квалитативното прашање за очекувањата гласи: „Во споредба со изминатите 12 месеци, каква промена очекувате кај потрошувачките цени во следните 12 месеци? а) ќе имаат побрз раст; б) ќе растат со тековната динамика; в) ќе растат побавно; г) ќе останат речиси непроменети; д) ќе се намалат; е) тешко е да се одреди“.

³⁴ Прашањето со квантитативен карактер гласи: „Кои се Вашите очекувања/прогнози за просечната стапка на инфлација во 2017 и 2018 година?“.

е корисен за добивање сознанија во поглед на насоката на движење на очекувањата на испитаниците.

Графикон 1. Нормална распределба на одговорите на испитаниците
Анкета спроведена во декември 2016 год.



Анкетата за инфлациските очекувања беше спроведена во декември 2016 година³⁵. Како и во претходниот анкетен циклус, просечната стапка на инфлација за претходниот 12-месечен период³⁶ се задржа во негативната зона³⁷. Притоа, резултатите од Анкетата упатуваат на непроменетост на инфлациските очекувања во однос на претходната анкета, односно како и во септември, испитаниците очекуваат дека стапката на инфлација ќе биде околу 0% во следниот 12-месечен период. Очекувањата за стапка на инфлација од околу 0% се карактеристични за сите три групи испитаници (економски аналитичари, претпријатија и финансиски институции).

Во однос на квантитативното прашање за очекуваната стапка на инфлација за 2017 и 2018 година, инфлациските очекувања на испитаниците за 2017 година се пониски за 0,2 п.п. во однос на очекувањата во претходниот анкетен циклус. Во 2018 година испитаниците очекуваат дека ќе дојде до забрзување на инфлација во споредба со 2017 година.

1.6. Биланс на плаќања³⁸

Во третото тримесечје од годината, салдото на тековната сметка забележа суфицит, што претставува вообичаено сезонско движење, поттикнато од поволните поместувања кај салдото во размената со стоки и услуги и кај секундарниот доход. За разлика од претходното тримесечје, кога на годишна основа дојде до влошување на салдото на секундарниот доход, заради ефектите од политичката криза, во овој квартал тоа стагнираше. Овие движења се поволни и укажуваат на исцрпување на негативните ефекти од

³⁵ Процентот на респонзивност на Анкетата спроведена во декември изнесува 29,2%, што преставува зголемување на респонзивноста во споредба со претходниот квартал. Гледано по групи испитаници, кај финансиските институции респонзивноста е 55,6%, потоа следуваат претпријатијата со 27,2% и економските аналитичари со 25,4%.

³⁶ Се однесува на периодот декември 2015 година до ноември 2016 година.

³⁷ Во услови кога ценовниот раст е негативен, толкувањето на резултатите од Анкетата може да биде нејасно, при што е неопходно да се промени методот на пресметка на показателот за инфлациските очекувања. Така, во процедурата за мерење се заменува негативната стапка со последната позитивна стапка на раст. На ваков начин се избегнува противречноста на одговорите од Анкетата коишто претпоставуваат позитивен ценовен раст. Имајќи предвид дека промените во методот се од чисто техничка природа, мерењето на квалитативните одговори за очекуваната стапка на инфлација во периоди кога инфлацијата е негативна треба да се земе со умерена доза на претпазливост, додека показателот за инфлациските очекувања како приближен.

³⁸ Започнувајќи од Кварталниот извештај октомври 2014 година, анализата на движењата во билансот на плаќања се заснова врз податоци составени согласно со Прирачникот за платниот биланс и меѓународната инвестициска позиција, шесто издание (ММФ, 2009 година) (ММФ, 1993 година). Подетални информации за методолошките промени се достапни на интернет-страницата на НБРМ

([http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika Informacija za promenite vo platniot bilans megunarodnata investiciska pozicija i nadvoresniot dolq koisto proizleguvaat od примената на новите меѓународни статистички стандарди.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika%20Informacija%20za%20promenite%20vo%20platniot%20bilans%20megunarodnata%20investiciska%20pozicija%20i%20nadvoresniot%20dolq%20koisto%20proizleguvaat%20od%20primenata%20na%20novite%20megunarodni%20statisticki%20standardi.pdf)).



политичката криза присутни во вториот квартал од 2016 година. Гледано на збирна основа, од почетокот на годината тековната сметка бележи умерен дефицит, којшто сепак е повисок од истиот период од претходната година. Основни фактори на ваквото поместување се намалувањето на суфицитот на секундарниот доход (предизвикан од неповолните случувања на домашната политичка сцена во вториот квартал од годината), како и умерено повисокиот дефицит на примарниот доход. Во финансиската сметка, во текот на третиот квартал, беа забележани високи приливи на нето-основа, во најголем дел како резултат на нето-приливите кај портфолио инвестициите на државата, односно издавањето на петтата евро-обврзница. Поголеми нето-приливи беа регистрирани и кај долгорочните заеми, пред сè како резултат на задолжувањето на јавните претпријатија за инфраструктурни проекти, додека нето-одливи забележаа валутите и депозитите, како и трговските кредити и аванси. Имајќи ги предвид овие движења кај поединечните компоненти на билансот на плаќања, во третото тримесечје девизните резерви забележаа висок пораст.

	2015					2016					2015					2016				
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	X	I-X	Кв.1	Кв.2	Кв.3	X	I-X	Кв.1	Кв.2	Кв.3	X	I-X	Кв.1	Кв.2	Кв.3	X	I-X
	во милиони евра										% од БДП									
I. Тековна сметка	-61.7	-97.2	114.4	-42.1	-87	-42.0	-199.0	130.4	-11.8	-122.4	-0.7	-1.1	1.3	-0.5	-1.0	-0.4	-2.1	1.4	-0.1	-1.3
Стоки и услуги, нето	-318.7	-387.6	-279.7	-150.5	-1137	-293.5	-432.4	-265.0	-117.5	-1108	-3.5	-4.3	-3.1	-1.7	-12.5	-3.1	-4.5	-2.8	-1.2	-11.5
Извоз	987.6	1094.8	1159.6	401.2	3643	1103.3	1148.5	1341.2	415.7	4009	10.9	12.1	12.8	4.4	40.2	11.5	12.0	14.0	4.3	41.7
Увоз	1306.3	1482.4	1439.4	551.8	4780	1396.8	1580.9	1606.2	533.2	5117	14.4	16.4	15.9	6.1	52.8	14.5	16.5	16.7	5.5	53.2
Стоки, нето	-427.3	-440.3	-418.7	-168.6	-1455	-409.1	-507.7	-416.5	-136.8	-1470	-4.7	-4.9	-4.6	-1.9	-16.1	-4.3	-5.3	-4.3	-1.4	-15.3
Услуги, нето	108.6	52.7	139.0	18.1	318	115.6	75.3	151.6	19.3	362	1.2	0.6	1.5	0.2	3.5	1.2	0.8	1.6	0.2	3.8
Примарен доход, нето	-70.0	-73.5	-69.9	-23.6	-237	-90.5	-87.8	-89.3	-30.9	-298	-0.8	-0.8	-0.8	-0.3	-2.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.3	-3.1
Секундарен доход, нето	327.0	363.9	464.0	132.1	1287	342.0	321.2	484.6	136.7	1284	3.6	4.0	5.1	1.5	14.2	3.6	3.3	5.0	1.4	13.4
II. Капитална сметка	1.8	1.0	2.1	0.0	5	2.3	2.9	5.0	0.1	10	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
Нето-кредитирање (+) / нето-задолжување (-) (збирна ставка од тековната и капиталната сметка)	-59.9	-96.2	116.5	-42.1	-82	-39.7	-196.1	135.3	-11.7	-112	-0.7	-1.1	1.3	-0.5	-0.9	-0.4	-2.0	1.4	-0.1	-1.2
III. Финансиска сметка	126.2	-44.3	151.8	-18.2	216	-64.0	-66.8	-428.0	-24.2	-583	1.4	-0.5	1.7	-0.2	2.4	-0.7	-0.7	-4.5	-0.3	-6.1
Директни инвестиции	-78.5	-60.8	7.7	-51.7	-183	-117.1	-36.4	-9.7	-13.9	-177	-0.9	-0.7	0.1	-0.6	-2.0	-1.2	-0.4	-0.1	-0.1	-1.8
Портфолио инвестиции	-11.3	4.8	33.8	2.5	30	6.7	-6.0	-432.4	0.1	-432	-0.1	0.1	0.4	0.0	0.3	0.1	-0.1	-4.5	0.0	-4.5
Валуты и депозити	64.7	71.1	87.4	70.1	293	59.6	46.3	46.9	22.0	175	0.7	0.8	1.0	0.8	3.2	0.6	0.5	0.5	0.2	1.8
Заеми	135.0	-5.2	-43.1	1.3	88	-55.8	-33.2	-36.9	-30.1	-156	1.5	-0.1	-0.5	0.0	1.0	-0.6	-0.3	-0.4	-0.3	-1.6
Трговски кредити и аванси	16.3	-54.3	66.2	-40.3	-12	42.7	-37.5	4.9	-2.3	8	0.2	-0.6	0.7	-0.4	-0.1	0.4	-0.4	0.1	0.0	0.1
Останати сметки за наплата/плаќање	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Специјални права на влечење (нето-создавање обврски)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IV. Нето-грешки и пропусти	19.6	-10.4	3.3	1.0	19.4	-10.7	-3.7	-4.5	7.2	-11.7	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1
V. Девизни резерви	-166.6	-62.2	-32.0	-22.9	-277.2	13.5	-132.9	558.9	19.7	459.2	-1.8	-0.7	-0.4	-0.3	-3.1	0.1	-1.4	5.8	0.2	4.8

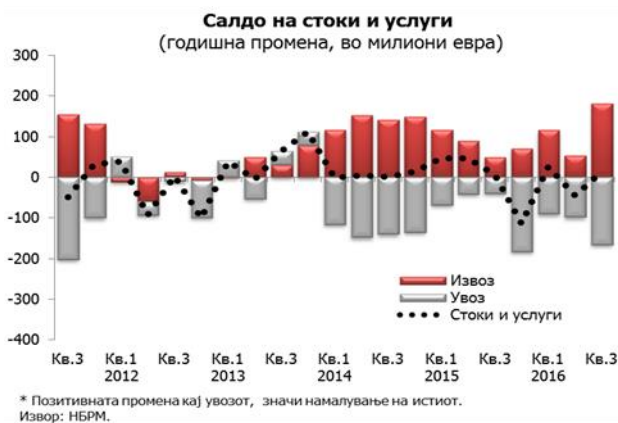
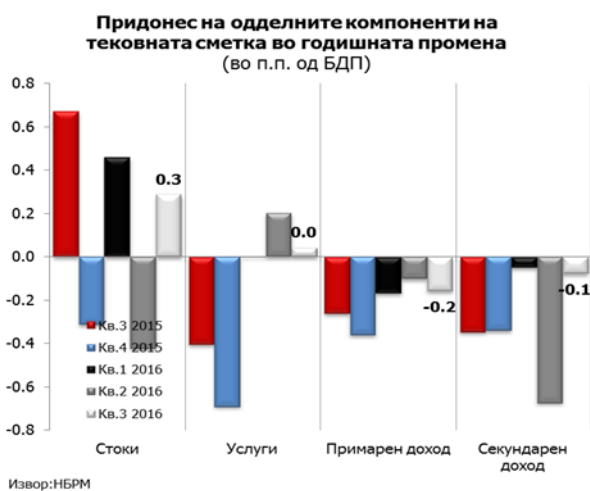
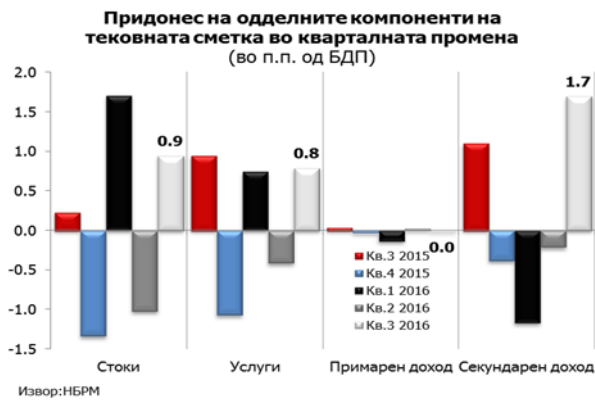
Извор: НБРМ.

1.6.1. Тековна сметка



Во третото тримесечје од 2016 година, тековната сметка на билансот на плаќања забележа суфицит од 130 милиони евра, или 1,4% од БДП³⁹, што претставува подобрување од 3,5 п.п. од БДП во однос на претходниот квартал, кога тековната сметка заврши во дефицит (од 2,1% од БДП). Кварталната промена е резултат на позитивните придвижувања забележани кај сите поединечните компоненти на тековната сметка, освен кај примарниот доход каде што

³⁹ За пресметките се користи проектираниот износ за номиналниот БДП.



немаше промени. Позначаен придонес во подобрувањето имаат повисоките нето-приливи кај секундарниот доход (од 1,7 п.п. од БДП), што во еден дел е сезонски ефект, но во еден дел укажува и на исцрпување на негативните ефекти од политичката криза присутни во првата половина од 2016 година. Намалениот дефицит кај стоките и услугите (за 1,7 п.п. од БДП) исто така имаше позитивен придонес во подобрувањето на тековната сметка. Сезонските фактори влијаеја и врз подобрите остварувања кај услугите, преку повисоките приливи од патувања, зголемени производни услуги за доработка на стоки во туѓа сопственост како и транспортни услуги. Позитивните квартални промени кај салдото на стоки, пред се се резултат на зголемениот извоз од новите индустриски капацитети, но и на металната индустрија, како и извозот на тутун.

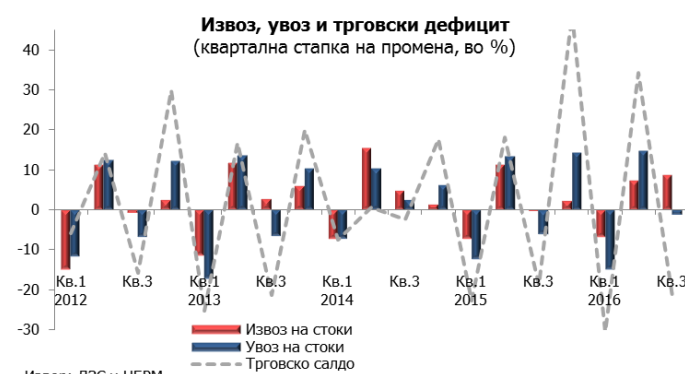
Годишната анализа на тековната сметка укажува на умерено повисок суфицит во третиот квартал од 2016 година споредено со истиот минатогодишен период за 0,1 п.п. од БДП, што е резултат на стеснувањето на дефицитот кај стоките и услугите, при истовремен благ пораст на дефицитот на примарниот доход и релативно стабилен секундарен доход. Стеснувањето на дефицитот во размената со стоки е резултат на поголемиот извоз, предизвикан од добрите остварувања на новите капацитети во економијата, при помал раст кај увозот. Кај услугите се забележува пад кај приливите врз основа на производните услуги за доработки како резултат на послабата конјunktura на металопреработувачката индустрија. Сепак, повисоките приливи од телекомуникациските услуги, туризмот и транспортот, како и пониските одливи кај градежните услуги придонесоа позитивното салдо на услугите да биде малку подобро од оствареното во истиот период од 2015 година. Во третиот квартал од 2016 година, секундарниот доход односно приливите врз основа на приватни трансфери како и трансферите на државата беа на ниво од 2015 година. Истовремено дефицитот кај примарниот доход забележа благ пораст во споредба со истиот период од 2015 година, како резултат на повисоките одливи врз основа на доход од инвестиции.

Според најновите податоци за билансот на плаќања во октомври 2016



година тековната сметка оствари дефицит од 11,8 милиони евра, што во однос на истиот месец од претходната година претставува значајно намалување. Поволната годишна промена произлегува од стеснувањето на дефицитот кај стоките и услугите, кое се должи на умереното намалување на увозот на стоки, во услови на стабилен дефицит кај примарниот доход и суфицит кај секундарниот доход. На збирна основа, во првите десет месеци од годината забележан е дефицит на тековната сметка што е умерено повисок од остварениот во истиот период минатата година, под влијание на влошувањето на суфицитот кај примарниот и дефицитот кај секундарниот доход, наспроти поволните поместувања во негативното салдо од размената на стоките и услугите.

Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК)⁴⁰



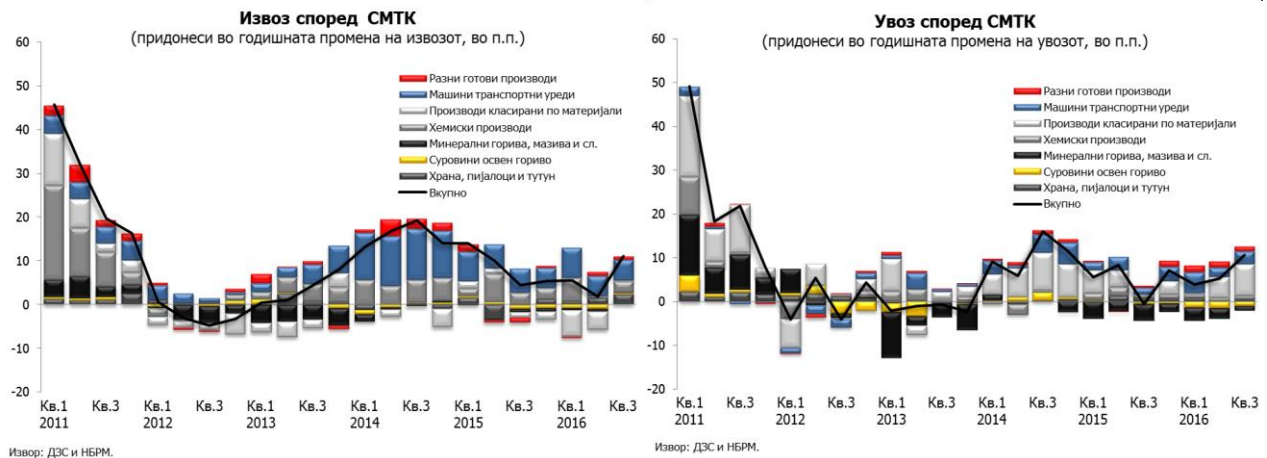
Надворешнотрговската размена во третиот квартал од 2016 година изнесуваше 2.688,6 милиони евра, или 28% од БДП, и во однос на истото тримесечје од претходната година се зголеми за 10,8%, при засилен раст на двете нејзини компоненти. Извозот на стоки во третиот квартал забележа видливо подобрување и достигна годишен раст од 11,3%, значително надминувајќи го растот од 2% во претходното тримесечје. Интензивираната

активност на новите странски капацитети и натаму претставува основен двигател на позитивните извозни резултати. Во рамки на традиционалните извозни сектори, дополнителен импулс кон годишниот раст овозможи и зголемениот извоз на тутун. Истовремено, извозот на металопреработувачката индустрија забележа годишен пад, но значително поумерен во споредба со претходните четири квартали, со што изостанаа поголеми надолни притисоци врз извозот. Притоа, намалениот извоз на железо и челик го одразува ценовниот ефект, додека извезената количина значително се зголеми на годишна основа. **Остварувањата кај извозот се одразија и на страната на увозот на стоки, којшто забележа засилен раст од 10,5% на годишна основа** (наспроти растот од 5,1% во претходниот квартал). Зголемувањето на увозот најмногу се должи на повисокиот увоз на суровинската компонента за новите индустриски капацитети, како и на инвестицискиот увоз и увозот на железо и челик. Како категории коишто најмногу придонесуваат кон увозниот раст, се издвојуваат категориите обоени метали, машини и транспортни уреди, железо и челик и изработки од неметални минерали. Наспроти нив, негативен но релативно понамален придонес во однос на претходното тримесечје има годишниот пад на енергетскиот увоз, поточно понискиот увоз на нафтени деривати и на електрична енергија.

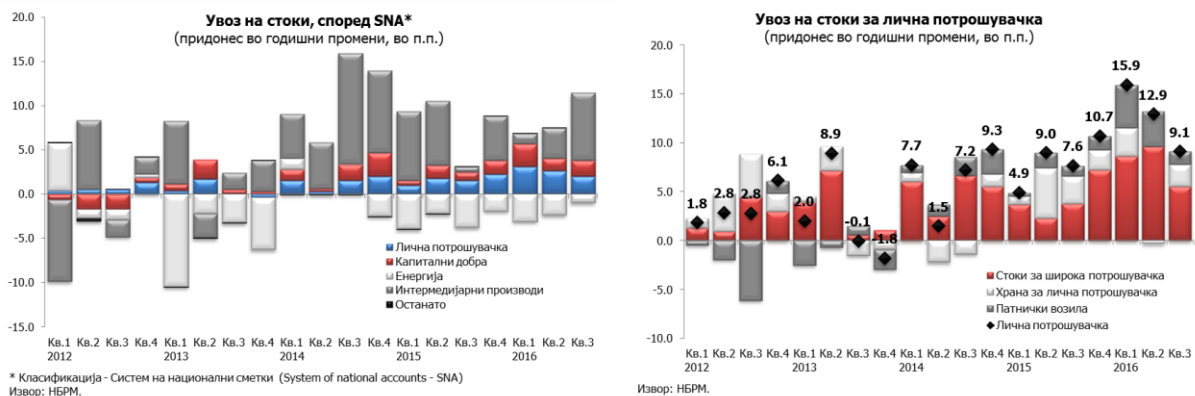
⁴⁰ Според Методологијата за надворешнотрговска размена, податоците за извозот на стоки се објавуваат на ф.о.б., а за увозот на стоки на ц.и.ф. основа.



Ваквите годишни промени кај увозот на енергија соодветствуваат со забавениот пад на цената на нафтата на светските берзи. **Промените на двете компоненти на надворешнотрговската размена во однос на третиот квартал од претходната година доведоа до пораст на дефицитот во размената со стоки за 8%.** Тоа произлегува од проширувањето на неенергетскиот дефицит, додека негативното енергетско салдо и понатаму се стеснува.



Анализата на увозот на стоки од аспект на поделбата според Системот на национални сметки (System of national accounts – SNA) посочува дека во третиот квартал најголем придонес кон годишниот раст на вкупниот увоз има увозот на интермедијарни производи. Истовремено, увозниот раст беше поттикнат и од повисокиот увоз на производи за лична потрошувачка и на капитални добра, додека во спротивна насока влијаеше понискиот увоз на енергија. Од аспект на увозот наменет за лична потрошувачка, годишниот раст на оваа компонента го одразува повисокиот увоз на стоки за широка потрошувачка, при помал позитивен придонес од страна на увозот на храна и патнички возила. Гледано во целина, годишниот раст на увозот наменет за лична потрошувачка и натаму е умерен и забавува, што упатува на присуство на умерени притисоци врз увозот од личната потрошувачка.



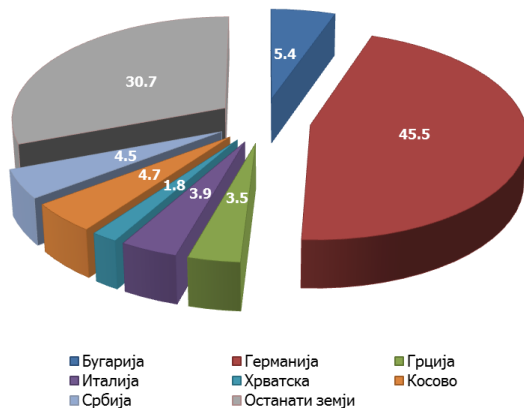
Последните расположливи податоци за надворешнотрговската размена за октомври и ноември укажуваат на мал раст на извозот и стагнација на увозот на годишна основа. Извозот на стоки оствари годишен раст од 1,5%, поттикнат од извозната активност на дел од новите индустриски капацитети, наспроти послабиот извоз на металопреработувачката индустрија. Увозот на стоки беше речиси непроменет на годишна основа, при што зголемувањето на увозот на обоени метали се неутрализира со послабиот увоз на машини и опрема.

Анализата на надворешнотрговската размена по земји укажува дека и во третиот квартал од 2016 година Европската Унија е најзначајниот трговски партнер на домашната економија (учествувајќи со 69,6% во вкупната трговија). Од аспект на одделните земји на страната на извозот, основен двигател на растот претставува извозот кон Германија, како пазар кон кој во голема мера е ориентирана извозната активност на новите компании во странска сопственост. Исто така, позитивен придонес кон извозниот раст во третиот квартал има и



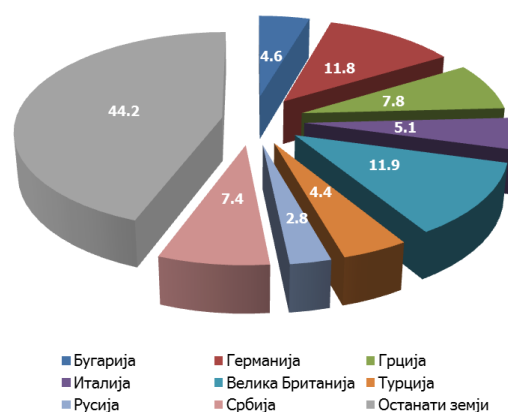
зголемениот пласман на тутун кон Белгија и САД. Од друга страна, во согласност со послабите остварувања на металопреработувачкиот сектор, и во текот на овој квартал продолжи трендот на значително намалување на извозот на железо и челик кон Кина. Во поглед на увозот, најголем придонес има повисокиот увоз од Велика Британија, а во помала мера и од Унгарија, што го отсликува суровинскиот увоз за потребите на новите индустриски капацитети. Годишен раст забележа и увозот на железо и челик од Русија. Наспроти нив, се намали увозот од Јужноафриканската Република, како последица на пренасочувањето на дел од побарувачката на суровини за новите компании кон британскиот пазар. Анализирани од аспект на салдата, проширувањето на трговскиот дефицит најмногу произлегува од продлабочувањето на негативното салдо во размената со Велика Британија, како и со Кина, Русија и Унгарија. Негативните движења се делумно ублажени преку зголемениот суфицит во размената со Германија и Белгија, како и намалениот трговски дефицит со Јужноафриканската Република.

Извоз на стоки, по земји, во третото тримесечје на 2016 година (учество, во %)



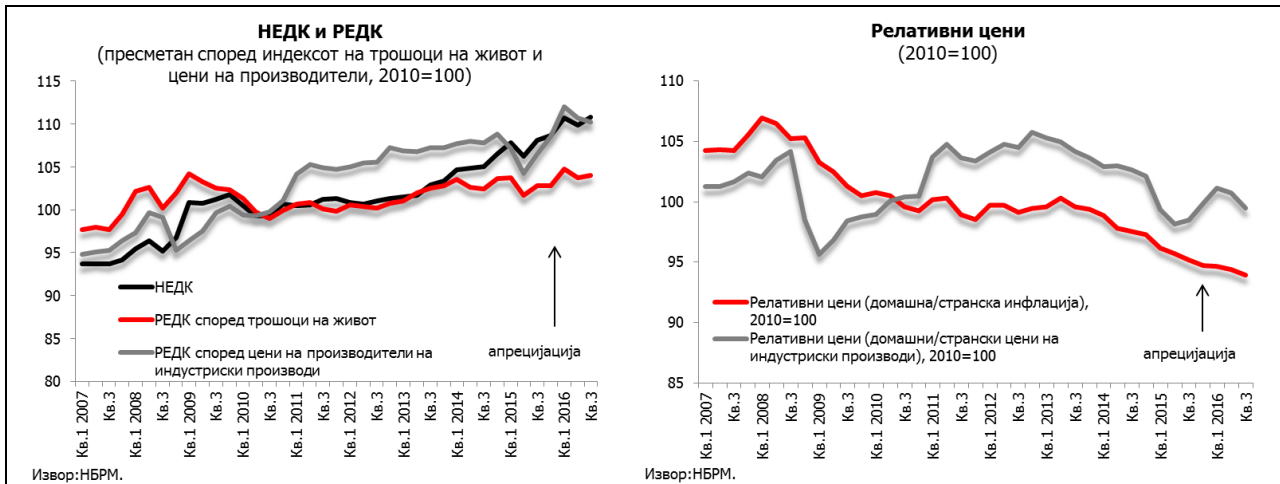
Извор: ДЗС.

Увоз на стоки, по земји, во третото тримесечје на 2016 година (учество, во %)

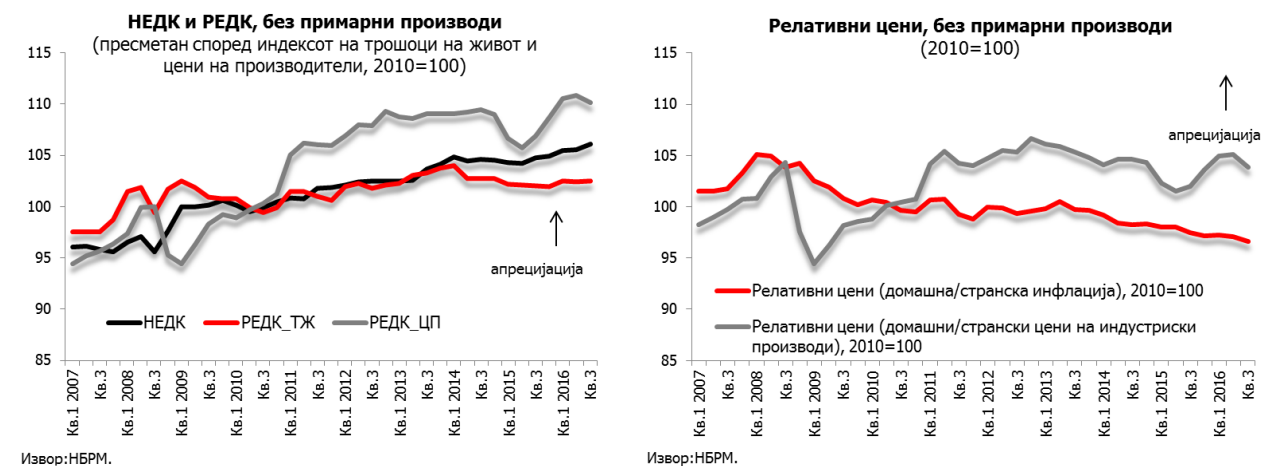


Извор: ДЗС.

Во третиот квартал од 2016 година, показателите за ценовната конкурентност на македонската економија укажуваат на апрецијација на реалниот ефективен девизен курс. Индексот на РЕДК пресметан според трошоците на живот апрецира за 1,2%, додека РЕДК дефлациониран според трошоците на производителите на индустриски производи забележа годишна апрецијација од 3,5%. Притоа, нагорните притисоци произлегуваат од НЕДК, којшто оствари годишен раст од 2,5%, поради апрецијацијата на денарот во однос на британската фунта, како и српскиот динар, руската рубља и украинската гривна. Од аспект на релативните цени, релативните трошоци на живот остварија пад од 1,3%, додека релативните цени на индустриските производи пораснаа за 1% на годишна основа.



Анализата на индексите на РЕДК пресметани со пондери засновани врз надворешнотрговската размена без примарни производи⁴¹, исто така упатуваат на апрецијација на годишна основа. Имено, РЕДК пресметан според трошоците на живот апрецира за 0,4%, а РЕДК заснован врз цените на производителите на индустриски производи оствари апрецијација од 3,1% на годишна основа. Притоа, индексот на НЕДК апрецира за 1,2%, додека кај релативните цени се забележани дивергентни движења, односно годишен пад кај релативните трошоци на живот и пораст на релативните цени на индустриски производи.



Најновите податоци за ценовната конкурентност за периодот октомври - ноември 2016 година укажуваат на умерена годишна апрецијација на РЕДК пресметан според пондерите за вкупната размена на стоки, како и со пондерите засновани на надворешнотрговската размена без примарните производи. И кај двата индекса, годишните промени произлегуваат од апрецијацијата на НЕДК (за 2,4% и 1,5%, според пондерите за вкупната размена и пондерите засновани на НТР без примарните производи, соодветно), при пад на релативните цени. Кај РЕДК заснован на вкупната надворешнотрговска размена, индексот дефлациониран со трошоците на живот апрецира за 1%, а индексот пресметан според цените на производителите на индустриски производи оствари апрецијација од 0,9%. Слични движења се забележани и кај РЕДК со пондери засновани на надворешнотрговската размена без примарни производи, при апрецијација на индексите дефлационирани со трошоците на живот и цените на индустриските производи за 0,5% и 0,9%, соодветно.

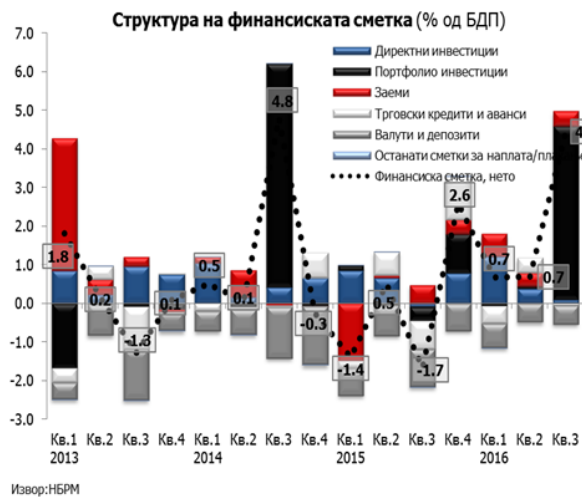
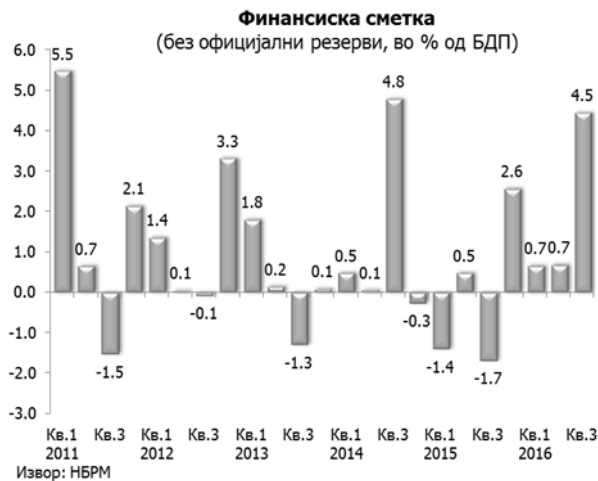
⁴¹ Примарни производи коишто не се опфатени во пресметката се: нафтата и нафтените деривати, железото и челикот, рудите и увозните сировини за новите индустриски капацитети во слободните економски зони. Подетални информации за методологијата за пресметување на реалниот ефективен девизен курс се достапни на следнава врска: http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika_REDK_Infornacija_za_promenite_na_metodologijata_za_presmetuvanje_na_realniot_efektivn_devizen_kurs_na_denarot_mak.pdf



1.6.2. Финансиска сметка

Во третиот квартал од годината, финансиската сметка на билансот на плаќања забележа нето-приливи од 428 милиони евра, или 4,5% од БДП⁴².

Приливи на нето-основа беа регистрирани кај портфолио-инвестициите, странските директни инвестиции како и кај заемите, додека одливи беа регистрирани кај трговските кредити и валутите и депозитите. Приливите кај портфолио-инвестициите речиси во целост се резултат на издадената петта еврообврзница⁴³, додека во третиот квартал од 2016 година поголеми нето-приливи беа регистрирани и кај долгорочните заеми, пред сè како резултат на задолжувањето на јавните претпријатија за инфраструктурни проекти. Позитивни текови беа остварени и кај странските директни инвестиции, со позитивни движења кај акционерскиот капитал и реинвестираната добивка и негативни движења кај должничките инструменти. Трговските кредити и аванси забележаа нето-одливи кои се карактеристични за овој период од годината, соодветно на сезонското подобрување кај салдото на стоки и услуги. Исто така, валутите и депозитите продолжија да делуваат неповолно врз финансиската сметка, во овој квартал заради одливите остварени кај останатите сектори, додека депозитните институции забележаа нето-приливи. Ваквите движења кај депозитните институции делумно се резултат и на Одлуката на НБРМ за девизниот депозит⁴⁴. Кварталната анализа упатува на остварени повисоки нето-приливи во третиот квартал во однос на претходното тримесечје. Ваквите движења во најголем дел се должат на значително повисоките приливи врз основа на портфолио-инвестициите (издадената петта обврзница). Странските директни инвестиции на квартална основа забележаа влошување, односно пониски нето-приливи, пред сè како резултат на намалените нето-приливи кај реинвестираната добивка и зголемените нето-



⁴² Според новата методологија за составување на билансот на плаќања BPM6, термините нето-приливи и нето-одливи означуваат нето-создавање обврски и нето-стекнување средства, соодветно.

⁴³ Во текот на јули 2016 година, државата се задолжи на меѓународните пазари преку издавање на петтата еврообврзница, во износ од 450 милиони евра, со купонска каматна стапка од 5,625% и рочност од седум години.

⁴⁴ Растот на девизните депозити на домашните банки кај НБРМ произлегува од Одлуката за девизниот депозит кај Народната банка на Република Македонија, донесена на 6.5.2016 година, а овозможува каматните стапки да се утврдуваат на повисоко ниво од нивото на каматните стапки коешто го добиваат домашните банки при пласирање на средствата во евра во странство. Можноста да се пласира овој тип депозити во НБРМ беше повлечена на 25.10.2016 година.



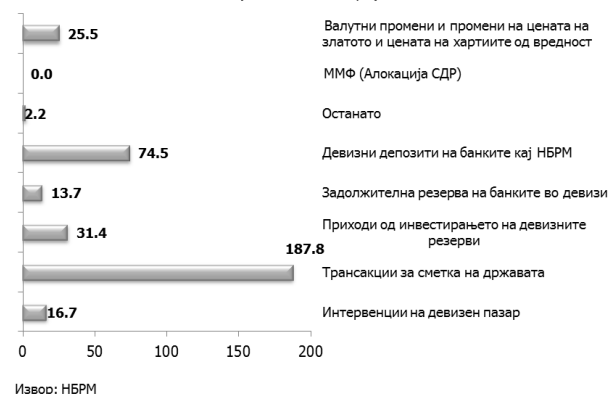
одливи кај должничките инструменти, во услови на подобри нето-приливи кај акционерскиот капитал. Од друга страна, трговските кредити и аванси забележаа нето-одливи (наспроти приливите остварени на нето-основа во претходниот квартал), што е сезонски тек во согласност со подобрувањето на салдото на стоки и услуги. Движењата кај останатите текови од финансиската сметка не забележаа поголеми промени во однос на претходниот квартал.

Анализата на годишна основа укажува на значајна промена во однос на третото тримесечје од претходната година, односно високи нето-приливи во финансиската сметка, за разлика од остварените нето-одливи во истиот квартал од 2015 година. Промената во најголем дел се должи на остварените повисоки приливи кај портфолио-инвестициите односно на издадената петта евро-обврзница. Иако поумерени, на годишна основа ефектите и од речиси сите други текови беа поволни.

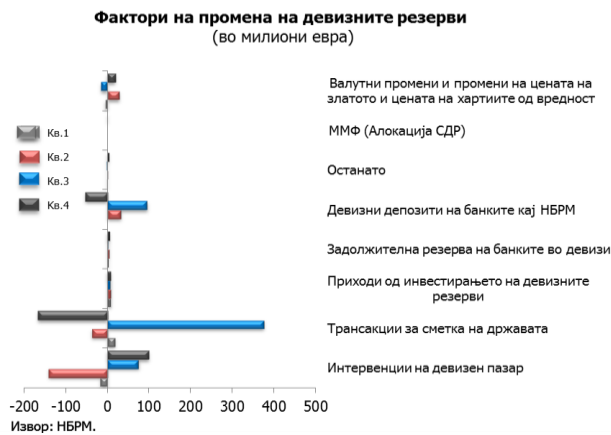


Најновите податоци за билансот на плаќања во октомври 2016 година покажуваат нето-приливи во финансиската сметка од околу 24,2 милиона евра, како резултат на нето-приливите врз основа на заеми и странски директни инвестиции, при истовремени нето-одливи кај категоријата валути и депозити. Во октомври 2016 година тековите кај останатите категории немаа позначително влијание врз салдото на финансиската сметка. На збирна основа, во првите десет месеци од годината финансиската сметка забележа високи нето-приливи, пред сè како резултат на издадената петта обврзница, како и нето-приливите врз основа на странски директни инвестиции и заеми, а во услови на одливи кај валутите и депозитите.

Фактори на промена на девизните резерви во 2016 година (во милиони евра)



Состојбата на бруто девизните резерви на крајот од третото тримесечје на 2016 година изнесуваше 2.698,9 милиони евра, што претставува пораст од 540,2 милиона евра во однос на претходниот квартал. Зголемувањето на девизните резерви во најголем дел произлегува од трансакциите за сметка на државата, односно издадената евро-обврзница, а потоа и од девизните депозити на домашните банки кај НБРМ и интервенциите на НБРМ на девизниот пазар, коишто делуваа



во насока на зголемување на девизните резерви преку остварениот нето-откуп. Останатите трансакции немаа позначително влијание врз состојбата на девизните резерви. Според последните расположливи податоци, на 31.12.2016 година, состојбата на бруто девизните резерви изнесуваше 2.613,4 милиона евра, што претставува пораст од 351,6 милиони евра во однос на крајот на 2015 година. Сите фактори придонесоа за пораст на девизните резерви, при што најголем беше придонесот на нето-трансакциите за сметка на државата⁴⁵, како и на порастот на девизните депозити на комерцијалните банки при НБРМ⁴⁶. Мал позитивен придонес имаа и интервенциите на НБРМ на девизниот пазар. Притоа, поголеми интервенции со продажба на девизи беа извршени во првата половина од 2016 година (во најголем дел како резултат на зголемената побарувачка заради политичката криза), што беше неутрализирано во втората половина од годината кога интервенциите беа во насока на откуп на девизи.

1.6.3. Меѓународна инвестициска позиција⁴⁷ и бруто надворешен долг

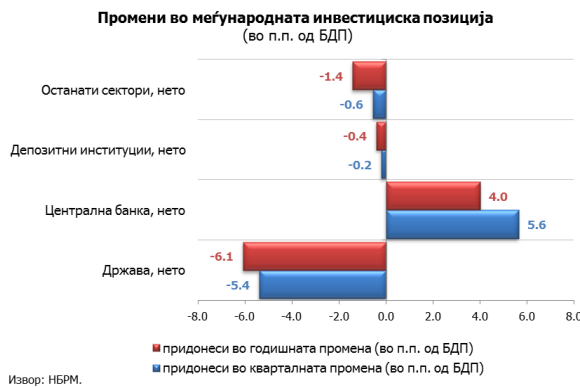
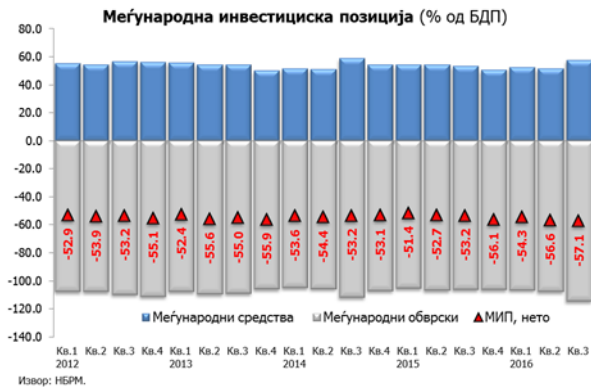
Негативната меѓународна инвестициска позиција⁴⁸ на Република Македонија на крајот од третиот квартал од 2016 година достигна 5.488,6 милиони евра, или 57,1% од БДП, што претставува благо проширување од 0,5 п.п. од БДП на

⁴⁵ Во текот на јули 2016 година, државата се задолжи на меѓународните пазари преку издавање на петтата еврообврзница, додека, во ноември 2016 година државата изврши поголема отплата кон странски кредитори. Сепак, на нето-основа, ефектот врз девизните резерви за целата година е позитивен.

⁴⁶ Растот на девизните депозити на домашните банки кај НБРМ произлезе од Одлуката за девизен депозит кај Народната банка на Република Македонија, донесена на 6.5.2016 година, којашто овозможи каматните стапки да се утврдуваат на ниво повисоко од нивото на каматните стапки коешто домашните банки го добиваат при пласирање на средствата во евра во странство. Од 25.10.2016 година девизните депозити не се нудат како алтернатива за пласирање на девизни средства на деловните банки.

⁴⁷ Анализата во овој дел во целост се заснова врз податоци за меѓународната инвестициска позиција изготвени врз основа на нова методологија. Имено, од јули 2014 година, НБРМ започна со објавување податоци за меѓународната инвестициска позиција (МИП) и бруто надворешниот долг на Република Македонија согласно со новите меѓународни статистички стандарди дефинирани со „Прирачникот за платен биланс и меѓународна инвестициска позиција“ (БПМ6) и „Прирачникот за надворешен долг“ (2013). Подетални информации за методолошките промени се достапни на интернет-страницата на НБРМ (http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika_Informacija_za_promenite_vo_platniot_bilans_megunarodnata_investiciska_pozicija_i_nadvoresniot_dolg_koisto_proizleguvaat_od_primenata_na_novite_megunarodni_statisticki_standardi.pdf).

⁴⁸ Во второто тримесечје на 2011 година, НБРМ започна со склучување репо и обратни репо-трансакции. Овие трансакции претставуваат инвестициска можност за користење на портфолиото на хартиите од вредност за обезбедување дополнителни приходи. При склучувањето на репо-трансакциите се создаваат обврски. Истовремено, при склучувањето обратни репо-договори, создадените побарувања придонесуваат за зголемување на бруто-побарувањата. НБРМ врши истовремено врзано склучување репо и обратни репо-договори, во речиси идентични износи. Гледано во целина, бидејќи истовремено се склучуваат, на нето-основа, овие трансакции имаат неутрален ефект, односно се јавуваат во речиси идентичен износ и на страната на обврските и на страната на побарувањата, поради што не се одразуваат на вкупната нето МИП и вкупниот нето надворешен долг.



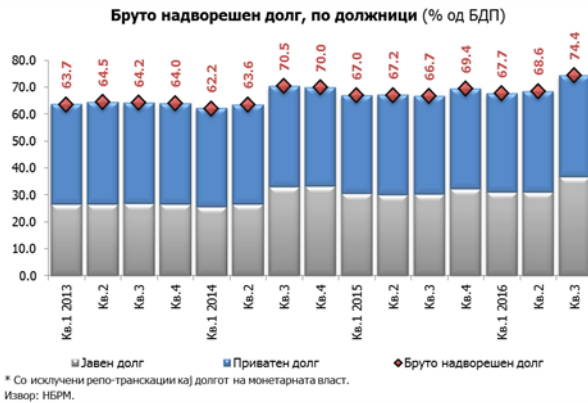
квартална основа. Промената се должи на поинтензивниот раст на меѓународните обврски, во однос на растот на меѓународните средства. Секторската анализа укажува дека промената во однос на претходното тримесечје се должи на повисоките нето-обврски на државата, како резултат на издавањето на петтата евро-обврзница, а во помал дел и од повисоките нето-обврски на „останатите сектори“ во економијата (повисоки обврски по трговски кредити). Истовремено, на квартална основа е остварен позначаен раст на нето-средства кај централната банка, поконкретно на средствата од девизните резерви⁴⁹.

На годишна основа, нето-обврските кон остатокот од светот забележаа раст од 3,9 п.п. од БДП, при поголем раст на меѓународните обврски (за 8,3 п.п. од БДП) и истовремено поумерено зголемување на средствата (за 4,4 п.п. од БДП). Годишната анализа од секторски аспект укажува на тоа дека секторите коишто се двигатели на годишната промена, главно кореспондираат со кварталните фактори на промена. Имено, повисоките нето-обврски на државата, како резултат на издавањето на евро обврзницата, се доминантниот фактор за продлабочувањето на негативната нето-инвестициска позиција во однос на истиот период од претходната година, надолжително со растот на нето-обврските кај „останатите сектори“ (поради зголемени нето-обврски кон директните инвеститори). Овие движења во значаен дел беа ублажени од повисоките нето-средства на централната банка (повисоки девизни резерви).

Состојбата на бруто надворешниот долг на 30.9.2016 година изнесува 7.503,9 милиони евра, или 78,1% од БДП, што преставува квартален раст од 6,5 п.п. од БДП. Со исклучување на ефектот на репо-трансакциите⁵⁰, во третиот квартал бруто надворешниот долг изнесува 74,4% од БДП и бележи квартален пораст од 5,8 п.п.. Повисокиот бруто надворешен долг во најголем дел се должи на зголемувањето на јавниот надворешен долг, при мала нагорна корекција кај долгот на приватниот сектор. Задолжувањето на државата на меѓународните пазари на капитал,

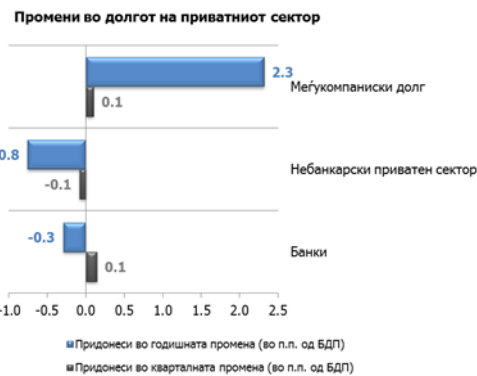
⁴⁹ Растот на девизните резерви во значаен дел е движен од депонираните средства од издадена евро-обврзница.

⁵⁰ Целокупната натамошна анализа се однесува на бруто надворешниот долг без обврските на централната банка врз основа на репо-трансакции.



преку издавањето на петтата еврообврзница е основниот фактор зад кварталната промена на јавниот долг, а со значително помал придонес е порастот на долгот на јавните претпријатија, што се должи на нивното надворешно задолжување наменето за финансирање на инфраструктурни проекти. Од друга страна, малиот пораст на приватниот надворешен долг произлегува од зголеменото долгорочно задолжување на банкарскиот сектор и повисокиот меѓукомпаниски долг, односно порастот на обврските кон директните инвеститори.

Споредено со третиот квартал од 2015 година бруто надворешниот долг е повисок за 7,7 п.п. од БДП, во услови на повисок долг и на јавниот и на приватниот сектор.



Долгорочното задолжување на државата на меѓународните пазари е основниот фактор што ја движи и годишната промена на јавниот надворешен долг. Исто така, благ пораст е забележан и кај надворешниот долг на јавните претпријатија и тоа врз основа на долгорочни финансиски заеми. Кај приватниот долг, растот на годишна основа произлегува од повисоките заеми помеѓу поврзаните субјекти, односно повисокиот меѓукомпанискиот долг. Од друга страна, умерено раздолжување е забележано кај приватниот небанкарски и банкарски сектор, како резултат на намалените долгорочни обврски на овие сектори од економијата.



Показателите за надворешната задолженост на домашната економија и понатаму укажуваат дека бруто надворешниот долг се наоѓа во „безбедната зона“. Единствениот показател според кој економијата се класифицира во групата високозадолжени земји е показателот за учество на бруто надворешниот долг во БДП. Анализата за динамиката на екстерната задолженост⁵¹ упатува на негативни

⁵¹ Анализата на показателите за надворешна задолженост е подготвена врз основа на податоците за платниот биланс согласно со „Прирачникот за платен биланс и меѓународна инвестициска позиција“ (БПМБ) и податоците за бруто надворешниот долг согласно со „Прирачникот за надворешен долг“ (2013). Методолошките промени не предизвикаа промени кај вкупното ниво на надворешниот долг, единствено влијаеја врз рочната и секторската структура на долгот. Соодветно, нивото на краткорочниот долг според новата методологија е понизок за сметка на порастот на долгорочната компонента на долгот, што предизвика промени кај показателите за ликвидност, односно нивно подобрување во однос на анализите засновани врз податоците според претходната методолошка рамка. Од друга страна, методолошките промени кај извозот на стоки и услуги и други приливи предизвикаа влошување на показателите учество на извозот на стоки и услуги и други приливи во бруто надворешниот долг и отплата на долг во однос на извозот на стоки и услуги и други приливи, во споредба со показателите пред настанатите методолошки промени.



поместувања кај три показатели за солвентност на годишна основа (учеството на отплатата на камата во извозот на стоки и услуги и други приливи, учеството на бруто-долгот во БДП и соодносот помеѓу бруто-долгот и извозот), додека показателот за учеството на отплатата на бруто-долгот во извозот на стоки и услуги и други приливи бележи подобрување. Подобрување се забележува и кај сите поединечни показатели за ликвидност, при што е обезбедена целосна покриеност на обврските врз основа на краткорочен долг и краткорочниот долг со преостанато достасување со средствата од девизните резерви.

На крајот од третото тримесечје од 2016 година, нето надворешниот долг, кој претставува дополнителен показател за надворешната задолженост на домашната економија, изнесуваше 2.586 милиони евра, или 26,9% од БДП, што претставува квартално зголемување од 0,3 п.п. од БДП. Повисокиот нето-долг е резултат на растот на долгот на државата и „останатите сектори“ во домашната економија.

Показатели на надворешната задолженост	Солвентност				Ликвидност		
	Отплата на камата/ Извоз на стоки и услуги и други приливи	Бруто долг/ Извоз на стоки и услуги и други приливи	Бруто долг/ БДП	Отплата на долгот/ Извоз на стоки и услуги и други приливи	Девизни резерви/ Краткорочен долг	Девизни резерви/ Краткорочен долг, со преостанато достасување*	Краткорочен долг/ Вкупен долг
	во %				сооднос	сооднос	во %
31.12.2004	2.41	129.3	47.3	12.4	1.14	0.89	30.3
31.12.2005	2.66	147.0	54.2	11.06	1.67	1.04	26.7
31.12.2006	3.44	131.3	49.8	21.7	1.95	1.34	29.0
31.12.2007	2.78	119.3	51.3	19.4	1.35	1.08	39.8
31.12.2008	2.66	116.9	54.1	10.2	1.29	0.95	35.2
31.12.2009	2.43	131.0	57.8	11.8	1.29	0.94	32.9
31.12.2010	3.22	140.4	59.7	13.9	1.49	0.99	27.9
31.12.2011	3.12	148.4	64.6	16.8	1.78	1.18	25.2
31.12.2012	2.92	142.1	67.6	13.1	1.64	1.03	26.7
31.12.2013	2.51	137.3	67.3	15.8	1.64	1.08	23.3
31.12.2014	3.01	149.1	74.0	17.2	1.82	1.13	22.3
31.03.2015	2.69	138.8	70.6	20.0	1.66	1.09	23.4
30.06.2015	2.69	139.3	70.9	20.0	1.56	1.03	23.8
30.09.2015	2.69	138.4	70.4	20.0	1.57	1.03	23.1
31.12.2015	2.69	143.9	73.2	20.0	1.69	1.13	21.3
31.03.2016	2.79	135.8	71.7	16.1	1.52	1.05	22.9
30.06.2016	2.79	137.6	72.6	16.1	1.42	0.98	23.1
30.09.2016	2.79	149.2	78.8	16.1	1.75	1.16	21.5
Критериум за умерена задолженост	12 - 20%	165 - 275%	30 - 50%	18 - 30%	1.00		

*Критериумот за умерена задолженост е земен според методологијата на Светска банка за изработка на показатели на задолженост, којашто подразбира користење на тригодишни подвижни просеци на БДП и извозот на стоки и услуги и други приливи, како именители во пресметката на показателите.

Изработено во согласност со "External debt statistics: Guide for compilers and users", издаден од страна на ММФ.

*Според Greenspan-Guidotti правилото, потребно е земјата да одржува целосна покриеност на краткорочниот долг (резидуално доспевање) со девизни резерви.

Извор: НБРМ.



II. Монетарна политика

Во текот на четвртиот квартал на 2016 година, НБРМ ја намали основната каматна стапка за 0,25 процентни поени, од 4,00% на 3,75%. Одлуката за намалување на каматната стапка беше донесена во услови на видливо стабилизирање на очекувањата на економските субјекти, присутно во континуитет неколку месеци по ред. Сигналите за стабилизација беа видливи на два пункта каде што политичката криза имаше најголеми ефекти - девизниот пазар и депозитите во банкарскиот систем. На девизниот пазар, исто како во третиот квартал, НБРМ и во текот на последното тримесечје од годината продолжи да интервенира со откуп на вишокот девизи од банките поддржувачи, а девизната позиција на банките се задржа на релативно високо ниво. Во услови на стабилизирање на состојбите на девизниот пазар, кон крајот на октомври НБРМ ја повлече можноста за банките за пласирање девизни депозити кај НБРМ, која беше воведена во мај 2016 година. Стабилизирање на очекувањата и на довербата кај економските субјекти беше видливо и преку континуираниот раст на депозитите на населението во банкарскиот систем, во периодот од јуни наваму. Сепак, неизвесноста поврзана со политичките случувања во земјата и глобалното окружување и натаму е присутна. НБРМ и во следниот период внимателно ќе ги следи состојбите, заради навремено и соодветно приспособување на монетарната политика.



Во декември, НБРМ ја намали основната каматна стапка за 0,25 п.п. односно од 4,00% на 3,75%. Во текот на четвртиот квартал НБРМ на редовна основа продолжи да ја преиспитува адекватноста на монетарната поставеност, при што на декемвриската седница на КОМП беше донесена одлука за намалување на основната каматна стапка од 4,00% на 3,75%. Одлуката беше донесена во услови на стабилизирање на очекувањата кај економските субјекти, видливо преку неколкумесечниот раст на депозитите на населението и зголемената понуда на девизи на девизниот пазар. Намалувањето на каматната стапка следеше по одлуката на редовната седница на КОМП, на 25-ти октомври да не се нудат дополнителни девизни депозити на банките, инструмент кој беше активиран во мај 2016 година.

Споредбата на остварувањата кај основните макроекономски показатели со нивната проектирана динамика со октомвриските проекции не упатува на значајни отстапувања во одделните сегменти од економијата. Во периодот октомври - ноември стапката на инфлација во просек изнесуваше 0%, на годишна основа, при пад на цените на храната и енергијата, додека базичната инфлација се задржа во



Стапка на инфлација

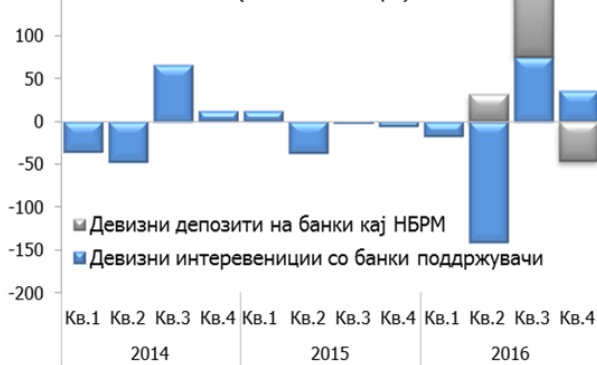
(во %)



*Тековен месец во однос на истиот месец од претходната година.
Извор: ДЗС.

Интервенции на НБРМ на девизен пазар и девизни депозити на банки кај НБРМ

(во милиони евра)

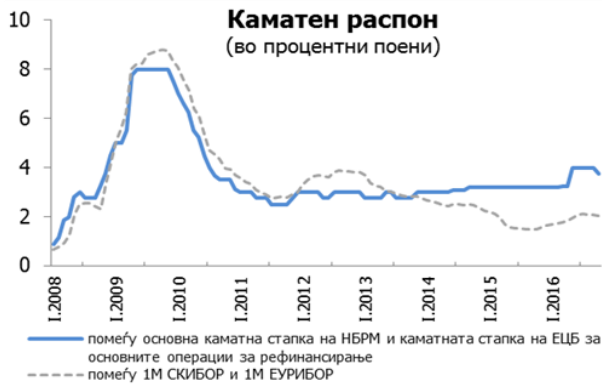


Извор: НБРМ.

зоната на позитивни годишни промени (1,3%). Во споредба со октомвриските проекции, остварувањата кај инфлацијата се умерено пониски од оценетите. Од друга страна, растот на економската активност во третиот квартал, од 2,4% на годишна основа, е умерено повисок во однос на очекувањата со проекциите од октомври. Податоците за економската активност, расположливи во текот на октомври - ноември упатуваат на дивергентни движења, што ја отежнува оцената на состојбата во економијата за четвртиот квартал. Кај девизните резерви, падот во четвртиот квартал од годината, беше под доминантно влијание на раздолжувањето на државата, врз основа на достасани обврски кон надворешни кредитори, а во иста насока делуваа и достасувањата на пласираните девизни депозити на банките кај Народната банка⁵². Од друга страна, девизните интервенции на НБРМ со банките поддржувачи (нето-откуп на девизи), втор квартал по ред, делуваа во насока на раст на девизните резерви. Притоа, намалувањето на девизните резерви е помало од очекуваното, укажувајќи на подобра позиција на билансот на плаќања од проектираната. Анализите за адекватноста на девизните резерви упатуваат на тоа дека нивото на девизните резерви е соодветно и доволно за справување со евентуални идни шокови. Депозитната база на банките во периодот октомври - ноември продолжи да расте со солидна динамика (од 3,8% во септември на 4,4% во ноември, годишно), со раст на штедењето на населението од јуни, сите месеци по ред. Во однос на движењата на кредитниот пазар, кај кредитната активност беше забележано умерено забавување на динамиката на раст (од 7,7% во септември на 6,6% во ноември, годишен раст), која е сепак повисока од оценетата со октомвриските проекции за четвртиот квартал (од 5,6%)⁵³. Сепак, и натаму е присутна неизвесноста поврзана со домашните политички случувања и глобалното окружување. НБРМ и во следниот период внимателно ќе ги следи состојбите, заради навремено и соодветно приспособување на монетарната политика.

⁵² На редовната седница на Комитетот за оперативна монетарна политика на НБРМ, одржана на 25 октомври 2016 година, беше одлучено да се напушти можноста банките да пласираат девизни депозити кај НБРМ.

⁵³ Годишниот кредитен раст со ефектот од преносот на сомнителните и спорните побарувања врз основа на кредити од билансна во вонбилансна евиденција изнесува 1,3% во ноември, наспроти 2,5% во септември 2016 година.



Извор: НБРМ, ЕЦБ.



*Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматни стапки, додека за периодот претходно податоците се прибираа според старата методологија. Подетални информации се расположливи на следнава врска: <http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=29C1C73ED1A4B745B70EE9C3E423029A>.



*Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматни стапки, додека за периодот претходно податоците се прибираа според старата методологија. Подетални информации се расположливи на следнава врска: <http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=29C1C73ED1A4B745B70EE9C3E423029A>.
Извор: НБРМ.

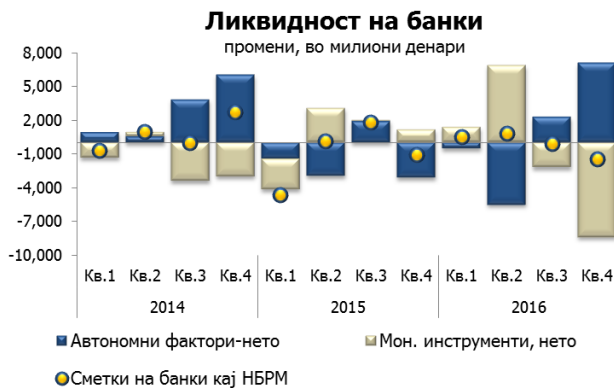
Каматниот распон меѓу основните каматни стапки (на ЕЦБ и на НБРМ) и пазарните индикативни каматни стапки (во РМ и во еврозоната) се стесни. Така, во четвртиот квартал од годината, при намалување на основната каматна стапка на НБРМ (за 0,25 п.п.) и релативно поблаго намалување на 1М СКИБОР (за 0,03 п.п.), каматниот распон меѓу основните каматни стапки (на ЕЦБ и на НБРМ) и пазарните индикативни каматни стапки (во РМ и во еврозоната) се стесни. ЕЦБ ја задржа основната каматна стапка на непроменето ниво (од 0,00%), а 1М ЕУРИБОР во просек за четвртиот квартал изнесуваше -0,37%.

Каматните стапки во банкарскиот сектор во домашната економија се задржаа на релативно стабилно ниво. Каматните стапки на вкупните денарски и вкупните девизни депозити во банкарскиот сектор не забележаа промени, со што распонот не се промени и на крајот на ноември изнесуваше 1,5 п.п. За новопримените депозити, каматната стапка на денарските депозити во ноември се зголеми во споредба со септември (од 1,9% на 2,1%), што при истовремен поблаг раст на каматната стапка на девизните депозити (од 1,0% на 1,1%), услови проширување на каматниот распон на денарските во однос на девизните депозити од 0,9 на 1,0 процентен поен⁵⁴.

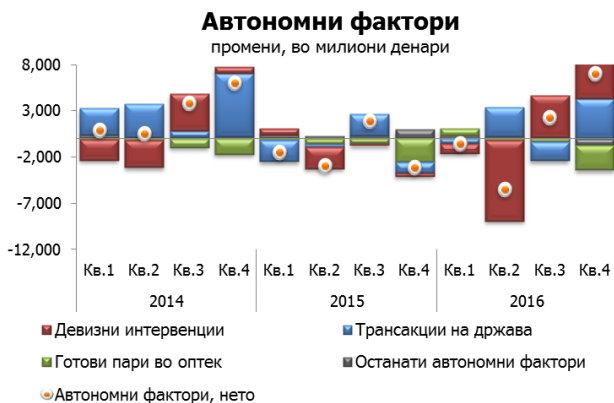
⁵⁴ За каматните стапки на новопримените депозити карактеристични се променливи движења, што може да доведе до чести и привремени приспособувања на каматниот распон.



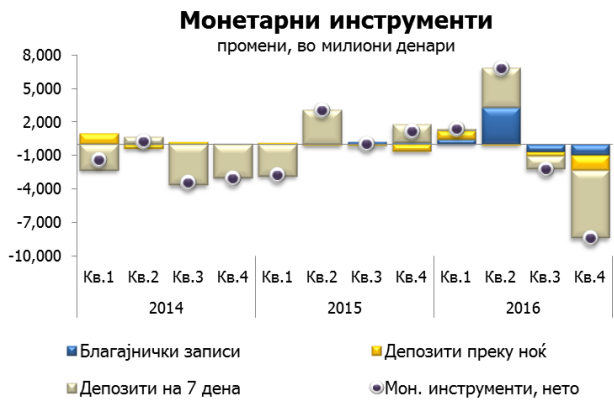
2.1. Ликвидност на банките



Извор:НБРМ



Извор:НБРМ



Извор:НБРМ

Во четвртиот квартал на 2016 година, ликвидноста на банките⁵⁵ на сметките кај НБРМ се намали за 1.311 милиони денари.

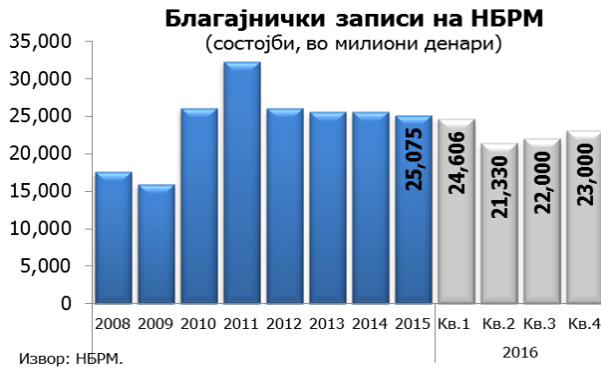
Автономните фактори на нето-основа, делуваа во насока на креирање ликвидност во банкарскиот систем во износ од 7.056 милиони денари. Анализирано поединечно, девизните интервенции на НБРМ (откуп на девизи од банките-поддржувачи) имаа најголемо влијание врз порастот на ликвидноста на банките (за 6.113 милиони денари), а во насока на раст на ликвидноста (за 4.334 милиони денари) делуваа и трансакциите на државата. Од друга страна, готовите пари во оптек, под влијание на сезонски фактори, во последниот квартал од годината остварија раст, со што делуваа во насока на намалување на ликвидноста на банките за 2.678 мил. денари.

Истовремено, преку монетарните инструменти на НБРМ беа повлечени ликвидни средства од банкарскиот систем во износ од 8.367 милиони денари. Во четвртиот квартал од годината беа одржани три аукции на благајнички записи на НБРМ на кои беше применет тендерот со износи (со ограничен износ) и фиксна каматна стапка⁵⁶. Во услови на релативно повисоко ниво на ликвидност во банкарскиот систем под влијание на автономните фактори, на аукцијата на благајнички записи во декември беше понуден повисок износ на благајнички записи, за 1.000 милиони денари⁵⁷. Побарувачката од банките на сите три одржани аукции беше на ниво на понудениот износ, така што состојбата на благајнички записи во четвртиот квартал се зголеми (за 1.000 милиони денари) и на крајот на декември изнесуваше 23.000 милиони денари. Во услови на релативно повисока ликвидносна позиција, банките го зголемија износот на краткорочни депозити кај Народната банка (преку ноќ и на седум дена) за 7.367 милиони денари. Вишокот средства на банките на сметките кај НБРМ над задолжителната

⁵⁵ Се однесува на промената на состојбата на сметките на банките кај НБРМ.

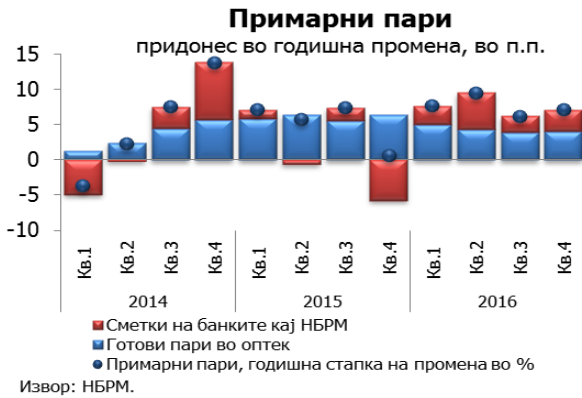
⁵⁶ Каматната стапка за благајничките записи на аукцијата во декември беше пониска во однос на претходните две аукции и изнесуваше 3,75%.

⁵⁷ Одлуките за износот на благајнички записи кој ќе се понуди на аукциите се носат на месечните седници на Комитетот за оперативна монетарна политика.



резерва, во четвртиот квартал, во просек изнесуваше 8,4%, и беше повисок во споредба со третиот квартал од годината (7,4%).

Примарните пари во четвртиот квартал од годината остварија раст. Растот на примарните пари⁵⁸ изнесува 7,1% на годишна основа, и е повисок во однос на крајот на третиот квартал од 2016 година (6,2%). Во однос на проекцијата за четвртиот квартал од годината (9,3%), остварениот раст на примарните пари е понизок.



⁵⁸ Ја вклучува и задолжителната резерва во девизи.



III. Движења на финансиски пазари

На домашните финансиски пазари, во четвртиот квартал од годината, во услови на висока ликвидност во системот, меѓубанкарското тргување со необезбедени депозити се намали. По намалувањето на основната каматна стапка на НБРМ во декември, банките умерено ги намалија индикативните каматни стапки за меѓубанкарско тргување со депозити (СКИБОР), додека краткорочните каматни стапки на пазарот на депозити (МКДОНИА и МБКС) се задржаа на непроменето ниво. На примарниот пазар на државни хартии од вредност, во четвртиот квартал од годината беа издадени нови хартии од вредност, кои во најголем дел беа откупени од пензиските фондови, додека портфолиото на банките се задржа на релативно стабилно ниво. На секундарниот пазар со хартии од вредност, во прометот доминираа трансакции со благајнички записи, а тргување имаше и со државни хартии од вредност. Приносите на остварените трансакции со хартии од вредност на секундарниот пазар не забележаа промени во однос на претходниот квартал. Приносите на македонските еврообврзници во четвртиот квартал остварија умерен раст, што влијаеше за проширување на распонот во однос на приносите на германските државни обврзници, кои се задржаа на релативно стабилно ниво.



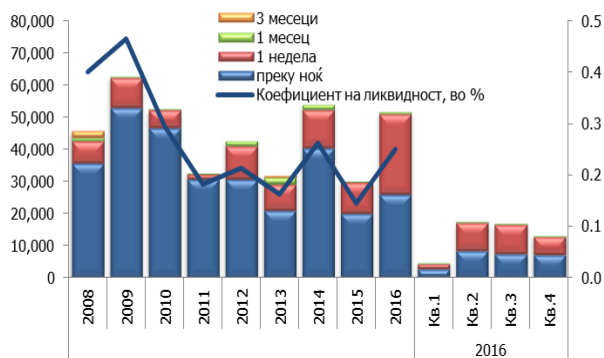
3.1. Меѓубанкарски пазар со необезбедени депозити

Во четвртиот квартал од 2016 година беше забележан пад на меѓубанкарското тргување со необезбедени депозити. Овие остварувања се резултат на зголемената ликвидност во системот креирана преку автономните фактори (девизните интервенции и трансакциите на државата), што влијаеше за намалување на побарувачката на ликвидни средства и следствено, за понизок обем на тргување на пазарот со необезбедени депозити. Вкупно остварениот промет на овој сегмент во четвртиот квартал од годината изнесуваше 14.811 милиони денари и на квартална основа беше понизок за 22%. Во прометот речиси подеднакво беа застапени трансакциите со рочност преку ноќ и до седум дена, со учество од 56% и 42%, соодветно, а тргување имаше и на еден месец. Вкупниот остварен промет со необезбедени депозити во 2016 година изнесуваше 51.447 милиони денари и беше речиси двојно повисок во споредба со претходната година.

По намалувањето на основната каматна стапка на НБРМ во декември,



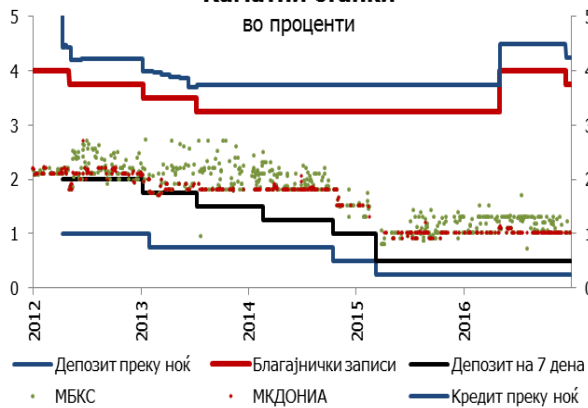
Тргување со необезбедени депозити состојби, во мил. денари



Извор:НБРМ.

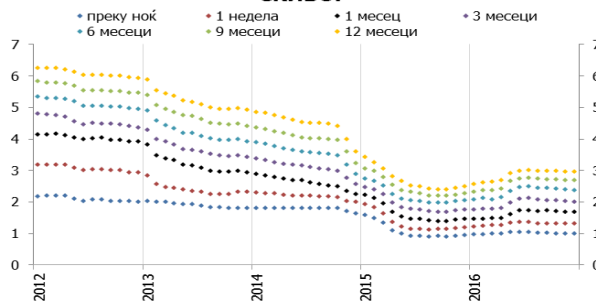
*коефициентот за ликвидност е пресметан како сооднос меѓу ликвидните средства на банките на сметките кај НБРМ и прометот на пазарот со необезбедени депозити.

Каматни стапки во проценти



Извор:НБРМ.

СКИБОР



Извор:НБРМ.

котациите на СКИБОР⁵⁹ забележаа умерено надолно поместување, додека краткорочните каматни стапки (МКДОНИА и МБКС⁶⁰) се задржаа на стабилно ниво. Намалувањето на основната каматна стапка за 0,25 п.п. во декември беше проследено со умерено надолно поместување на котациите на СКИБОР, при што поизразено намалување беше забележано кај СКИБОР на три и шест месеци (за 0,04 п.п. и 0,08 п.п.). Сепак, меѓубанкарската каматна стапка за остварени трансакции преку ноќ (МКДОНИА) се задржа на стабилно ниво од 1,0%, а промени не беа забележани и кај МБКС, која како и во претходниот квартал, се движеше во интервал од 1,00% - 1,30%, во зависност од роковите на склучените трансакции.

⁵⁹ Индикативни каматни стапки за продавање денарски депозити на меѓубанкарскиот пазар, со рочности преку ноќ, една недела, едне, три, шест и дванаесет месеци, пресметани од котациите на референтните банки.

⁶⁰ Меѓубанкарска каматна стапка остварена од трансакции на меѓубанкарски пазар на депозити со рочност до три месеци.

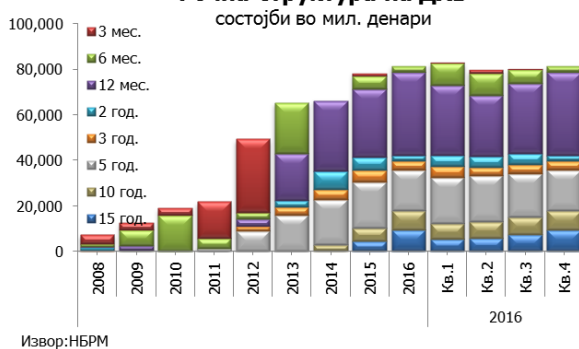


3.2 Пазар на државни хартии од вредност

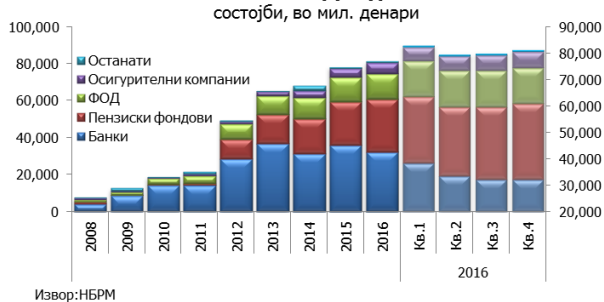
Државни хартии од вредност



Рочна структура на ДХВ



Сопственичка структура на ДХВ



Валутна структура на ДХВ

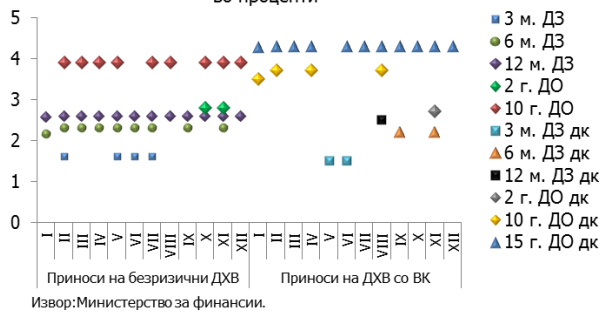


Во последниот квартал на 2016 година, состојбата на државните хартии од вредност забележа зголемување од 1.245 милиони денари, во однос на претходниот период. Растот речиси во целост произлезе од пензиските фондови и во мал дел и од осигурителните компании, додека портфолиото на државните хартии од вредност кај банките и фондот за осигурување на депозити се намали. Од рочен аспект, доминираше зголемувањето на државните хартии од вредност од 12 месеци и 15 години, при умерен раст и кај државните хартии од вредност со рочност од 10 години. Останатите рочни категории забележаа намалување на квартална основа. Според валутната структура, во последното тримесечје, промената на државните хартии од вредност во целост е резултат на државните хартии од вредност со валутна клаузула, при квартален пад кај денарските ДХВ.

Споредено со 2015 година, состојбата на ДХВ на крајот на 2016 година е повисока за 3.037 милиони денари. Растот во најголем дел се должи на институционалните инвеститори (пензиски фондови и осигурителни компании), додека портфолиото на државни хартии од вредност кај банките се намали. Од аспект на рочната структура, во 2016 година продолжи трендот на пренасочување на достасаните хартии од вредност кон подолги рокови. Така, состојбата на државни записи со рок на достасување од три и шест месеци се намали, додека државните записи со рок на достасување од 12 месеци се зголемија. Истовремено, намалување беше регистрирано кај државните обврзници со рок на достасување од две, три и пет години, додека состојбата на државните хартии од вредност со рок од 10 и 15 години се зголеми. Кај валутната структура, пак, годишното зголемување на вкупните државни хартии од вредност, е резултат на растот на државните хартии од вредност со девизна клаузула, при годишен пад на денарските ДХВ. Ова поместување главно произлегува од промените кај државните обврзници, односно намалувањето на денарските државни обврзници со пократок рок на достасување (две, три и пет години) при истовремен раст на државните обврзници со валутна клаузула на подолгите рокови (10 и 15 години). Како резултат на овие остварувања, учеството на



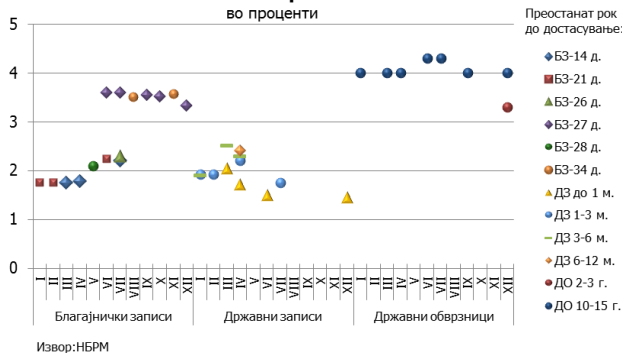
Приноси на ДХВ на примарен пазар во проценти



Тргување со хартии од вредност состојби, во мил. денари



Приноси на хартии од вредност на секундарен пазар во проценти

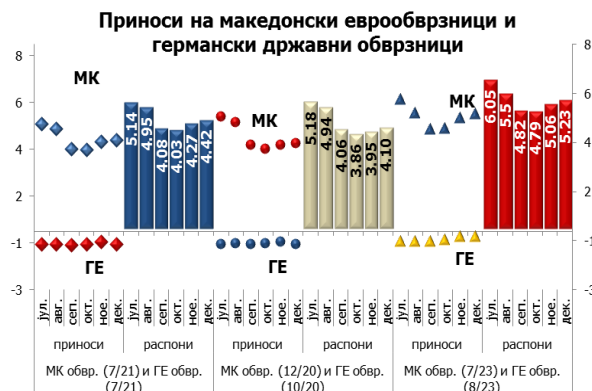
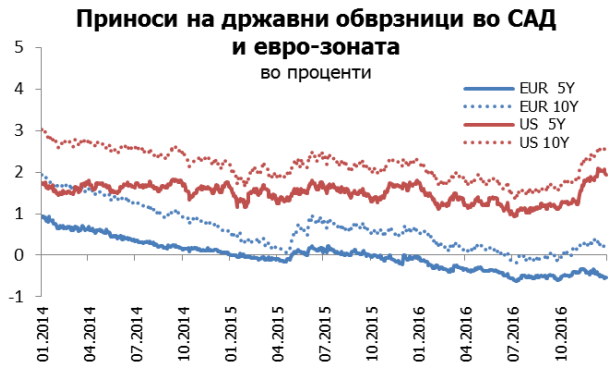


ДХВ со девизна клаузула во вкупните државни хартии од вредност на годишно ниво се зголеми од 32,2% на 38,3%.

Каматните стапки на државните хартии од вредност на примарниот пазар во четвртиот квартал се задржаа на непроменето ниво. Во последниот квартал од годината беа остварени државни записи со рок на достасување од шест и дванаесет месеци и државни обврзници со рок на достасување од две, десет и дванаесет години, со и без валутна клаузула. Споредено со крајот на претходната година, каматните стапки на државните хартии од вредност се умерено повисоки. **На секундарниот пазар, тргувањето со хартии од вредност исто така забележа умерен пад.** Во четвртиот квартал од годината, на секундарниот пазар со хартии од вредност беше остварен промет во износ од 1.844 милиони денари, кој беше за 14% понизок во споредба со претходниот квартал. Во структурата на прометот, слично како и во претходниот квартал доминираа дефинитивните трансакции со благаяјнички записи (со учество од 71,6%), а беа остварени и дефинитивни трансакции со државни записи и државни обврзници. Во текот на четвртиот квартал немаше остварени репо-трансакции. Со тоа, во 2016 година, вкупниот остварен промет на овој сегмент изнесуваше 10.466 милиони денари (историски највисоко ниво) и беше повисок за 48% на годишна основа.

Приносите за остварените трансакции на секундарниот пазар не забележаа позначајни промени во однос на претходниот квартал. На секундарниот пазар во четвртиот квартал од годината беа остварени седум трансакции (три со благаяјнички записи, една со државни записи и три со државни обврзници). Трансакциите со благаяјнички записи беа остварени помеѓу банки, додека дефинитивните купопродајби на државни хартии од вредност освен меѓу банките беа остварени и со небанкарски финансиски институции.

Во однос на условите на меѓународните финансиски пазари, на почетокот на четвртиот квартал се зголеми неизвесноста во исчекување на ефектите од претседателски избори во САД. Сепак, очекувањата релативно брзо се стабилизираа, а долгорочните приноси се менуваа според согледувањата за економските



фундаменти и очекуваните промени во монетарните политики. Така, во услови на спроведување дивергентни монетарни политики во САД и еврозоната, приносите на државните хартии од вредност продолжија да се движат во спротивна насока. Во последниот квартал од годината, при очекувања за олабавена фискална политика и затегнување на монетарната политика, приносите на државните обврзници во САД остварија значителен раст, додека приносите на државните обврзници во еврозоната⁶¹ остварија поумерено поместување во позитивна насока. Карактеристично за последниот квартал од годината беше излегувањето на приносите на десетгодишните државни обврзници од негативната зона, во услови на подобри економски остварувања во еврозоната.

Распоните меѓу македонските еврообврзници и германските државни обврзници се проширија. Приносите на издадените македонски еврообврзници⁶² во четвртиот квартал од годината остварија умерен раст, наспроти претходниот квартал кога се намалуваа. Од друга страна, приносот на германските државни обврзници се задржа на релативно стабилно ниво. Во такви околности, распоните меѓу македонските еврообврзници и германски државни обврзници во четвртиот квартал од годината забележаа раст.

IV. Монетарни и кредитни агрегати

Во четвртиот квартал од 2016 година беше забележано позначително забрзување на динамиката на раст на најширокиот монетарен агрегат M4. Забрзувањето е вообичаено за овој период од годината, одразувајќи ја патеката на движење на детерминантите на паричната маса. Сепак, интензитетот на забрзување во 2016 година е поголем од вообичаениот, што сигнализира стабилизирање на очекувањата и довербата на субјектите и

⁶¹ Станува збор за генерички државни обврзници изведени од кривите на принос на државните обврзници на Германија и Франција.

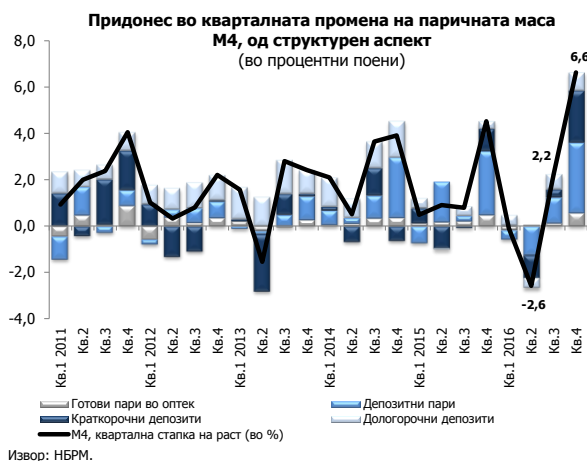
⁶² Се однесува на македонските еврообврзници издадени во јули 2014 година, во декември 2015 година и во јули 2016 година. Еврообврзниците се издадени во номинален износ од 500 милиони евра, 270 милиони евра, и 450 милиони евра, соодветно, со рок на достасување од 7, 5 и 7 години, соодветно и годишни каматни стапки од 3,975%, 4,875% и 5,625%, соодветно.



враќање на дел од депозитите, повлечени како реакција на политичката криза. Од аспект на структурата, околу половина од регистрираниот раст се должи на зголемувањето на ликвидните средства (готовите пари во оптек и депозитните пари), што делумно е резултат на повисоката побарувачка на пари за трансакциски цели пред новогодишните и божиќните празници. Сепак, значителен е и позитивниот придонес и на орочените депозити. Од валутен аспект, растот во поголем дел се должи на зголемувањето на денарските депозити, при намален придонес на девизните депозити, што претставува сигнал за стабилизирање на склоноста на приватниот сектор за располагање со домашна валута. Анализирани по сектори, поинтензивно зголемување се забележува кај корпоративните депозити, при истовремен засилен раст на депозитите на домаќинствата, што соодветствува и со движењата на кредитниот пазар во овој период. Така, околу 2/3 од вкупниот квартален прираст произлегува од кредитирањето на претпријатијата, наспроти оствареното намалување во претходните три квартали, при натамошна солидна поддршка на банките и на секторот население. И покрај забрзувањето на кварталниот прираст, на годишна основа, растот на вкупните кредити во декември забави на 1 % од 2,5% на крајот на септември (6,5% и 7,7%, соодветно, доколку се изолира ефектот од регулаторните измени).

4.1.1. Монетарни агрегати

Во текот на последното тримесечје на 2016 година дојде до значително забрзување на растот на паричната маса, при што кварталната стапка на раст на крајот на декември се зголеми на 6,6%, од 2,2% во септември. Остварените текови во овој период се значително повисоки во споредба со реализацијата во претходниот квартал и претставуваат главен двигател на целокупниот годишен раст на паричната маса во текот на 2016 година. Засилената динамика на раст на најширокиот монетарен агрегат е вообичаена за овој период од годината, како одраз на патеката на движење на фундаменталните фактори. Сепак, нејзиното забрзување е поизразено од вообичаеното и дава сигнали за враќање на дел од депозитите, повлечени во текот на април и мај како последица на нараснатите шпекулации заради политичката криза.





пресрет на новогодишните и божиќните празници. Значителен позитивен придонес кон остварениот раст имаат и орочените депозити, со учество од околу 34% и 12% од краткорочните и долгорочните депозити, соодветно. Поволни движења се забележани и кај валутната структура на паричната маса. Имено, околу 70% од остварениот прираст во последното тримесечје се објаснува со новото денарско штедење, што претставува јасен сигнал за преференциите на приватниот сектор за располагање со домашна валута. Раст е забележан и кај штедењето во девизи, но неговото учество во вкупниот прираст е двојно понизок во споредба со минатиот квартал (учество од 22% во вкупниот прираст наспроти 44% во третото тримесечје). Ваквите поволни поместувања во валутната структура на двигателите на растот на паричната маса придонесоа кон понизок степен на евроизација на крајот на годината. Така, учеството на девизните депозити во вкупната парична маса на крајот на декември се намали за 1 п.п. и изнесува 37,8%. Истовремено, учеството на девизните депозити на домаќинства во вкупните депозити (со депозитни пари) се намали за 0,8 п.п. и на крајот на декември изнесуваше 48,8%, додека учеството на девизните депозити на домаќинства во вкупните депозити (без депозитни пари) се задржа на релативно стабилно ниво од 58%. Засилената динамика на раст во последниот квартал овозможи повисока **годишна стапка на раст** на паричната маса, којашто на крајот на годината изнесува 6,1%, наспроти 4% во претходниот квартал.

Вкупни депозити	2015				2016			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
квартални промени, во %								
Вкупни депозити	0,4	0,8	0,6	4,6	0,1	-2,9	2,3	6,3
придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.								
Депозитни пари	-0,8	1,9	0,3	3,2	-0,4	-1,3	1,2	3,0
Денарски депозити	0,0	-1,1	0,3	0,3	0,01	-1,6	0,0	1,7
Девизни депозити	1,2	0,0	0,1	1,1	0,5	0,1	1,1	1,6
Краткорочни депозити	0,7	-1,0	-0,1	1,1	0,03	-1,0	0,4	2,5
Долгорочни депозити	0,5	-0,1	0,4	0,3	0,5	-0,5	0,7	0,8
Домаќинства	1,3	-0,5	0,5	1,6	0,5	-2,5	1,2	2,5
Претпријатија	-1,0	1,3	-0,3	3,0	-0,4	-0,9	1,0	3,7

Извор: НБРМ.

Депозити на домаќинствата	2015				2016			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
квартални промени, во %								
Вкупни депозити на домаќинствата	1,8	-0,7	0,7	2,3	0,8	-3,5	1,8	3,7
придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.								
Депозитни пари	0,1	-0,2	0,3	1,8	0,1	-0,9	0,6	2,1
Денарски депозити	0,7	-0,4	-0,1	0,1	0,3	-2,6	0,0	0,6
Девизни депозити	1,0	-0,1	0,6	0,4	0,4	0,0	1,1	0,9
Краткорочни депозити	1,1	-0,7	0,1	0,2	0,1	-1,8	0,6	0,6
Долгорочни депозити	0,6	0,1	0,4	0,3	0,6	-0,8	0,5	0,9

Извор: НБРМ.

Во текот на последните три месеци од 2016 година се забележува поинтензивно проширување на депозитната база на банкарскиот систем, при што кварталната стапка на раст на крајот на декември изнесува 6,3%, наспроти 2,3% во претходниот квартал. Растот на вкупните депозити во овој период во поголем дел произлегува од повисоките депозити на претпријатијата, но значителен е придонесот и на штедењето на домаќинствата. **Така, вкупните депозити на домаќинствата бележат забрзување на кварталната стапка на раст, којашто на крајот на декември изнесува 3,7% и е двојно повисока во споредба со претходниот квартал (1,8% на крајот на септември).** Притоа, прирастот во поголем дел е остварен во декември, што покрај со поволните фундаментални фактори, во еден дел се



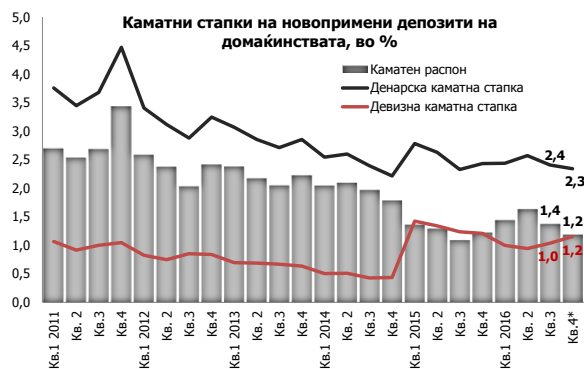
поврзува и со повисоката и предвремена⁶³ исплата на пензиите и вообичаените бонуси за крајот на годината, како и исплатите врз основа на откупот на тутунот во овој период. Сепак, динамиката на раст упатува и на понатамошно стабилизирање на очекувањата на субјектите и враќање на дел од повлечените депозити. Анализирани од аспект на рочната структура, кварталниот раст на депозитите на домаќинствата во поголем дел се должи на долгорочните депозити, при истовремен раст и на краткорочните депозити. Сепак, поголем дел од растот на вкупните депозити на домаќинства (околу 59%) се должи на растот на депозитните пари. Од валутен аспект, во последниот квартал се забележува засилување на придонесот на денарските депозити на домаќинствата во вкупниот прираст, при што депозитите во домашна валута објаснуваат околу 75% од оствареното зголемување во овој период (наспроти 38% во претходното тримесечје). Девизните депозити на домаќинствата и натаму растат, но послабо во споредба со остварувањата во третиот квартал. Паралелно со засилувањето на кварталниот раст, **на годишна основа**, растот на вкупните депозити на домаќинствата забрза и на крајот на декември изнесува 2,5%, во споредба со 1,2% на крајот на септември.

Депозити на претпријатија

	2015				2016			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
квартални промени, во %								
Вкупни депозити на претпријатијата	-4,2	5,9	-1,2	12,7	-1,7	-3,6	4,2	14,9
придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.								
Депозитни пари	-4,3	8,1	0,6	8,3	-2,3	-3,4	2,9	6,5
Денарски депозити	-1,7	-2,6	-0,4	0,7	-0,1	0,0	-0,7	4,5
Девизни депозити	1,8	0,5	-1,4	3,7	0,6	-0,3	1,9	3,8
Краткорочни депозити	-1,1	-1,6	-1,2	4,3	-0,2	0,7	0,5	7,9
Долгорочни депозити	1,2	-0,6	-0,6	0,1	0,8	-0,9	0,8	0,4

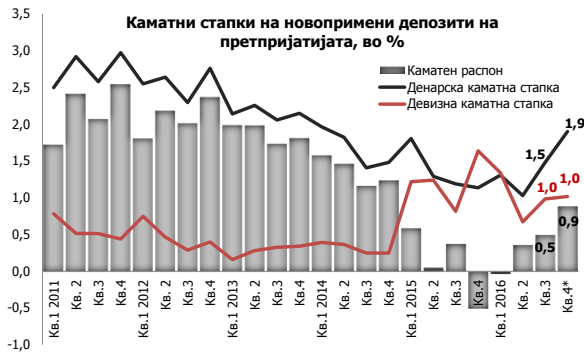
Извор: НБРМ.

Вкупните депозити на претпријатијата во последниот квартал од годината бележат значително забрзување на динамиката на раст на 14,9%, во споредба со 4,2% во претходното тримесечје. Повисоките текови во овој период се остварени во услови на задржување на позитивните остварувања во реалната економија и дополнителна засилена кредитна поддршка на банките кон овој сектор на економијата. Анализирани од аспект на рочната структура, кварталниот прираст на корпоративните депозити претежно се објаснува со зголемувањето на краткорочните депозити, при мал раст на долгорочните депозити. Од аспект на валутната структура, кварталниот прираст на депозитите на претпријатијата во поголем дел се должи на растот на денарските депозити, при истовремено зголемување на депозитите во странска валута. **На годишна основа**, корпоративните депозити на крајот на декември

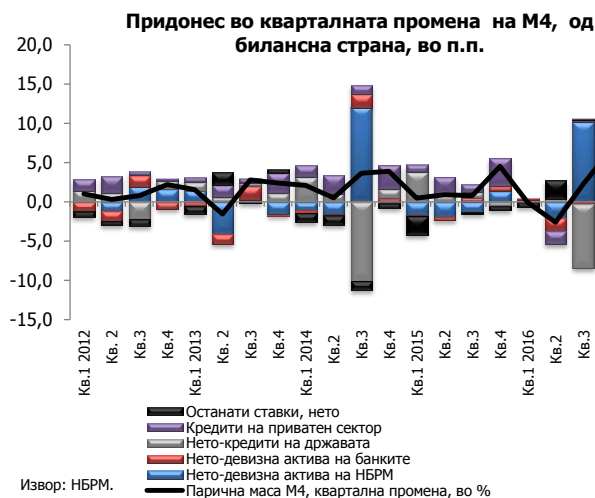


*Се однесува на ноември 2016 година.
Извор: НБРМ.

⁶³ Дел од банките ја исплатија декемвриската пензија на крајот на декември.



*Се однесува на ноември 2016 година.
Извор: НБРМ.



Извор: НБРМ.

се повисоки за 13,4%, наспроти 11,3% на крајот на септември).

Според анализата на приносите од новото штедење, каматните стапки⁶⁴ на новопримените денарски и девизни депозити на населението на крајот на ноември бележат минимални промени во дивергентни насоки. Така, каматните стапки на денарските депозити бележат пад во однос на септември, додека каматните стапки на девизните депозити забележаа раст (за 0,1 п.п., соодветно) и изнесуваат 2,3% и 1,2%, за денарските и девизните депозити, соодветно. Кај претпријатијата, каматната стапка на новопримените денарски депозити бележи раст од 0,4 п.п., додека каматната стапка на девизните депозити се задржа на нивото од претходниот квартал. Во вакви услови, каматниот распон помеѓу новото денарско и девизно штедење на домаќинствата се сведе на 1,2 п.п., додека кај претпријатијата каматниот распон се прошири и изнесува 0,9 п.п.. Во однос на вкупните депозити, каматните стапки на денарските и девизните депозити на домаќинствата во ноември изнесуваат 2,5% и 1%, соодветно, а кај претпријатијата 2,4% и 1,4%, за денарските и девизните депозити, соодветно.

Структурната анализа на остварениот квартален прираст на паричната маса (од билансен аспект), укажува на позначителен позитивен придонес на нето-кредитите на државата, а во помал обем во иста насока делуваат и кредитите на приватниот сектор и нето-девизната актива на банките. Од друга страна, нето-девизната актива на НБРМ⁶⁵ делува во насока на намалување на паричната маса во последниот квартал.

4.1.2. Кредитна активност

Банкарскиот сектор во последниот квартал на 2016 година ја засили кредитната подршка на приватниот сектор. Кредитите на банкарскиот сектор забележаа забрзан раст од 2,7% во

⁶⁴ Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматните стапки. Подетални информации се расположливи во рамки на Кварталниот извештај, мај 2015, на страница 53.

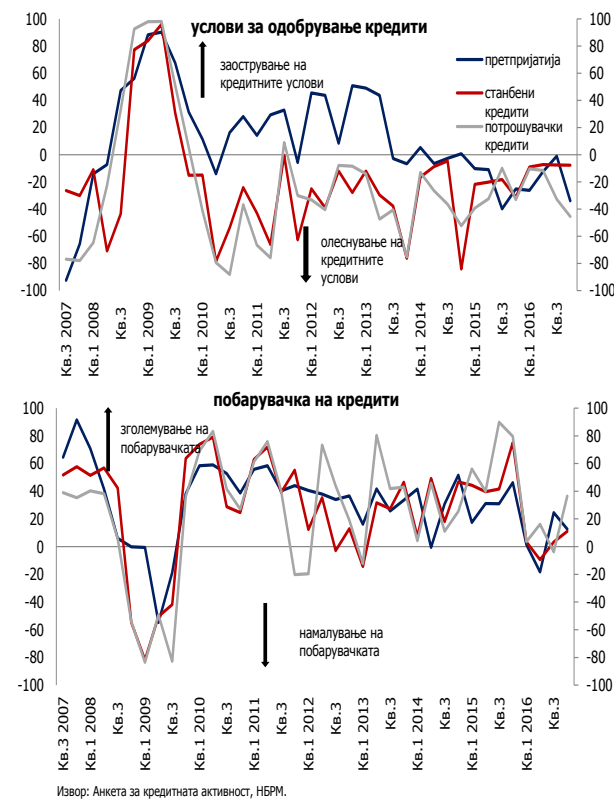
⁶⁵ Намалувањето на нето-девизната актива на НБРМ во најголем дел произлегува од трансакциите за сметка на државата, заради редовно намирување на достасаните обврски на државата кон надворешни кредитори.



Вкупни кредити на приватен сектор

	2015				2016			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
Вкупни кредити на приватен сектор	1.1	2.7	1.2	4.2	0.1	-2.0	0.2	2.7
придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п								
Денарски кредити	0.7	3.2	1.6	3.7	0.6	-1.1	0.5	3.2
Девизни кредити	0.4	-0.5	-0.3	0.5	-0.6	-0.9	-0.3	-0.4
Краткорочни кредити	-0.5	0.0	-0.4	1.8	-1.1	-0.3	-0.5	1.6
Долгорочни кредити	1.2	2.5	1.2	2.9	1.0	2.2	0.9	1.7
Домаќинства	1.0	1.8	1.4	1.1	1.1	0.1	0.8	1.0
Претпријатија	0.1	0.9	-0.2	3.2	-1.0	-2.1	-0.6	1.6

Извор: НБРМ.



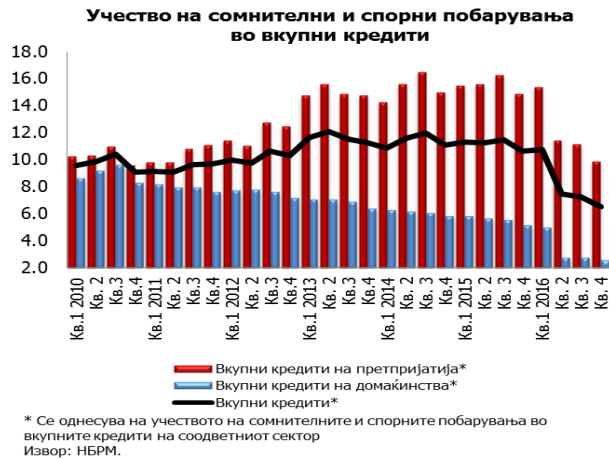
Извор: Анкета за кредитната активност, НБРМ.

четвртиот квартал, наспроти 0,2% во претходниот квартал. Најголем дел од кредитниот раст е остварен во последниот месец на 2016 година, што преставува карактеристика за движењата на кредитниот пазар во последните три години. Во четвртиот квартал се забележува понатамошно исцрпување на ефектот од измените во регулативата на НБРМ⁶⁶ за пренос на дел од сомнителните и спорните побарувања на банките на вонбилансна евиденција. Имено, ефектите од овие измени најсилно се почувствуваа во вториот квартал на 2016 година. Со исклучување на ефектот од регулаторните измени, вкупните кредити во четвртиот квартал забележаа забрзување на кварталниот раст од 0,5% на 3,1%. Остварувањата кај кредитната активност соодветствуваат со резултатите од последната Анкета за кредитната активност⁶⁷, според која во четвртиот квартал се забележува поинтензивно нето-олеснување на кредитните услови кај двата сектора, во услови на нето-зголемување на кредитната побарувачка.

Од структурен аспект, зголемувањето на кредитирањето на приватниот сектор во четвртото тримесечје е под влијание на растот на кредитите на претпријатијата, при натамошен раст и на кредитите на населението. Од аспект на валутната структура, зголемувањето на кредитната активност во овој период целосно произлегува од растот на денарските кредити, при понатамошно намалување на девизните кредити, но со умерено посилно темпо. Анализата на рочната структура на квартална основа укажува на тоа дека краткорочните кредити забележаа раст во последното тримесечје на 2016 година, по намалувањето во последните три квартала. Долгорочните кредити и понатаму растат на квартална основа, но посилно во однос на претходниот квартал. Како резултат на овие остварувања, краткорочните и долгорочните кредити имаат речиси подеднаков придонес во кварталниот раст на вкупните кредити, за разлика од претходниот период кога целосно доминираа

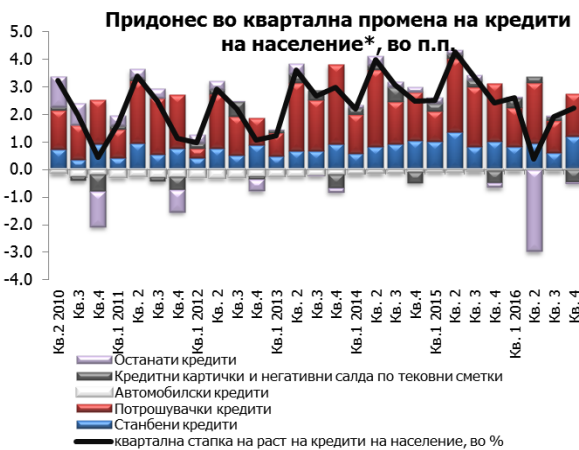
⁶⁶ На 17.12.2015 година, Советот на Народната банка ја усвои Одлуката за изменување и дополнување на Одлуката за управување со кредитниот ризик, според која, најдоцна до 30 јуни 2016 година банките имаат обврска да ги отпишат (и да ги отпишуваат и понатаму) сите побарувања коишто се целосно резервирани подолго од две години, односно кај кои пред најмалку две години банката го утврдила и целосно го покрила кредитниот ризик од ненаплата. И покрај отпишувањето на овие побарувања, односно нивниот пренос на вонбилансна евиденција, банките го задржуваат правото за нивна наплата.

⁶⁷ Подетални информации се расположливи во рамки на Анкетата за кредитната активност на следнава врска: <http://nbrm.mk/?ItemID=F7AC78DEE498764FBAF39049F726CE3C>.



	2015				2016			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
квартални промени, во %								
Вкупни кредити на домаќинствата	2.4	4.2	3.3	2.5	2.5	0.2	1.9	2.2
придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п								
Денарски кредити	2.3	3.9	3.2	2.4	2.5	0.1	1.7	2.1
Девизни кредити	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Краткорочни кредити	0.2	0.2	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.1	-0.4
Долгорочни кредити	2.0	3.9	3.0	3.0	2.4	3.1	1.8	2.7

Извор: НБРМ.



кредитите на долг рок. Во однос на сомнителните и спорните побарувања, на крајот на декември се забележува квартално намалување кај населението и претпријатијата. Учеството на сомнителните и спорните кредити во вкупните кредити изнесува 6,5% и бележи намалување од 0,8 процентни поени во споредба со септември.

На годишна основа, вкупните кредити во декември се повисоки за 1%, што е пониско остварување во споредба со годишниот раст во септември (2,5%), што во најголем дел е резултат на високата споредбена основа. Доколку се изолира ефектот од регулаторните измени, вкупните кредити во декември бележат годишен раст од околу 6,5% наспроти растот од 7,7% во претходниот квартал. Показателот за соодносот кредити/депозити⁶⁸ изнесува 87,8% на крајот на декември (92,6% без ефектите од регулаторните измени), што покажува помало искористување на депозитниот потенцијал за кредитирање на приватниот сектор во однос на претходниот квартал.

Во четвртиот квартал на 2016 година, кредитирањето на секторот „домаќинства“ оствари забрзан раст од 2,2%, наспроти кварталниот раст од 1,9% во претходното тримесечје. Доколку се исклучат ефектите од регулаторните промени, вкупните кредити на домаќинствата бележат забрзување на кварталниот раст од 2% на 2,3%. **Најголем придонес во кварталниот раст на кредитите на населението имаат потрошувачките кредити,** коишто во последното тримесечје бележат релативно поголем прираст. Зголемен придонес е забележан и од страна на станбените кредити, како резултат на нивниот поинтензивен раст во овој период. Остварувањата се во согласност со резултатите од Анкетата за кредитната активност коишто укажуваат на поинтензивно нето-зголемување на побарувачката за кредити од страна на населението, како и понатамошно умерено олеснување на кредитните услови. Воедно, кај потрошувачките кредити се забележува поинтензивно зголемување на побарувачката, при поголемо нето-олеснување на кредитните услови во однос на претходниот период.

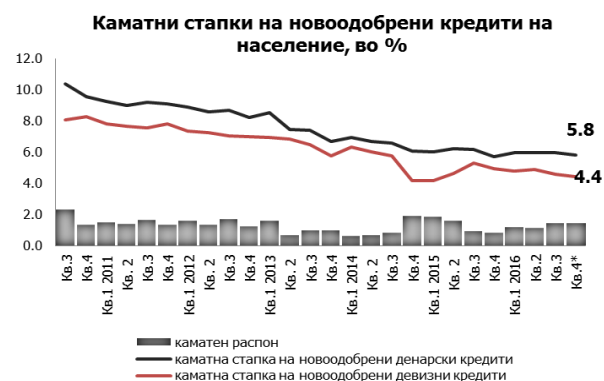
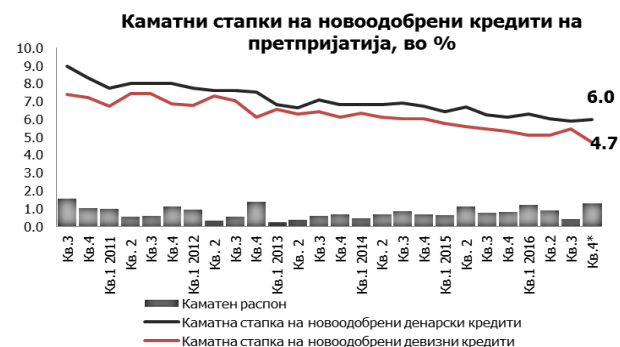
⁶⁸ Согласно со податоците од монетарната статистика.



Кредити на претпријатијата

	2015				2016			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
квартални промени, во %								
Вкупни кредити на претпријатијата	0.1	1.6	-0.4	5.7	-1.8	-3.8	-1.1	3.1
придонес во квартална промена на								
Денарски кредити	-0.5	2.7	0.3	4.7	-0.7	-2.0	-0.4	4.0
Девизни кредити	0.6	-1.1	-0.7	0.9	-1.1	-1.8	-0.7	-0.9
Краткорочни кредити	-1.1	-0.1	-0.9	3.5	-2.0	-0.8	-0.9	3.3
Долгорочни кредити	0.6	1.4	-0.1	2.8	0.0	1.4	0.2	0.8

Извор: НБРМ.

*Кв.4 2016 се однесува на крајот на ноември
Извор: НБРМ.*Кв.4 2016 се однесува на крајот на ноември
Извор: НБРМ.

Валутната анализа покажува дека втор квартал по ред главни носители на прирастот на кредитите на домаќинствата се денарските кредити, при мал раст и на кредитите во странска валута. **На годишна основа**, вкупните кредити на домаќинствата на крајот на декември се повисоки за 7% (7,3% на крајот на септември). Сепак, доколку се изолира ефектот од одлуката, вкупните кредити бележат годишен раст од 10,9%, на крајот од периодот.

Најголем дел од кредитирањето на приватниот сектор во четвртиот квартал беше насочено кон корпоративниот сектор. Како резултат на тоа, кредитите на претпријатијата забележаа квартално зголемување од 3,1%, наспроти намалувањето во претходните три квартала. Без ефектот од регулаторните измени, кредитирањето на корпоративниот сектор во четвртиот квартал се зголемува за 3,6%, наспроти падот од 0,6% во претходниот период. Според Анкетата за кредитната активност, во четвртиот квартал се забележува понатамошно нето-зголемување на побарувачката за корпоративните кредити, при поголемо нето-олеснување на кредитните услови. Од валутен аспект, промените на вкупните кредити целосно се резултат на зголемувањето на денарските кредити, наспроти претходните три квартала кога бележеа намалување. Девизните кредити и понатаму бележат квартално намалување, коешто е поголемо во однос на претходниот период. **На годишна основа**, на крајот на декември кредитниот раст на претпријатијата е понизок за 3,7%, но доколку се изолира ефектот од одлуката, вкупните кредити на претпријатијата бележат раст од 3, 2%.

Според податоците за каматните стапки на новоодобрените кредити заклучно со ноември⁶⁹, продолжува надолниот тренд на движење на каматните стапки кај кредитите на населението и претпријатијата. Исклучок е каматната стапка на денарските кредити на претпријатијата каде што е забележано умерено квартално зголемување. Трендот на намалување на каматните стапки, во овој период, продолжи и

⁶⁹ Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматни стапки. Подетални информации се расположливи во рамки на Кварталниот извештај, мај 2015, на страница 53.



кај вкупните кредити на населението и претпријатијата. Во однос на крајот на 2015 година, каматните стапки на вкупните кредити на населението и претпријатијата, во ноември забележаа пад од 0,2 и 0,4 процентни поени, соодветно.

V. Јавни финансии

Во текот на третиот квартал од 2016 година во Буџетот на Република Македонија (централен буџет и буџети на фондови) вкупните приходи и расходи беа повисоки на годишна основа за 11,4% и 5,2%, соодветно. Растот на буџетските приходи, во најголема мерка е резултат на повисоките приходи од даноците, со доминантен придонес на акцизите, а позитивен придонес во годишниот раст имаат и приходите врз основа на придонесите. Во однос на буџетските расходи, зголемувањето во третото тримесечје во поголем дел е под влијание на повисоките тековни трошоци, а позитивен, но помал придонес кон растот имаат и капиталните трошоци. Остварениот буџетски дефицит во третиот квартал од 2016 година изнесува 0,4% од БДП, што е пониско остварување од минатогодишното (0,8% од БДП). Дефицитот беше финансиран со задолжување на државата на меѓународните финансиски пазари, при што дел од средствата беа акумулирани како депозити кај Народната банка. Со остварувањата во периодот октомври - ноември, кумулативниот буџетски дефицит изнесува 2,3% од БДП, што претставува 59% од предвидениот буџетски дефицит за 2016 година. Финансирањето на остварениот буџетски дефицит во овој период во најголем дел се изврши преку надворешно задолжување.

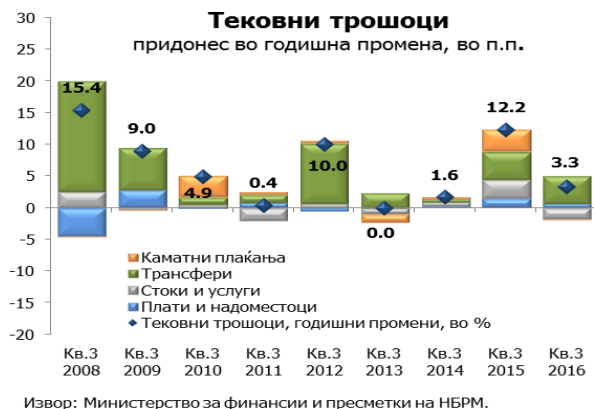
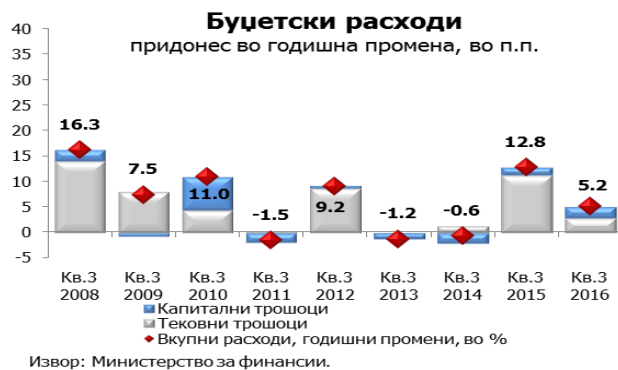
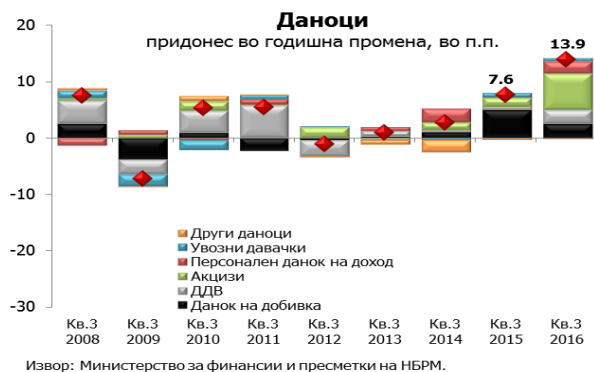


*Останатите приходи вклучуваат капитални приходи, странски донации и приходи од наплатени заеми.
Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

Во третиот квартал на 2016 година, вкупните приходи во Буџетот на Република Македонија⁷⁰ беа повисоки за 11,4% на годишна основа. Растот на буџетските приходи е движен од повисоките приходи врз основа на даноци, со учество од 7,9 п.п. во годишната стапка на раст на вкупните приходи, додека придонесите и останатите приходи имаат поумерен позитивен придонес во годишниот раст, од 1,8 п.п. и 1,3 п.п., соодветно.

Вкупните приходи од даноци во Буџетот на РМ во третиот квартал од 2016 година остварија годишен раст од 13,9%. Носител на растот се приходите врз основа на индиректните даноци, кои на годишна основа се повисоки за 12,1%. Во рамки на индиректните даноци, позитивен придонес (од 6,4 п.п. и 2,1 п.п., соодветно)

⁷⁰ Централен буџет и буџети на фондови.



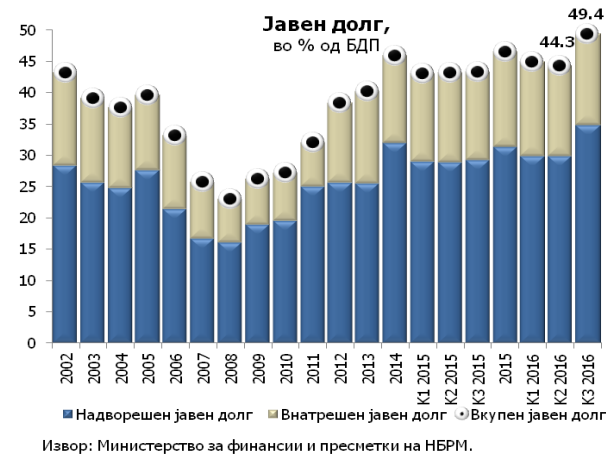
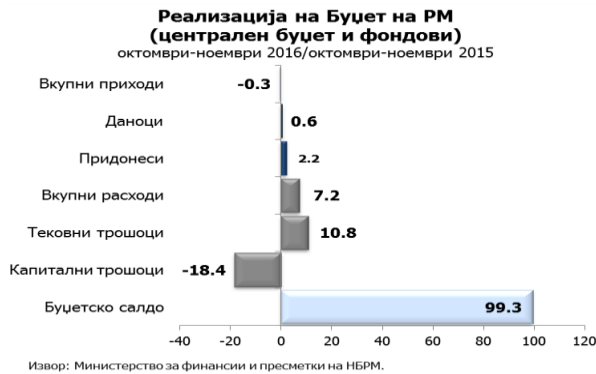
имаат акцизите⁷¹ и ДДВ, додека кај директните даноци, придонесот на данокот на добивка и на персоналниот данок на доход изнесува 2,5 п.п. и 2,3 п.п., соодветно.

Вкупните буџетски расходи се повисоки за 5,2% на годишна основа. Во рамки на буџетските расходи во третиот квартал на годината, тековните трошоци имаат придонес во годишната стапка на раст од 3,0 п.п., а за прв пат од почетокот на годината позитивен е и придонесот на капиталните трошоци (2,2 п.п.). Тековните трошоци остварија годишна стапка на раст од 3,3%, при што носител на растот беа трансферите (со придонес од 4,3 п.п. во годишниот раст). Како и во претходните два квартала, во рамки на трансферите доминира растот на социјалните трансфери, а категоријата „други трансфери“, каде што спаѓаат и субвенциите, има мал позитивен придонес во растот (умерено понизок во однос на претходните два квартала).

Остварениот дефицит во Буџетот на Република Македонија во третиот квартал на 2016 година изнесува 2.146 милиони денари, или 0,4% од БДП што е пониско остварување во однос на истиот период минатата година (0,8% од БДП). Дефицитот во третиот квартал од годината беше финансиран преку задолжување на државата на меѓународните финансиски пазари, при што еден дел од средствата беа акумулирани на сметките на државата кај Народната банка.

Во периодот октомври - ноември 2016 година, вкупните буџетски приходи се незначително пониски за 0,3%, на годишна основа. Приходите од даноците се повисоки за 0,6%, при што растот најмногу се должи на приливите врз основа на акцизите и персоналниот данок на доход, додека растот на приходите од придонеси е нешто повисок (2,2%). **Буџетските расходи во истиот период се повисоки за 7,2%, на годишна основа.** Во структурата на буџетските расходи во периодот октомври-ноември 2016 година, позитивен придонес (од 9,5 п.п.) имаа тековните трошоци, додека придонесот на капиталните трошоци беше негативен.

⁷¹ Дел од повисоките приходи врз основа на акцизи се поврзуваат со повисоките стапки на специфичната и минималната акциза на цигарите.



Дефицитот за периодот октомври - ноември изнесува 4.541 милиони денари, што претставува 0,8% од БДП. **Со остварувањата во периодот октомври - ноември 2016 година, буџетскиот дефицит за единаесетте месеци изнесува 13.629 милиони денари, што претставува 59% од планираниот дефицит согласно со вториот ребаланс на Буџетот за 2016 година.** Финансирањето на буџетскиот дефицит од почетокот на годината во најголем дел се изврши со задолжување на државата на меѓународните финансиски пазари.

На крајот од третиот квартал од 2016 година, вкупниот јавен долг⁷² изнесува 49,4% од БДП и е повисок за 5,1 п.п. во споредба на претходниот квартал⁷³. Од структурен аспект, оствареното зголемување речиси во целост се должи на растот на надворешниот долг (за 5,0 п.п. од БДП). Притоа, на крајот на септември 2016 година, учеството на надворешниот и внатрешниот долг во БДП изнесува 34,8% и 14,6%, соодветно. На крајот на третиот квартал, вкупниот државен долг⁷⁴ изнесува 40,9% од БДП (36,2% од БДП на крајот на претходниот квартал), додека долгот на јавните претпријатија⁷⁵ изнесува 8,4% од БДП (8,2% од БДП на крајот на претходниот квартал).

⁷² Јавниот долг е дефиниран со Законот за јавен долг („Службен весник на РМ“ бр. 165/14), согласно со кој тој претставува збир на државниот долг и долгот на јавните претпријатија основани од државата или од општините, општините во Градот Скопје и Градот Скопје, како и трговските друштва коишто се во целосна или во претежна сопственост на државата или на општините, општините во Градот Скопје и Градот Скопје за кои државата има издадено државна гаранција.

⁷³ Пресметката на јавниот долг е направена во однос на проектираниот БДП од страна на НБРМ со октомвриските проекции.

⁷⁴ Државниот долг е дефиниран како збир на долговите на централната и локалната власт.

⁷⁵ Се однесува на гарантираниот долг на јавните претпријатија и акционерските друштва во државна сопственост, согласно со дефиницијата на јавниот долг од Законот за јавен долг („Службен весник на РМ“ бр. 165/14).



БУѢТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА (Централен буѢет и буѢети на фондови)

	БуѢет за 2016 година	Ребаланс на БуѢет за 2016 година (I)	Ребаланс на БуѢет за 2016 година (II)	K1 2016	K2 2016	K3 2016	октомври-ноември	Годишни промени, период од 2016 год. во однос на истиот период од претходната година, во %				Придонос во годишна промена, период од 2016 год. во однос на истиот период од претходната година, во п.п.			
	планирано во мил. денари	планирано во мил. денари	планирано во мил. денари	остварено во мил. денари				K1 2016	K2 2016	K3 2016	октомври-ноември	K1 2016	K2 2016	K3 2016	октомври-ноември
ВКУПНИ ПРИХОДИ	177,292	174,291	174,291	40,583	41,422	43,807	27,858	7.4	2.7	11.4	-0.3	7.4	2.7	11.4	-0.3
Даночни приходи и придонеси	150,718	149,597	149,597	35,647	37,544	38,695	24,807	7.0	6.1	11.1	1.3	6.1	5.4	9.8	1.2
Даночи	99,543	97,364	97,364	23,714	24,685	25,436	16,244	8.1	6.8	13.9	0.6	4.7	3.9	7.9	0.4
Придонеси	49,187	50,145	50,145	11,582	12,455	12,833	8,265	5.9	4.7	5.8	2.2	1.7	1.4	1.8	0.6
Неданочни приходи	18,387	16,576	16,576	3,422	2,557	3,556	2,198	5.6	-4.3	3.4	-13.5	0.5	-0.3	0.3	-1.2
Капитални приходи	3,155	2,329	2,329	614	275	806	190	75.4	-78.6	142.8	41.8	0.7	-2.5	1.2	0.2
Странски донации	4,232	5,369	5,369	815	925	701	596	4.0	9.3	15.3	-16.4	0.1	0.2	0.2	-0.4
Приходи од наплатени заеми	800	420	420	85	121	49	67	7.6	-28.8	-50.0	4.7	0.0	-0.1	-0.1	0.0
ВКУПНИ РАСХОДИ	196,276	195,472	197,410	46,218	42,729	45,953	32,399	4.9	-1.9	5.2	7.2	4.9	-1.9	5.2	7.2
Тековни трошоци	170,929	172,922	175,079	43,076	39,730	41,223	29,353	7.9	-0.9	3.3	10.8	7.1	-0.9	3.0	9.5
Капитални трошоци	25,578	22,550	22,331	3,142	2,999	4,730	3,046	-24.2	-13.5	26.2	-18.4	-2.3	-1.1	2.2	-2.3
БУѢЕТСКИ ДЕФИЦИТ / СУФИЦИТ	-18,984	-21,181	-23,119	-5,635	-1,307	-2,146	-4,541								
Финансирање	18,984	21,181	23,119	5,635	1,307	2,146	4,541								
Прилив	40,546	42,635	44,573	7,545	4,321	3,584	16,588								
Приходи од приватизација	0	54	54	46	13	1	71								
Странски заеми	22,861	44,387	31,657	2,122	137	28,098	48								
Депозити	-1,209	-10,245	4,423	-113	5,996	-25,656	11,819								
Државни записи	18,860	8,405	8,405	5,490	-1,836	1,141	4,640								
Продажба на акции	34	34	34	0	11	0	10								
Одлив	21,562	21,454	21,454	1,910	3,014	1,438	12,047								
Отплата на главница	21,562	21,454	21,454	1,910	3,014	1,438	12,047								
Надворешен долг	12,381	12,273	12,273	811	1,020	560	8,819								
Домашен долг	9,181	9,181	9,181	1,099	1,994	878	3,228								

Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

VI. Берзански индекси и цени на недвижности

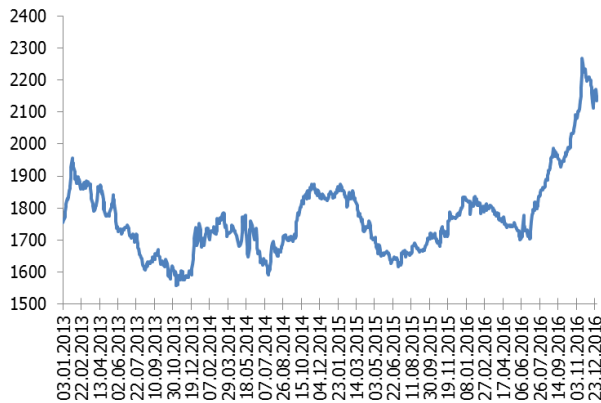
Во последниот квартал од годината дојде до зголемување на незивесноста на меѓународните финансиски пазари, а главен фактор беа претседателски избори во САД. Сепак, ваквите глобални движења имаа краткотраен карактер, како и релативно ограничено влијание врз македонската берза и регионалните берзи. Во однос на движењата на македонската берза, македонскиот берзански индекс МБИ-10 продолжи да расте и во последниот квартал од годината, а раст забележа и вредноста на индексот на обврзниците (ОМБ). Поместувањата на најголемиот дел од регионалните берзи, исто така, се во нагорна насока. Сепак, гледано од гледна точка на динамиката, за подолг временски период, по падот на берзите за време на глобалната финансиска криза, најголем дел од регионалните берзански индекси продолжија да се намалуваат, а нивната вредност сè уште е под предкризното ниво. Во четвртиот квартал, цените на недвижностите на домашниот пазар трет последователен квартал бележат намалување, во отсуство на позначителни поместувања кај понудата и побарувачката за недвижности.

Во текот на последниот квартал на 2016 година, вредноста на македонскиот берзански индекс МБИ-10⁷⁶ забележа квартален раст од 9,2%, при што на крајот од кварталот индексот ја достигна вредноста од 2134,91 (наспроти 1954,4 колку што изнесуваше на почетокот на кварталот). Притоа, нагорната патека на индексот се поврзува со зголемеиот интерес за акциите

⁷⁶ На 15.12.2016 беше извршена редовна ревизија на МБИ-10, при што од 3.1.2017 година во индексот влегуваат: „Комерцијална банка“ АД Скопје, „Гранит“ АД Скопје, „Алкалоид“ АД Скопје, „Стопанска банка“ АД Битола, „Макпетрол“ АД Скопје, „Македонијатурист“ АД Скопје, „Охридска банка“ АД Скопје, „Македонски телеком“ АД Скопје, „НЛБ банка“ АД Скопје и „Стопанска банка“ АД Скопје.

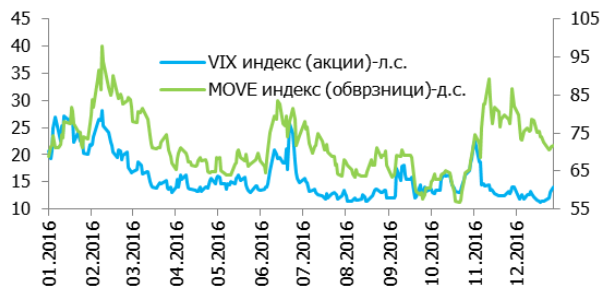


Движење на индексот МБИ-10



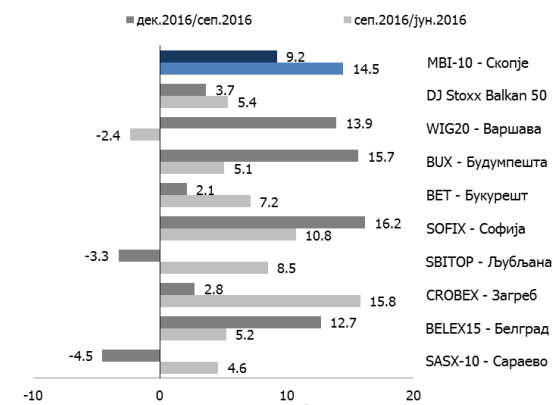
Извор: Македонска Берза АД Скопје

Индекси за променливост на пазарите на акции и обврзници



Извор: Chicago Board Options Exchange (CBOE)

Промени на регионалните берзански индекси, крај на декември 2016 / крај на септември 2016 и крај на септември 2016 / крај на јуни 2016 (во %)

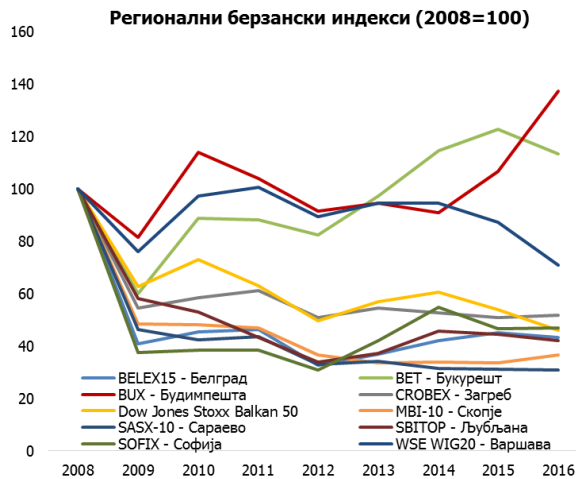


Извор: Македонска Берза АД Скопје, национални берзи.

на две компании од финансискиот сектор што го сочинуваат МБИ10, што воедно го објаснува и високиот раст на вкупниот берзански промет од 60,3% во однос на претходниот квартал. Висок раст бележи и тргувањето преку блок-трансакциите главно одразувајќи ја зголемената побарувачка за акциите на една од големите банки во земјата по најавата за исплата на дивиденда. Наспроти растот на берзата во текот на втората половина од годината, во услови на висока чувствителност и променливост на берзанскиот индекс, како и зголемена одбивност кон ризикот поради сè уште неизвесната политичка ситуација во земјата, тешко е да се утврди дали поволните движења ќе продолжат или станува збор за привремено поместување. Мал раст бележеше и индексот на обврзниците (ОМБ), којшто на крајот на декември 2016 година се зголеми за 0,3% во однос на крајот на септември 2016 година (минимално побавен во споредба со претходниот квартал кога растот изнесуваше 0,4%).

Во последниот квартал од годината дојде до зголемување на неизвесноста на меѓународните финансиски пазари во исчекување на резултатите од претседателски избори во САД. Така, на почетокот на ноември, непосредно пред одржувањето на претседателските избори во САД вредностите на индексите за променливост на пазарите на акции и обврзници се зголемија. До крајот на годината, забележано е стабилизирање на вредноста на индексот ВИХ, додека индексот MOVE се задржа на релативно повисоко ниво⁷⁷. **Сепак, ваквата неизвесност имаше релативно ограничено влијание врз регионалните берзи.** Притоа, во текот на четвртиот квартал од годината, најголем дел од регионалните берзански индекси, заедно со движењата од претходниот квартал, продолжија да растат, а исклучок се индексите на берзите во Сараево и Љубљана. Гледано од гледна точка на динамиката, за подолг временски период, по падот на берзите за време на глобалната финансиска криза, најголем дел од регионалните берзански индекси продолжија да се намалуваат, а

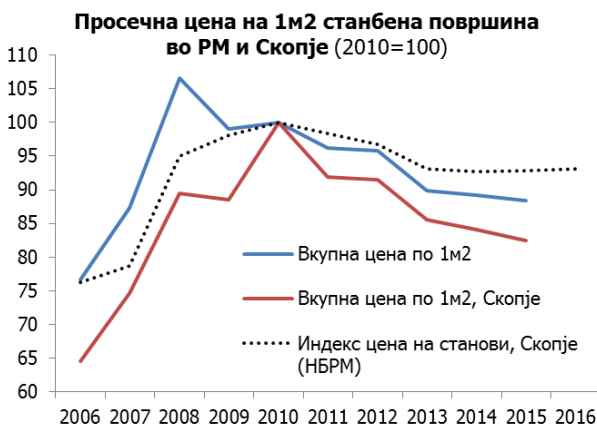
⁷⁷ Индексот MOVE (MOVE - Merrill Lynch Option Volatility Estimate) ја покажува променливоста на американските пазари за државни записи. Индексот ВИХ (VIX - Volatility Index) е составен врз основа на имплицитната променливост на опциите на индексот Сп 500 (S&P 500). Двата индекса ги користат инвеститорите како показатели за состојбите и очекувањата во поглед на нестабилноста на финансиските пазари.



Извор: Македонска Берза АД Скопје, национални берзи.



Извор: НБРМ. Индексот на цените на становите е пресметка од страна на вработени во НБРМ врз основа на податоци од огласи за недвижности од дневни весници.
*Годишните промени за 2009 година не се пресметани поради промени во методологија.



Извор: Државен завод за статистика на РМ, НБРМ и пресметки на НБРМ.

нивната вредност сè уште е под предкризното ниво. Исклучок се берзанските индекси во Будимпешта и Букурешт кои се наоѓаат на ниво повисоко од 2008 година.

Во четвртиот квартал од годината продолжи намалувањето на цените на становите, при што е забележано мало забрзување⁷⁸. Така, индексот на цените на годишна основа е понизок за 0,9% (намалување од 0,2% во претходниот квартал). Ваквото поместување е во согласност со надолното приспособување на цените на становите (вкупни и новоизградени), како во главниот град, така и во земјата во последните неколку години⁷⁹. Во поглед на состојбата на понудата и побарувачката на недвижности, показателите не упатуваат на позначителни промени. Имено, кај изградбата на станбени згради и понатаму се забележува двоцифрена стапка на раст (просечна годишна стапка на раст на изградбата на станбени згради во првите три квартала на 2016 година од 26,4%), додека податоците за одобренјата за изградба на станови бележат забавување на растот. Во поглед на побарувачката на станови, солидниот раст на станбените кредити продолжи и во четвртиот⁸⁰ квартал на 2016 година, што упатува на натамошно зајакнување на побарувачката.

⁷⁸ Хедонички индекс на цените на становите, изготвен од страна на НБРМ врз основа на огласите за продажба во главниот град, а објавени од агенциите коишто се занимаваат со промет со недвижности. Цената на станот е функција од големината, населбата во која се наоѓа, катот, дали станот има централно парно греење и дали станот е нов.

⁷⁹ Податоците за цените на новоизградените станови за Скопје и РМ се од ДЗС, додека податокот за цените на становите (вкупни – стари и новоградба) е изработен од НБРМ.

⁸⁰ Расположливи податоци за првите два месеца од кварталот.



VII. Аналитички прилози

Прилог 1: Анализа на задолженоста на македонскиот корпоративен сектор и на нејзиното приспособување во посткризниот период

Постои консензус дека прекумерната задолженост претставува извор на ранливост, со оглед на тоа што ги зголемува макрофинансиските последици од неповолни шокови и ја намалува ефективноста на механизмите за приспособување. Последната глобална криза сигнализира прекумерно ниво на задолженост во поголем број земји од еврозоната и регионот, со што се јави потреба од раздолжување и корекција на билансите на корпоративниот сектор. Генерално, постојат различни модалитети на раздолжување, што имаат различно влијание врз целокупните економски остварувања. Активното раздолжување⁸¹ подразбира остварување негативни кредитни текови. Сепак, тоа има потенцијални штетни последици, доколку надолната корекција на нивоата на долг го ограничи и среднорочниот економски раст преку потиснување на инвестициската активност. Поповолна алтернатива е т.н. пасивно раздолжување, при што намалувањето на учеството на долгот во БДП во принцип произлегува од поинтензивниот економски раст во однос на растот на задолжувањето. Во спротивно, како алтернатива преостанува реструктурирање на долгот.

Предмет на оваа кратка анализа се промените во вкупната задолженост на македонскиот корпоративен сектор во периодот од 2006 до првата половина од 2016 година, преку користење макроподатоци. Целта е да се утврди дали процесот на раздолжување во посткризниот период е присутен кај домашните претпријатија, а оттаму и да се идентификуваат каналите на приспособување на задолженоста. Притоа, треба да се нагласи дека изворите на задолжување на македонскиот корпоративен сектор се одликуваат со релативно едноставна структура во која отсутствува пазарно финансирање и емисија на должнички хартии од вредност. Оттука, понатамошната анализа на домашните должнички извори на финансирање се концентрира на кредитната поддршка од страна на домашниот банкарски систем и бруто надворешниот долг на приватните нефинансиски претпријатија. Воедно, се прави и компаративен регионален приказ, којшто треба да покаже дали општите трендови кај раздолжувањето се разликуваат помеѓу земјите во ЦИЈИЕ.

Во изминатиот период, македонскиот корпоративен сектор бележи тренд на континуирано акумулирање долг кон домашните и странските доверители. Учеството на вкупниот долг на нефинансиските претпријатија во БДП, како показател за задолженоста, достигна 59,6% во вториот квартал од 2016 година и е за 23,6 п.п. повисок во споредба со состојбата на крајот на 2006 година. Притоа, зголемувањето на долгот е континуирано, односно **домашните претпријатија не покажуваат знаци на раздолжување ниту во посткризниот период, гледано на агрегатно ниво.** Како што се посочува и во најновите истражувања за долгот на македонскиот корпоративен сектор⁸², ниското почетно ниво на задолженост во годините пред кризата, стабилниот банкарски систем којшто продолжи да обезбедува кредитна поддршка и по нејзиното започнување, како и одредени структурни промени со кои се соочи домашната економија, претставуваат основни причини за отсутството на раздолжување. Сепак, може да се забележи дека од 2009 година наваму доаѓа до забавување на растот на вкупната задолженост, а со тоа и стабилизирање на учеството во БДП. Притоа, најголемиот дел од надолната корекција се воочува кај домашните извори, односно кај кредитите од домашниот банкарски сектор.

⁸¹ European Commission (2014), "Private sector deleveraging: where do we stand?", Quarterly report on the euro area.

⁸² Mitreska A., Bojceva-Terzijan S., Debnikov P. (2016), "Corporate Sector Deleveraging in Macedonia in the Aftermath of the Crisis – Has it happened at all?", NBRM forthcoming.



Задолженост на македонскиот корпоративен сектор

Извори на задолженост на корпоративниот сектор
(% од БДП)

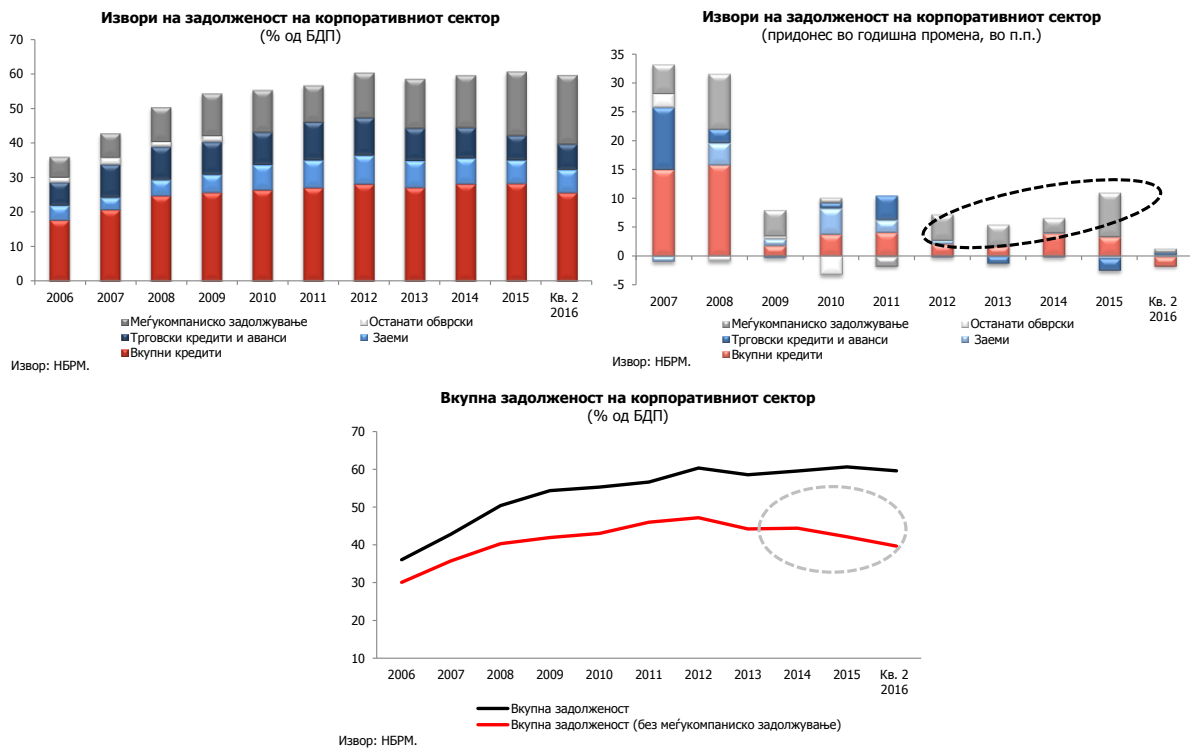


Извор: НБРМ.

Структурната анализа на задолженоста на македонскиот корпоративен сектор укажува на одредени промени во поглед на изворите на финансирање во посткризниот период. Така, кредитите од домашниот банкарски систем претставуваат значаен извор на должничко финансирање на претпријатијата (учество од 42,9% во вкупниот долг во второто тримесечје од 2016 година). Во рамки на долгот кон нерезиденти доминира меѓукомпанискиот долг, како и трговските кредити и финансиските заеми (учество во вкупното задолжување од 33,5%, 12,5% и 11,2% во вториот квартал од 2016 година, соодветно). Во структурата на вкупниот долг се воочува отсуство на обврски врз основа на издадени должнички хартии од вредност, што потврдува дека пазарното финансирање не е својствено за домашните претпријатија⁸³.

Од аспект на динамиката, кредитирањето од страна на банкарскиот сектор бележи високи и двоцифрени стапки на раст во годините пред финансиската криза, давајќи поддршка на активноста на домашните претпријатија. Кон средината на 2009 година дојде до драстично забавување на кредитирањето, што се согледува преку намалениот придонес на банкарските кредити во растот на вкупната задолженост во посткризниот период. Ваквите поместувања се резултат на падот на домашната економска активност и поконзервативната кредитна политика на банките, во согласност со влошениот макроекономски амбиент и зголемените ризици. **И покрај влошениот амбиент, овој тренд не се преслика кај надворешната задолженост, а екстерните извори на задолжување обезбедија значителна финансиска поддршка за активноста на корпоративниот сектор.** Така, позитивен придонес кон растот се забележува кај финансиските заеми, а во 2011 година и кај краткорочното задолжување во облик на трговски кредити, коишто се директно поврзани со надворешнотрговската размена. Во посткризниот период, особено во периодот од 2012 до 2015 година, растот на вкупното задолжување е поттикнат од зголемувањето на меѓукомпанискиот долг. Тоа се објаснува со структурните промени во домашната економија, поради влезот на новите капацитети во странска сопственост коишто имаат интензивизирана активност и имаат различен начин на финансирање во однос на постојните претпријатија. Имено, овие странски капацитети не се финансираат преку домашниот банкарски систем, туку претежно преку искористување заеми од матичните компании. Со оглед на ефектот што финансирањето на странските компании го има врз структурата на вкупниот долг, изолирањето на меѓукомпанискиот долг дава малку поинаква слика за промените кај задолженоста на претпријатијата во посткризниот период. Во овој случај, во последниот четиригодишен период **можат да се забележат знаци на раздолжување на корпоративниот сектор, измерено преку учеството на задолженоста во БДП.**

⁸³ Поконкретно, оваа констатација се однесува на отсуството на надворешно задолжување врз основа на издадени должнички хартии од вредност.

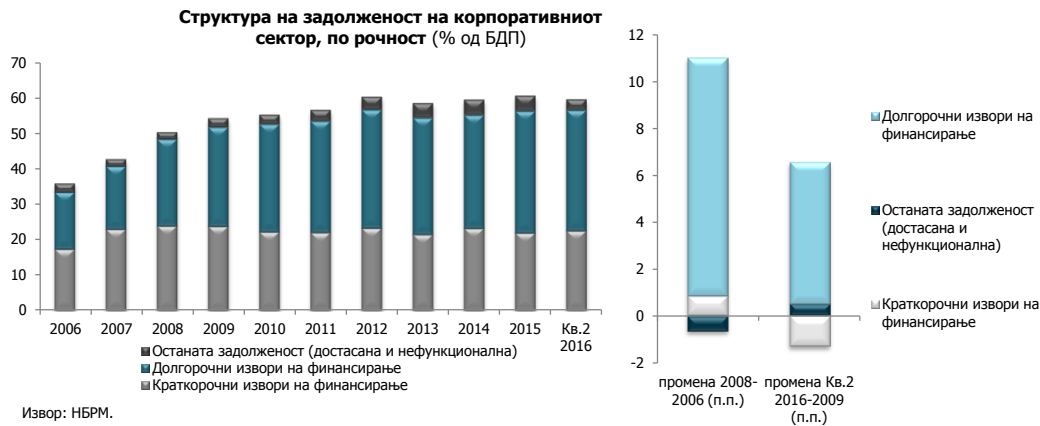
**Структура на задолженост на македонскиот корпоративен сектор, по инструменти**

Промените во структурата на задолжувањето на македонскиот корпоративен сектор во набљудуваниот период влијаат врз неговата ранливост. Гледано според рочната структура, преовладува финансирањето на долг рок, коешто во второто тримесечје на 2016 година учествува со околу 57,4% во вкупната задолженост. Во економската теорија, високото учество на долгорочниот долг претставува индикација за поизразена чувствителност на корпоративниот сектор од промени на каматните стапки, иако се смета дека истовремено го намалува ризикот од рефинансирање. Посткризното приспособување кај рочната структура укажува на надолна корекција на учеството на краткорочниот долг во БДП, наспроти умереното зголемување на задолжувањето со подолга рочност⁸⁴. Иако од ниска почетна состојба, во овој период се забележува и мал раст на структурното учество на долгот со нефункционален или достасан статус, што може да упатува на одредени потешкотии на претпријатијата при намирување на обврските кон домашните банки.

⁸⁴ Тоа произлегува од намалувањето на уделот на краткорочниот надворешен долг, како и на краткорочните кредити од домашниот банкарски систем.



Рочна структура на задолженоста на македонскиот корпоративен сектор (% од БДП)



Во валутната структура на задолжувањето на претпријатијата доминира долгот со валутна компонента, којшто во вториот квартал од 2016 година учествува со околу 74,8% во вкупниот долг, што упатува на поголема изложеност на валутен ризик. Тоа во поголем дел е поврзано со надворешниот долг, којшто е претежно деноминиран во евра⁸⁵, по што следи задолжувањето во САД-долари. Во посткризниот период, како последица на промените кај кредитите од домашниот банкарски систем, односно намалувањето на релативното учество на кредитите со валутна компонента, за сметка на денарските кредити, се забележува забавување на прирастот на задолжувањето во девизи, во однос на денарското задолжување. Овие структурни промени имаат поволно влијание врз отпорноста на валутен ризик.

Валутна структура на задолженоста на македонскиот корпоративен сектор (% од БДП)



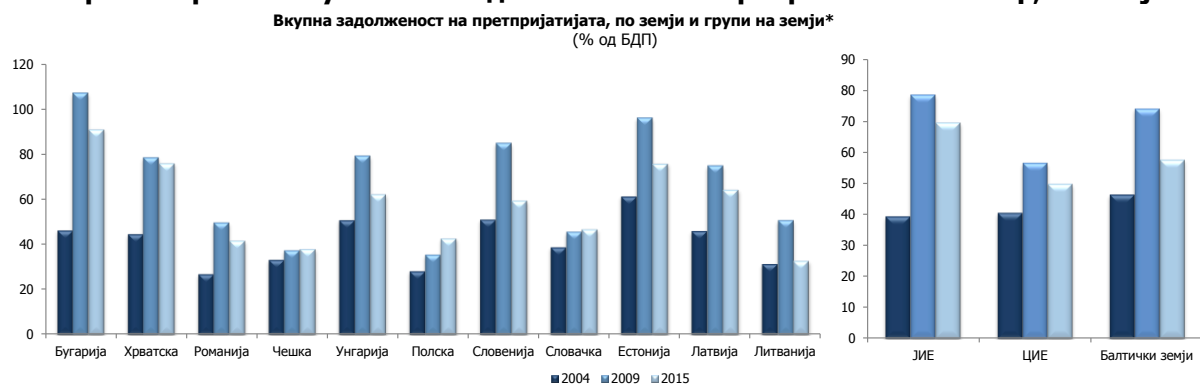
Во дел од земјите од регионот на ЦИЈЕ, присутен е тренд на раздолжување на корпоративниот сектор во посткризниот период. Стилизираните факти за регионот во целина покажуваат дека во услови на зголемени капитални приливи во годините непосредно пред финансиската криза, дошло до засилување на кредитната активност, придонесувајќи за пораст на инвестициите и потрошувачката, но и за влошување на екстерната позиција. Во таа насока, земјите од Западен Балкан забележаа во просек позначително влошување на тековната сметка во однос на ЦИЕ. Во текот на глобалната криза дојде до забавување на капиталните

⁸⁵ Во вториот квартал од 2016 година, валутната структура на надворешниот долг на останатите сектори и меѓукомпанискиот долг (како апроксимација за надворешното задолжување на претпријатијата), покажува дека долгот деноминиран во евра и во САД-долари учествува со 82% и 17,3%, соодветно.

приливи, особено забележливо кај земјите од ЦИЕ, што предизвика и пад на кредитирањето и на домашната побарувачка. Во такви неповолни услови, а при зголемена задолженост на приватниот сектор во дел од ЦИЈИЕ, поизразени станаа ризиците околу одржливоста на вкупниот долг. Имено, презадолженоста на претпријатијата и послабите економски остварувања придонесоа за раст на нефункционалните кредити, а дел од ризиците се сè уште присутни во одредени земји⁸⁶. Процесот на раздолжување во посткризниот период бил најизразен во оние економии кај коишто се забележани и највисоки приливи во годините пред кризата, како што се Балтичките земји, Словенија и Бугарија⁸⁷. Од аспект на економските трошоци од раздолжувањето, процените на ММФ⁸⁸ потврдуваат дека во земјите со најзадолжен корпоративен сектор, дошло и до најдлабок пад на инвестициската активност и на вработеноста.

Во продолжение е даден кус компаративен преглед на посткризното приспособување на задолженоста на претпријатијата во земјите од ЦИЈИЕ. Притоа, изведените заклучоци треба да се земат со претпазливост, со оглед на потешкотиите за подетално разгледување на корпоративниот долг поради слабости во статистичките податоци⁸⁹. Притоа, кај секторот на претпријатијата во одделните земји постојат значителни разлики во однос на иницијалното ниво на задолженост, измерено како учество во БДП. Исто така, и напредокот во раздолжувањето во посткризниот период е хетероген, а позначителна надолна корекција на долгот се забележува во Литванија, Естонија и Словенија. Според оцените на Европската комисија⁹⁰, кај поголемиот дел од земјите од регионот што се членки на ЕУ кај кои од 2008 - 2013 година се намалила задолженоста, тоа произлегло од намалувањето на нивото на долгот, т.н. активно раздолжување. Од друга страна, во дел од земјите, како што е случајот со Полска, Словачка и Чешка, долгот и натаму се зголемува. Последните податоци на Европската комисија покажуваат дека во 2015 година продолжило активното раздолжување на претпријатијата кај повеќето земји (Словенија, Естонија, Романија и Унгарија).

Посткризно приспособување на задолженоста на корпоративниот сектор, по земји



* Во групата на земји од ЈИЕ се вклучени Бугарија, Хрватска и Романија.
Во рамки на ЦИЕ се опфатени Чешка, Унгарија, Полска, Словенија и Словачка.
Во Балтички земји спаѓаат Естонија, Латвија и Литванија.

Извор: Еуростат.

⁸⁶ Посткризниот раст на нефункционалните кредити на корпоративниот сектор повеќе дојде до израз кај новите земји-членки на ЕУ (особено Балтичките земји) отколку кај земјите од Западен Балкан, но тие истовремено успеаја значително да го намалат благодарение на спроведените реформи. Види: IMF (2015), "The Western Balkans: 15 Years of Economic Transition", Regional Economic Issues: Special Report, pg.74.

⁸⁷ IMF (2014), "25 Years of Transition: Post-Communist Europe and the IMF", Regional Economic Issues: Special Report, pg.44.

⁸⁸ IMF (2015), "Mind the Credit Gap", Regional Economic Issues: Central, Eastern and Southeastern Europe, pg.25.

⁸⁹ При споредбата на долгот на корпоративниот сектор помеѓу сите набљудувани земји се користат податоците за вкупното задолжување на претпријатијата врз основа на заеми и на должнички хартии од вредност (на консолидирана основа). Притоа, треба да се напомене дека во рамки на долгот на корпоративниот сектор е вклучен и долгот на јавните претпријатија.

⁹⁰ European Commission (2014), "Private sector deleveraging: where do we stand?", Quarterly Report, pg.11.



Сумирано, оваа едноставна анализа на вкупниот долг на македонскиот корпоративен сектор упатува на континуиран раст на задолжувањето во изминатиот период и негова постепена стабилизација во последниот период. Ваквите движења кај задолженоста се случуваат во услови на речиси постојано зголемување на домашната економска и инвестициска активност. Сепак, ваквата слика е нецелосна бидејќи го одразува и ефектот од структурните промени во македонската економија поради влезот на новите странски капацитети со различен начин на финансирање во кој доминира меѓукомпанискиот долг од нивните матични компании, што подразбира и помала поврзаност со домашниот банкарски систем. Доколку се изолира меѓукомпанискиот долг, во тој случај се забележуваат знаци на раздолжување на корпоративниот сектор во последниот период, движење што се препознава и кај дел од останатите земји од регионот на ЦИЈИЕ. Исто така, се забележуваат одредени промени во поглед на ризичниот профил на задолженоста. Прво, во посткризниот период доаѓа до намалување на релативното учество на краткорочните извори на задолжување и зголемена важност на долгорочниот долг, што влијае врз намалување на ризикот од рефинансирање. Второ, во периодот по кризата забавува растот на вкупната девизна задолженост, за сметка на денарското финансирање, што укажува на намалена изложеност на валутниот ризик. Притоа, треба да се укаже на основната слабост на анализата, којашто користи агрегатни наместо микро податоци, со што се оневозможува согледување на спецификите за одделните претпријатија имајќи ја предвид нивната хетерогеност.

Прилог 2: Потенцијален производ во Македонија – анализа на динамиката на раст

Потенцијалниот производ најчесто се дефинира како максимално ниво на производство конзистентно со отсуство на инфлаторни притисоци⁹¹ и вообичаено се поврзува со структурни фактори. Поточно, потенцијалниот производ е нивото на производство коешто би можело да се произведе со искористување на расположливиот капацитет на капитал и работна сила во нормален период, кога економијата не е во експанзија или во рецесија, без поттикнување инфлациски притисоци. Разликата помеѓу потенцијалниот производ и тековното производство се нарекува произведен јаз и претставува значаен показател за притисоците врз цените кои се резултат на прекумерна (или недоволна) побарувачка во економијата. Оттука, потенцијалниот производ и производниот јаз се значајни показатели при разгледувањето и донесувањето на одлуки на монетарната политика, во контекст на ценовната стабилност како крајна цел.

Потенцијалниот производ и производниот јаз не се директно мерливи концепти, односно постои цел инструментариум на методи и алатки наменети за нивна оценка. Секој од овие методи има свои предности и недостатоци, заради што вообичаена практика во литературата од оваа област е употреба на повеќе методи на пресметка и споредба на резултатите. Покрај недостатоците на самите методи на пресметка, дополнителна комплексност во пресметката на потенцијалниот раст во транзициските земји и земјите во развој претставуваат структурните прекини, шоките на понудата, како и слабостите околу временските серии поврзани со должината и квалитетот на достапните податоци и високата променливост кај самите остварувања. Во однос на последната констатација, како што може да се види на графиконот 1, променливоста на годишниот раст на БДП во Македонија е значително повисока отколку во Европската Унија (стандардна девијација од 4,3 наспроти 1,9), што дополнително ја усложнува оцената на трендот или на потенцијалниот производ.

Графикон 1. Годишен раст на БДП



Извор: ДЗС и Еуростат

Целта на овој прилог е пресметка на потенцијалниот производ во Македонија преку користење неколку методи, како и дискусија околу промените во динамиката на потенцијалниот раст со посебен фокус на периодите пред и по глобалната финансиска криза. Генерално, методите за пресметка на потенцијалниот производ би можело да се поделат во статистички методи и структурни пристапи. Статистичките методи се релативно едноставни за користење и се засновани врз статистичките карактеристики на сериите, односно не користат економска теорија. Структурните пристапи тргнуваат од економските теории и законитости, а понатаму, преку користење одредени статистички и

⁹¹ Okun, A., 1962, "Potential GNP: Its Measurement and Significance", Cowles Foundation Paper 190.



економетриски алатки, овозможуваат пресметка на немерливите економски концепти. Во рамки на овој прилог, од статистичките пристапи користен е филтерот на Ходрик и Прескот (ХП), кој е еден од најпопуларните статистички методи. Останатите три пристапи се структурни, односно користен е методот на производна функција, мал структурен модел со филтерот на Калман (КФ) и структурен калибриран модел на НБРМ – МАКПАМ. Повеќе детали околу пресметката на потенцијалниот производ преку методот на производна функција може да се најдат во Јовановиќ и Кабаши (2011)⁹². Филтерот на Калман се темели врз истражувањето на Блгрејв и др. (2015)⁹³ кои го анализираат потенцијалниот раст во неколку развиени и брзорастечки економии преку релативно мал модел со основни структурни врски, како Филипсовата крива и Окуновиор закон и ги користат Бајесовите методи за оцена на параметрите. Овој модел е применет и на случајот на Македонија, при што се користат препорачаните вредности за брзорастечките економии и неколку дополнителни приспособувања првенствено за да се опфати променливоста на БДП. Моделот МАКПАМ, кој исто така го користи Калмановиот филтер, претставува поголем модел и се базира врз поинаква структура и на калибрирани параметри, како што е објаснето во истражувањето на Хледик и др. (2016)⁹⁴.

Во графиконот 2 (лево) се претставени стапките на промена на потенцијалниот производ пресметани преку користење на четирите методи⁹⁵. Генерално, различните методи на пресметка продуцираат оценки за потенцијалниот раст кои имаат релативно висок степен на усогласеност во најголем дел од анализираниот период, особено во насоката на движење. Разликите помеѓу методите главно се однесуваат на променливоста на добиените оценки и на интензитетот на промените во определени периоди. Така, како што е очекувано, филтерот на ХП продуцира најнепроменлива оцена за потенцијалниот раст. Од друга страна, оцените на малиот модел со Калмановиот филтер и на моделот МАКПАМ (кој исто така го користи Калмановиот филтер) покажуваат меѓусебна корелација и се попроменливи, веројатно како одраз на нивните карактеристики. Поточно, во вакви структурни модели, потенцијалниот раст се пресметува земајќи ги предвид и останатите економски движења, како и некои основни законитости базирани врз економската теорија⁹⁶. Покрај ова, променливоста на оценетиот потенцијален раст во добар дел ја одразува и релативно променливата серија на годишен раст на самиот БДП (графикон 1).

Со оглед на разликите во оценетиот потенцијален раст со различни методи, како и на можните грешки во спецификацијата на одделните методи, а следејќи го пристапот на Медина (2010)⁹⁷, на графиконот 2 (десно) прикажан е и агрегираниот индикатор пресметан како просек од добиените оценки со сите четири методи, како и две дополнителни серии конструирани од најниската и највисоката оцена за секој квартал. Овие резултати укажуваат на тоа дека потенцијалниот раст забрзува во преткризниот период и забавува во периодот после кризата, со тенденција за закрепнување и стабилизирање во последниот период. Покрај ова, интервалот на оценките според различните методи во последните години е потесен во споредба со претходно (особено со пресвртните точки околу 2008, 2009 и 2012 година), што веројатно укажува на стабилизација на економијата.

⁹² Јовановиќ, Б. и Кабаши, Р., 2011, „Потенцијален производ и произведен јаз за Македонија според неколку методи на пресметка“, Народна банка на Република Македонија, работен материјал 2011/04.

⁹³ Blagrove, P., Garcia-Saltos, R., Laxton, D. and Zhang, F., 2015, "A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output", IMF Working Paper No. 15/79.

⁹⁴ Hledik, T., Vojceva-Terzijan, S., Jovanovic, B and Kabashi, R., 2016, "Overview of the Macedonian Policy Analysis Model (MAKPAМ)", National Bank of the Republic of Macedonia Working Paper No. 2016/04.

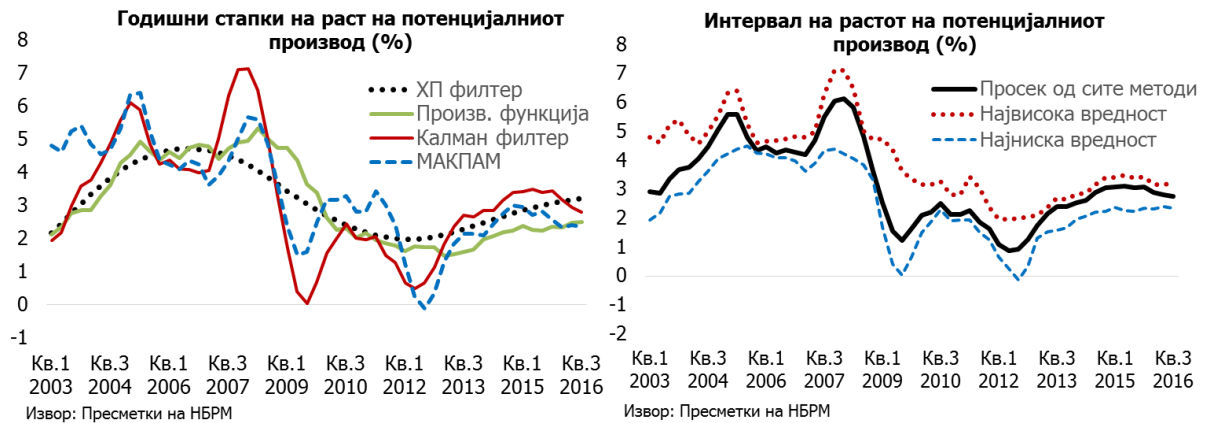
⁹⁵ Анализата е направена преку користење квартални податоци заклучно со третиот квартал на 2016 година. ХП-филтерот и производната функција користат податоци од првиот квартал на 2000 година, додека Калмановиот филтер и МАКПАМ користат податоци од почетокот на 2001 и 2002 година, соодветно.

⁹⁶ Главни варијабли за оцена на потенцијалниот производ во Калмановиот филтер се БДП, инфлацијата и невработеноста. Моделот МАКПАМ има побогата структура, а како позначајна разлика во однос на овој Калманов филтер се истакнуваат деталната структура на БДП и билансот на плаќања, како и вклучувањето на правилото за монетарната политика.

⁹⁷ Medina, L., 2010, "Potential Growth and Output Gap in Peru", IMF Country Report No.10/99.



Графикон 2. Потенцијален производ пресметан со различни методи



За да се добие квантитативен увид во динамиката на растот на БДП, во табелата 1 е прикажана декомпозицијата на растот на БДП на раст на потенцијалниот производ и промени во производниот јаз, и тоа преку просекот од сите модели за целиот период, за одделни потпериоди и за последните години. Притоа, ваквата декомпозиција се базира врз идентитетот, прикажан во равенката 1, според кој растот на БДП (Δy) е функција на потенцијалниот производ (Δy^*) и промената на производниот јаз ($\Delta ygap$). Просечниот остварен раст на БДП во периодот 2003 - 2015 година изнесува 3,4%, и е речиси целосно одраз на потенцијалниот раст. Сепак, може да се забележи значителна разлика во периодот пред и по глобалната економска криза. Во периодот пред кризата, просечниот раст на БДП од 4,8% во најголем дел го одразува солидниот потенцијален раст од 4,4%, но и позитивните промени на производниот јаз како индикатор за притисоците на страната на побарувачката. Од друга страна, во пост-кризниот период (2009-2015 година) се забележува преполовување на растот на БДП и значително забавување на потенцијалниот раст на 2,3%.

Сепак, подеталната анализа укажува на дополнителни разлики во самите фази на закрепнување. Така, непосредно по кризата (2009 - 2012 година), растот на БДП е релативно низок, а се забележува и дополнително забавување на потенцијалниот раст на 2,1% во просек, како и негативни ефекти на страната на побарувачката (негативни промени на производниот јаз). Од друга страна, во последните три години се забележува значително забрзување на економскиот раст како одраз на постепено забрзување на потенцијалниот раст, како и на закрепнувањето на побарувачката (позитивни промени во производниот јаз).

Табела 1. Декомпозиција на растот на БДП⁹⁸

	просек 2003- 2015	просек 2003- 2008	просек 2009- 2015	просек 2009- 2012	просек 2013- 2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
а. Раст на БДП	3.4	4.8	2.2	1.2	3.5	3.4	2.3	-0.5	2.9	3.6	3.8
б. Просечен потенцијален раст (просек од сите модели)	3.2	4.4	2.3	2.1	2.5	2.5	2.2	1.2	2.0	2.6	2.9
в. Промена во производниот јаз (а-б)	0.1	0.4	-0.1	-0.9	1.0	0.9	0.2	-1.7	0.9	1.0	1.0

Извор: Пресметки на НБРМ.

$$\Delta y_t = \Delta y_t^* + \Delta ygap_t \quad \text{(Равенка 1)}$$

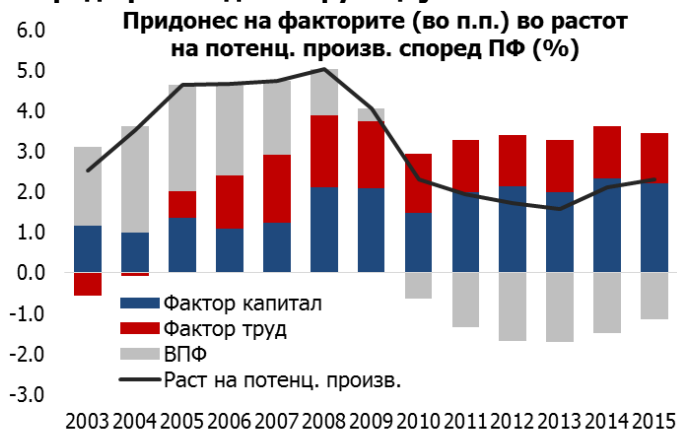
⁹⁸ Промената на производниот јаз ја покажува насоката на движење на јазот, а не самиот јаз. Поточно, позитивната промена укажува на намалување на негативниот јаз или зголемување на позитивниот јаз, а негативната промена укажува на понизок позитивен или подлабок негативен јаз.



Промените во динамиката може да се анализираат и преку анализата на придонесот на одделните фактори на потенцијалниот раст пресметан преку производната функција (графикон 3). Декомпозицијата во основа посочува дека потенцијалниот раст во преткризниот период го одразува позитивниот придонес на сите фактори (со исклучок на трудот во почетните години). Од друга страна, во периодот по глобалната економска криза, главниот фактор со кој се објаснува забавувањето на потенцијалниот раст е намалувањето на факторот „вкупна продуктивност на факторите на производството“ (ВПФ), додека придонесите на трудот и на капиталот и понатаму се позитивни и нивното влијание дополнително се засилува⁹⁹ што генерално е во согласност со поместувањата во економијата во истиот период. Имено, просечниот годишен раст на вработените забрзува од 1,4% во периодот 2003 - 2008 година на 2,1% во периодот 2009 - 2015 година, додека просечното учество на реалните бруто-инвестиции во БДП е зголемено од 21,8% во периодот пред кризата на 28,4% во периодот по кризата. Ваквата динамика, во значаен дел е одраз на поволните промени во структурата на економијата како резултат на влезот на неколку поголеми странски капацитети, како и позначајни инвестиции во инфраструктурата, кои имаа повратно позитивно влијание врз пазарот на трудот, инвестициите и би требало позитивно да делува врз долгорочниот потенцијал за раст.

Наспроти поволните поместувања кај факторите труд и капитал кои може да се објаснат со остварувањата на економијата, негативното влијание на ВПФ бара повнимателно толкување. Имено, и покрај тоа што теориите за економски раст го дефинираат ВПФ како вкупна продуктивност на факторите на производство, во практиката ВПФ може да опфаќа и фактори на растот кои не се опфатени експлицитно во конкретната производна функција, како на пример човечкиот капитал, но и грешки во мерењето (како на одделните фактори на производство, така и на вкупниот БДП). Оттука, интерпретацијата на ВПФ бара подлабока анализа за факторите кои би можеле да ја објаснат неговата динамика. Така на пример, истражувањето за ЦИЈИЕ укажува на тоа дека забавувањето на ВПФ по глобалната криза е одраз на понискиот потенцијален раст во земјите трговски партнери, послабиот технички прогрес во економиите коишто се блиску до границата на технолошка ефикасност (frontier economies) и послабата глобална трговија¹⁰⁰.

Графикон 2. Декомпозиција на растот на потенцијалниот производ пресметан според производната функција



Извор: Пресметки на НБРМ

⁹⁹ Во извештајот на ММФ за Македонија, IMF, 2016a, "Former Yugoslav Republic of Macedonia - Country Report", IMF Country Report No. 16/356 се сретнува слична структура на стапката на раст на потенцијалниот производ.

¹⁰⁰ IMF, 2016b, "Regional Economic Issues: Central, Eastern, and Southeastern Europe - How to Get Back on the Fast Track", IMF Regional Economic Issues May 2016.



Како заклучок, различните методи на пресметка продуцираат генерално слични оценки за потенцијалниот раст, односно упатуваат на повисок потенцијален раст пред глобалната економска криза и забавување после кризата, со одредени знаци на закрепнување и стабилизирање во последните години. Понатаму, декомпозицијата базирана врз производната функција покажува дека придонесот на трудот и на капиталот во потенцијалниот раст е позитивен во текот на целиот анализиран период. Од друга страна, придонесот на ВПФ е позитивен во преткризниот и негативен во посткризниот период. Со оглед на горенаведените слабости на концептот на ВПФ, потребни се дополнителни истражувања за движењето и детерминантите на ВПФ во Македонија, коишто би дале појасна претстава за факторите коишто делуваат врз неа.