

# **Народна банка на Република Македонија**



**Квартален извештај  
мај 2016 г.**

**Содржина**

<b>Вовед</b> .....	<b>3</b>
<b>I. Макроекономски движења</b> .....	<b>7</b>
<b>1.1. Меѓународно економско окружување</b> .....	<b>7</b>
<i>Прилог 1: Нов пакет мерки на Европската централна банка и Банката на Јапонија во првото тримесечје на 2016 година</i> .....	<i>11</i>
<b>1.2. Домашна понуда</b> .....	<b>14</b>
<b>1.3. Агрегатна побарувачка</b> .....	<b>18</b>
1.3.1. Лична потрошувачка .....	20
1.3.2. Јавна потрошувачка .....	21
1.3.3. Инвестициска потрошувачка .....	21
1.3.4. Нето извозна побарувачка .....	23
<b>1.4. Вработеност и плати</b> .....	<b>23</b>
<b>1.5. Инфлација</b> .....	<b>27</b>
<b>1.6. Биланс на плаќања</b> .....	<b>30</b>
1.6.1. Тековна сметка .....	31
<i>Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК)</i> .....	<i>32</i>
1.6.2. Финансиска сметка .....	37
1.6.3. Меѓународна инвестициска позиција и бруто надворешен долг .....	39
<b>II. Монетарна политика</b> .....	<b>43</b>
<b>2.1. Ликвидност на банките и движења на меѓубанкарскиот пазар на пари</b> .....	<b>46</b>
<b>2.2. Монетарни и кредитни агрегати</b> .....	<b>48</b>
2.2.1. Монетарни агрегати .....	48
2.2.2. Кредитна активност .....	51
<b>III. Јавни финансии</b> .....	<b>53</b>
<b>IV. Берзански индекси и цени на недвижности</b> .....	<b>58</b>
<b>V. Макроекономски проекции и ризици</b> .....	<b>61</b>
<b>5.1. Претпоставки во проекцијата за надворешното окружување</b> .....	<b>61</b>
<b>5.2. Проекција и ефекти врз монетарната политика</b> .....	<b>65</b>
<b>5.3. Споредба со претходната проекција</b> .....	<b>68</b>
<b>5.4. Алтернативно сценарио</b> .....	<b>70</b>
<b>VI. Аналитички прилози</b> .....	<b>75</b>
<i>Прилог 1: Кратка анализа на финансискиот сектор во Република Македонија со посебен осврт на останатите недепозитни институции</i> .....	<i>75</i>
<i>Прилог 2: Динамичка и споредбена анализа на буџетските приходи и расходи на Македонија</i> .....	<i>81</i>
<i>Прилог 3: Директни и индиректни ефекти од забавувањето на економскиот раст на Кина врз македонската економија</i> .....	<i>87</i>



## Вовед

**Во текот на првиот квартал на 2016 година, НБРМ ја задржа основната каматна стапка непроменета на нивото од 3,25%.** Ваквата одлука беше заснована врз најновите остварувања кај клучните макроекономски и финансиски показатели, коишто не укажаа на позначителни отстапувања, во споредба со последните макроекономски проекции на НБРМ од октомври 2015 година. Промените во **вкупната домашна инфлација** повторно беа под најголемо влијание на падот на светските цени на нафтата, со што и домашните цени се намалија на годишна основа. Растот на **економската активност** во 2015 година главно беше во рамки на очекувањата, а најновите краткорочни индикатори показатели укажаа на натамошни позитивни трендови и во првиот квартал на 2016 година, независно од натамошното опстојување на ризиците во однос на домашната политичка состојба, коишто беа присутни и во претходната година. Банките и натаму обезбедуваат поддршка за економскиот раст преку натамошниот раст на **кредитната активност**. Сепак, кредитните текови во првото тримесечје беа поумерени. **Девизните резерви** забележаа умерен раст, а сите показатели за адекватноста на резервите се одржуваа во комфорна зона, со доволно простор за справување со евентуалните шокови. **Наспроти отсуството на промени кај основната каматна стапка, во првото тримесечје на 2016 година започнаа да се применуваат макропрudentните мерки донесени од страна на НБРМ во декември 2015 година, заради заштита од потенцијални идни ризици врз финансиската стабилност и спречување идни макроекономски нерамнотежи.**

**Најновиот циклус макроекономски проекции за 2016 и 2017 година беше заокружен кон почетокот на април и не упатува на поголеми промени во макроекономската слика, во споредба со октомвриската проекција. Во рамки на проекциите, се претпостави релативно брзо стабилизирање на политичкиот контекст, без негови поголеми ефекти врз домашната економија.** Расположливите показатели за домашната економија за првото тримесечје не отстапуваа значително од претходните проекции, што заедно со вградените надворешни и домашни претпоставки за следниот период, доведува до слична проектирана патека на клучните показатели, како и во рамки на октомвриските проекции. Општо земено, основното макроекономско сценарио покажува солиден економски и кредитен раст, отсуство на ценовни притисоци и платнобилансна позиција којашто обезбедува натамошен раст на девизните резерви.

**Во текот на април 2016 година дојде до влошување на политичката состојба, а воедно беа забележани поизразени сигнали за нејзиното делување врз довербата и очекувањата на субјектите. Од тие причини, во рамки на овој циклус проекции се изготви и алтернативно макроекономско сценарио, коешто претпоставува продолжување на политичката криза одреден временски период.** Алтернативното сценарио ги покажува главните канали на пренос на домашната криза врз економијата и дава процена на можните ефекти врз клучните показатели во домашната економија. Макроекономската слика во рамки на ова сценарио покажува значително послаб економски и кредитен раст во однос на основното сценарио, задржување на промените на цените во негативната зона, малку поголем дефицит во тековната сметка на билансот на плаќања и помали финансиски приливи. Сепак, и во ова сценарио, показателите за адекватноста на девизните резерви се повторно во сигурната зона.

**Претпоставките за надворешното окружување се заеднички за двете сценарија. Во периодот помеѓу двете проекции настанаа одредени промени кај очекуваните движења на главните показатели на надворешното окружување. Странската ефективна инфлација во 2016 година е ревидирана надолу и се оценува дека ќе биде релативно ниска, а во наредната година се очекува нејзино умерено забрзување. Закрепнувањето на **странската ефективна побарувачка** во текот на оваа година ќе продолжи со слично темпо како и претходно очекуваното, додека растот во текот на 2017 година ќе биде побрз, главно заради подобрите очекувања за дел од земјите во регионот. Како и во претходните оцени, гледано според динамиката се очекува дека надворешното окружување ќе биде поповолно во следниот период.**



И покрај **умереното темпо на закрепнување на странската побарувачка**, оцените за растот на домашната економија и понатаму упатуваат на **солидни остварувања и очекувања за иднината**. Остварениот раст на БДП од 3,7% во 2015 година и показателите за првиот квартал покажуваат малку подобри остварувања во споредба со октомврскиот циклус проекции. *Во рамки на основното сценарио*, ваквите почетни услови, во комбинација со очекуваната патека на клучните надворешни и домашни фактори, упатуваат на **економски раст од 3,5% во 2016 година и забрзување на растот и негово искачување до околу 4% во 2017 година, што е во согласност со октомвриската проекција**. Оцените за побрз раст на домашната економија од растот на трговските партнери ги одразуваат специфичните структурни фактори за домашниот раст, односно активоста на новите капацитети ориентирани кон извоз со странски капитал и јавните инвестиции во патната инфраструктура. Во вакви услови и при претпоставки за подобрување на глобалниот амбиент, во следните две години се очекува дека извозот и инвестициите ќе бидат носечки фактори на растот. Овие движења соодветно ќе се одразат и врз растот на личната потрошувачка преку натамошно зголемување на платите и вработеноста. При вакви претпоставки за релативно солиден раст на сите компоненти на домашната побарувачка, се очекува и забрзан раст на увозот. **Растот на приватната потрошувачка и инвестициите ќе биде поддржан од банкарскиот сектор**, при што во услови на солиден економски раст, во следните две години се очекува и понатамошно зајакнување на депозитната база на банките, како основен извор за финансирање на кредитирањето на приватниот сектор. Во 2016 и 2017 година се проценува годишен кредитен раст од околу 7%, што е умерена надолна ревизија во однос на претходната проекција.

**Во 2016 година се очекува значително понизок раст на цените во споредба со октомвриската проекција (0,5% наместо 1,5%)**. Овие оценки ги одразуваат ценовните движења во претходниот период, како и значителните надолни ревизии на проекциите за увозните цени на енергијата, храната и на странската ефективна инфлација. Позитивен ефект врз инфлацијата се очекува од домашната побарувачка, односно се оценува дека производниот јаз ќе биде позитивен во текот на целиот период на проекции. Непрекинатиот раст на домашната економија, како и очекуваниот раст на цените на храната, нафтата и странската инфлација, ќе придонесат за зголемување на инфлацијата на околу 1,6% во 2017 година (исто како во октомвриските проекции).

**Најновите оценки за позицијата на билансот на плаќања упатуваат на нешто помал дефицит во тековната сметка за периодот 2016-2017 година, во споредба со октомвриските проекции. За 2016 година се очекува дефицит од 1,2% од БДП, наспроти дефицитот во тековната сметка од 1,9% од БДП проектиран во рамки на октомвриската проекција**. Ова промена во најголем дел ги одразува промените кај салдото на стоките и услугите, првенствено како резултат на подобрениот енергетски дефицит во услови на ниско ниво на цената на суровата нафта на светските берзи, како и подоброто салдо кај примарниот доход. Гледано според динамиката, во 2016 година се проценува дека дефицитот во тековната сметка ќе биде малку понизок во однос на 2015 година, без позначителни поместувања кај главните компоненти. **Во 2017 година не се очекуваат поголеми промени, односно се очекува дека дефицитот во тековните трансакции ќе се врати на нивото од 1,4% од БДП (2,4% од БДП во октомвриските проекции)**. Притоа, гледано за двете години, очекуваната патека на дефицитот во тековната сметка и неговата структура не укажуваат на поголеми нерамнотежи во економијата. Понеповолниот глобален амбиент и домашните политички фактори ќе условат нешто помали финансиски текови во 2016 и 2017 година, пред сè преку директни инвестиции и преку надворешно задолжување на приватниот сектор, во споредба со октомвриската проекција. Во поглед на структурата на капиталните приливи, како и во претходната проекција, и сегашните оценки покажуваат дека таа ќе биде комбинација на недолжнички и должнички текови, главно директни инвестиции и задолжување. Збирно за 2016 и 2017 година, сегашната проекција предвидува умерен раст на девизните резерви. Показателите за адекватноста на девизните резерви и натаму се во сигурната зона, што укажува на доволно ниво на девизни резерви за справување со евентуални непредвидени шокови.



*Алтернативното макроекономско сценарио, коешто претпоставува продолжување на тековната политичка состојба одреден временски период, ги покажува клучните канали на пренос на политичката криза врз економијата и можните ефекти.* Нестабилниот политички контекст ќе делува врз довербата и очекувањата на субјектите, а со тоа и врз растот на домашната економија. **Алтернативното сценарио покажува понизок раст на БДП во 2016 година во однос на основното сценарио за околу 2 процентни поена (раст на БДП од 1,6%, наспроти 3,5% во основното сценарио).** При ваква динамика на економската активност, производствениот јаз би останал во негативна зона и би создал надолни притисоци врз цените во 2016 година, наспроти очекуваниот умерен раст на инфлацијата во основното сценарио. Од аспект на одделните компоненти на побарувачката, намалената доверба на населението ќе ја зголеми воздржаноста од поголема потрошувачка. Покрај општата воздржаност од психолошки причини, врз приватната потрошувачка би влијаел и забавениот раст на расположливиот доход, со оглед на тоа што при вакво сценарио се претпоставуваат помалку поволни придвижувања на пазарот на труд и соодветни ефекти врз расположливиот доход. Со тоа, приватната потрошувачка би имала неутрален ефект врз растот, додека во основното сценарио, оваа компонента е еден од изворите на раст на БДП. Зголемена недоверба се очекува и кај инвеститорите, поради која би можело да дојде до воздржаност од нови инвестиции. Имено, постои можност странските и домашните инвеститори да ги одложат своите инвестициски одлуки за вложување во земјата. Од друга страна, иако во вакво сценарио веројатно е одредено забавување на инфраструктурните проекти на државата, сепак дел од овие проекти за кои се обезбедени извори на финансирање би се остварувале и понатаму, особено проектите во патната инфраструктура. Оттука, во алтернативното сценарио и понатаму се очекува инвестициски раст, но значително помал во однос на основното сценарио. Алтернативното сценарио не предвидува поголеми ефекти врз вкупната извозна активност, којашто во најголема мера произлегува од новите капацитети ориентирани кон извоз, чиишто деловни планови би се оствариле во согласност со динамиката претпоставена во основното сценарио. Од друга страна, послабата динамика на домашната побарувачка би ги намалила увозните притисоци, со што растот на увозот е побавен во споредба со основното сценарио.

**Во однос на билансот на плаќања, претпоставката за продолжена политичка криза се одразува со малку поголем дефицит во тековната сметка во однос на основното сценарио.** Така, алтернативното сценарио покажува поголем дефицит во тековната сметка, којшто сепак, и понатаму е умерен и се движи околу 2% од БДП, наспроти 1,2% во основното сценарио. Во услови кога помалата домашна побарувачка создава и помали увозни притисоци и го подобрува трговското салдо, влошувањето на тековниот дефицит е последица на приватните трансфери. Имено, зголемена склоност на населението за располагање со девизи е вообичаена реакција во услови на криза и доведува до пониско ниво на приватни трансфери (помал износ на нето откупена ефективна на менувачкиот пазар). Поголеми ефекти се очекуваат и преку финансискиот канал, во форма на помали приливи од директни инвестиции и отежнат пристап на државата и приватниот сектор до надворешно задолжување. Зголемените склоности за ликвидни девизни средства во алтернативното сценарио соодветно се одразуваат врз повисоките нето-одливи кај валутите и депозитите на останатите сектори. Од друга страна, алтернативното сценарио предвидува повисоко финансирање на економијата во 2016 година преку трговски кредити во однос на основното сценарио, што е вообичаена карактеристика на финансирањето на трговските текови во вакви околности. Поголемиот дефицит во тековната сметка, во комбинација со послабите финансиски текови се пренесува и врз девизните резерви, но нивното ниво и при вакво сценарио е адекватно и доволно за справување со шокови.

**Послабиот раст на економијата и послабите девизни текови во алтернативното сценарио доведуваат и до послаб раст на депозитната база на банките во однос на основното сценарио.** Во вакви услови, а при истовремена претпоставка за помала склоност за задолжување на приватниот сектор од една страна и воздржувањето на банките од поголем ризик, алтернативното сценарио во 2016 година покажува помал кредитен раст од очекуваниот во основното сценарио, односно годишен раст од 3%, наспроти околу 7% во основното сценарио.



**Алтернативното сценарио претпоставува разрешување на политичката криза до крајот на оваа година и постепено намалување на можните ефекти врз економијата во 2017 година.** Оттука, во поглед на главните пунктови засегнати од кризата, се очекува дека ќе дојде до закрепнување на личната потрошувачка и инвестициите. Слични се и очекувањата во поглед на динамиката на приватните трансфери и на надворешните и домашните финансиски текови, коишто гледано според динамиката, се очекува дека ќе закрепнат во текот на 2017 година.

И понатаму, ризиците во однос на проекциите се поврзани со надворешното окружување и домашните политички случувања. Неизвесноста од **интензитетот на закрепнување на глобалната економија, а особено европската економија, и натаму постои** и може да делува врз проектираната патека на показателите од домашната економија. **Ризиците заради домашни фактори, поврзани со домашната политичка криза, и натаму се присутни**, а се однесуваат на времетраењето на кризата, коешто во голема мера го условува исполнувањето на двете сценарија. НБРМ, како и досега, и во следниот период внимателно ќе ги следи движењата и доколку е потребно, ќе направи соодветни промени во монетарната политика за успешно остварување на целите на монетарната политика.



## I. Макроекономски движења

### 1.1. Меѓународно економско окружување<sup>1</sup>

Глобалната економија закрепнуваше и во последниот квартал на 2015 година, но побавно, што е карактеристика и на развиените и на брзорастечките економии. Во развиените економии, растот и понатаму е поддржан од падот на цените на нафтата, релаксираната монетарна политика, подобрувањето на пазарот на труд и намалувањето на негативните ефекти од раздолжувањето на приватниот сектор и на државата. Сепак, присутната неизвесност, како и нестабилноста на глобалните финансиски пазари придонесуваат за побавен раст од очекуваниот. Согласно со априлските проекции на ММФ, глобалниот раст во 2016 година е надолно коригиран како кај развиените земји, така и кај брзорастечките економии. Очекуваниот раст на евро-зоната за следниот период е исто така коригиран надолу, а ЕЦБ дополнително го зголеми степенот на монетарно олабавување. Слични се и согледувањата за американската економија, чиешто забавување кон крајот на годината доведе до пазарни очекувања за одложување на понатамошното зголемување на каматната стапка на ФЕД. Во однос на брзорастечките економии, економските изгледи се различни во различни земји, но општо за целата група, оцените покажуваат понатамошно забавување на растот, како последица на слабите остварувања на земјите извознички на примарни производи, забавениот раст на кинеската економија, но и воопшто на бавниот раст на дел од економиите по фазата на висок кредитен и инвестициски раст. Од аспект на глобалната инфлација, таа и понатаму е на ниско ниво, при што во голем број земји стапките на инфлација се под целните стапки на централните банки. Имајќи ја предвид сè уште слабата глобална побарувачка, не се очекуваат позначителни инфлациски притисоци. Сепак, растот на цените на дел од примарните производи на почетокот на 2016 година укажува на можни нагорни придвижувања на глобалната инфлација.

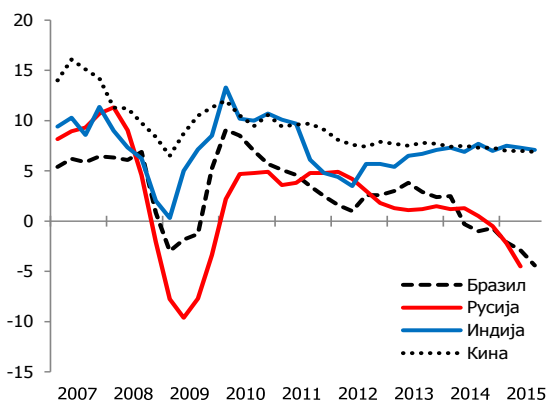


Глобалната економска активност и натаму закрепнува, но показателите упатуваат на поумерен и нееднаков раст кон крајот на 2015 година. Во четвртиот квартал од 2015 година, растот во дел од развиените земји забави. Така, растот на БДП во САД изнесуваше 0,3% на квартална основа (наспроти 0,5% во третото тримесечје), со што годишната стапка на раст изнесува 2,4%. И понатаму, личната потрошувачка е основен двигател на растот на американската економија, поддржана од зголемувањето на вработеноста, номиналните плати и реалниот расположлив доход, во услови на пониски цени на нафтата и забавена инфлација, како и од подобрените кредитни услови. Притоа, невработеноста дополнително се намали и во текот на јануари се сведе на 4,9%, во просек. Од друга страна, нешто послаби остварувања се забележуваат кај инвестициите, како и кај нето-извозот, предизвикани од апрецијацијата на САД-доларот, но и од намалената глобална

<sup>1</sup> Анализата се заснова врз Економскиот билтен на ЕЦБ; месечните извештаи на Германската централна банка; соопштенијата на „Маркит економикс“; „Економските изгледи“ на ОЕЦД; извештаите на „Рубини глобал економикс“ и на „Капитал економикс“ и неделните извештаи на Банката на Грција.



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



побарувачка. По кварталниот раст во третото тримесечје, Јапонија забележа пад на економската активност во четвртиот квартал, главно како резултат на намалувањето на личната потрошувачка. Од друга страна, британската економија и натаму остварува позитивни резултати и во четвртиот квартал и забележа раст од 0,5% во однос на претходниот квартал, слично на темпото на раст од почетокот на годината. Најголем придонес за економското закрепнување имаше зголемената лична потрошувачка, поттикната од реалниот расположлив доход, а во помала мера и инвестициите, додека нето-извозот имаше негативен придонес кон растот. Невработеноста и натаму се намалува и во последниот квартал изнесуваше 5,1%. Остварувањата на брзорастечките и економиите во развој се хетерогени, што делумно го одразува дивергентното влијание од надолната корекција на светските цени на примарните производи врз земјите извознички и увознички.

Високофреквентните анкетни показатели на економската активност - ПМИ<sup>2</sup> упатуваат на умерен раст на светската економија кон крајот на 2015 година и дополнително забавување на растот на почетокот од 2016 година, а особено кај САД и Велика Британија. Имено, во периодот јануари – март 2016 година, глобалниот композитен ПМИ достигна просечна вредност од 51,5 индексни поени (шест месеци по ред е понизок од долгорочниот просек), во услови на послаби резултати како кај преработувачката индустрија, така и кај услужниот сектор.

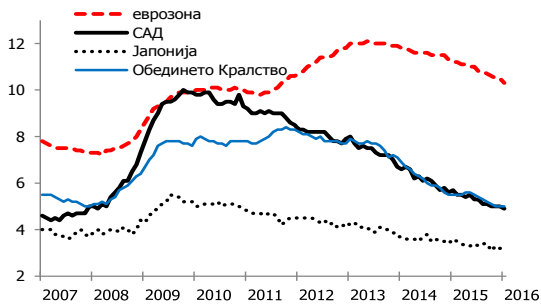
<sup>2</sup> ПМИ (Purchasing Manager's Index - PMI) се засноваат врз анкетни истражувања на репрезентативен примерок на компании од производниот и услужниот сектор и често се користат како високофреквентни показатели за тековната и идната економска активност.





### Стапка на невработеност во развиените економији

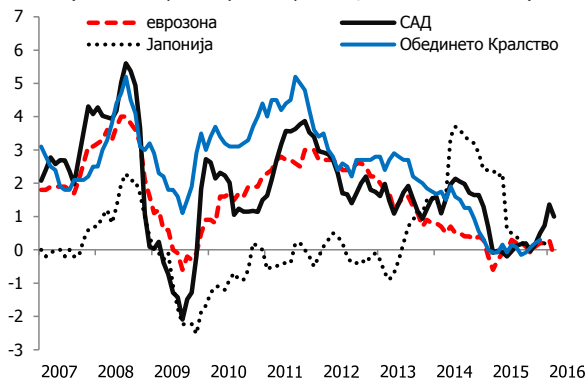
(процент; сезонски прилагодени; месечни податоци)



Извор: Еуростат.

### Стапки на инфлација во развиените земји

(годишни процентуални промени; месечни податоци)



Извор: Еуростат и национални статистички заводи.

Согласно со априлските проекции на ММФ, ризиците околу изгледите за глобалната економија се неповолни, а воедно се поизразени во споредба со претходниот период. Неповолните ризици во најголем дел се поврзани со затегнувањето на условите на финансирање и променливоста на финансиските пазари, чиешто пролонгирање може да има ефекти врз довербата и очекувањата на економските субјекти. Можноста за ненадејни одливи на капитал од брзорастечките економији и нарушување на финансиската стабилност во овие земји, исто така, се оценува како потенцијален неповолен ризик за глобалната економија. Надолен ризик и понатаму е забавувањето на растот на кинеската економија, коешто преку директни и индиректни канали може да има глобални економски ефекти. Закажаниот референдум во Велика Британија за излез од Европската Унија веќе претставува ризик за инвеститорите и закана за нарушување на воспоставените трговски релации. Исто така, фактори на ризик во следниот период претставуваат геополитичките ризици поврзани со случувањата на Средниот Исток.

**Расположливите податоци покажуваат умерено забрзување на глобалната инфлација на почетокот од 2016 година.** По растот од 2,5% во последниот квартал на 2015 година, во јануари 2016 година глобалната инфлација достигна 3,1%. Од развиените земји, забрзување на инфлацијата од 0,6 п.п. е забележано во САД во првиот квартал од 2016 година, во Велика Британија не беа забележани поголеми промени, додека во Јапонија и во евро-зоната инфлацијата забави. Во рамки на брзорастечките земји, забрзување на инфлацијата е забележано во Кина, поголемо забавување на инфлацијата е забележано во Русија, додека кај останатите брзорастечки економији немаше поголеми промени. Според најновите оценки, поголеми инфлациски притисоци не се очекуваат во следниот период.

**Во четвртото тримесечје, економската активност на евро-зоната и натаму закрепнува.** Реалниот квартален раст на БДП изнесуваше 0,3% (исто како и во претходното тримесечје), што услови годишен раст од 1,6%, што, пак, претставува највисок раст од 2011 година. Гледано по одделните компоненти, главен двигател на позитивните економски резултати во четвртиот квартал се бруто-инвестициите (за разлика од вториот и третиот квартал кога нивниот придонес беше



минимален). Во иста насока влијаеше и личната потрошувачка (но со помал придонес од третиот квартал), стимулирана од повисоката куповна моќ на домаќинствата, пред сè како резултат на поволните движења на пазарот на труд, ниските цени на нафтата, како и од олабавувањето на монетарната политика од страна на ЕЦБ. Стапката на невработеност во јануари 2016 година дополнително се намали и се сведе на 10,3%, што е најниско ниво од средината на 2011 година. Сепак, намалувањето на невработеноста се одвива доста бавно, поради што се оценува дека е потребен подолг период пред нејзиното повторно враќање на преткризните нивоа. Забавувањето на растот на брзорастечките економии имаше одраз врз побарувачката за европски производи, што придонесе за негативен придонес на нето-извозот во растот. Од аспект на одделните економии, во Шпанија продолжи трендот на постепено економско закрепнување при солиден квартален раст на БДП (од 0,8%), поттикнат од зголемената домашна побарувачка. Останатите поголеми економии од евро-зоната, Германија, Франција и Италија, остварија поумерен квартален раст на БДП (од 0,3%, 0,3% и 0,1%, соодветно).

**Во текот на првиот квартал од 2016 година, инфлацијата во евро-зоната и натаму е ниска и значително под таргетираната стапка од 2%.** Имено, во овој период, просечната годишна стапка на инфлација изнесува 0,0% и е пониска во споредба со годишната промена во претходниот квартал. Ваквите остварувања произлегуваат од енергетската и прехранбената компонента на индексот, додека базичната инфлација и натаму е на исто ниво како во претходниот квартал.



Извор: Централни банки.

**Во четвртиот квартал од 2015 година, и на почетокот на 2016 година централните банки на развиените земји и натаму спроведуваат приспособлива монетарна политика.** На редовните состаноци во јануари и во март 2016 година, ФЕД ја задржа истата основна каматна стапка, во услови на стабилен економски раст, подобрување на условите на пазарот на труд и очекувања за враќање на инфлацијата кон инфлацискиот таргет до крајот на 2017 година. Сепак, растот на економијата на САД е побавен од очекуваниот, со што и пазарните очекувања упатуваат на одложување на понатамошното зголемување на основната каматна стапка. Спротивно на ФЕД, Европската централна банка



во март 2016 година донесе неколку одлуки за дополнително олабавување на монетарната политика, а со цел да се поттикне економскиот раст и стапката на инфлација да се приближи кон таргетот од 2%. Пакетот мерки на ЕЦБ вклучува намалување на каматната стапка на основните операции за рефинансирање за 5 базични поени на 0%, но и дополнителни монетарни мерки.<sup>3</sup>

Банката на Англија не направи позначителни корекции во монетарната политика, односно го задржа нивото од 0,5% на основната каматна стапка, при што немаше промена и кај програмата за откуп на актива. Банката на Јапонија, на состанокот во јануари 2016 година, презеде дополнителни мерки за олабавување на монетарната политика преку „Квантитативно и квалитативно олабавување на монетарната политика со негативна каматна стапка“, со цел да го постигне таргетот од 2% инфлација<sup>4</sup>.

#### **Прилог 1: Нов пакет мерки на Европската централна банка и Банката на Јапонија во првото тримесечје на 2016 година**

Заради натамошно олабавување на финансиските услови во евро-зоната, на состанокот во март 2016 година, **Европската централна банка**, донесе и нов пакет мерки, којшто вклучува неколку промени.

- 1) Намалување на каматните стапки, односно каматната стапка на основните операции за рефинансирање од 0,05% на 0,00%, депозитната каматна стапка од -0,30% на -0,40% и каматната стапка за обезбедување кредити преку ноќ од 0,30% на 0,25%.
- 2) Зголемување на месечниот откуп на обврзници во рамки на програмата за квантитативно олабавување (од 60 на 80 милијарди евра) започнувајќи од април 2016 година, со вклучување откуп на нефинансиски корпоративни должнички хартии од вредност од евро-зоната со соодветен инвестициски рејтинг;
- 3) Донесена е одлука за спроведување дополнителни четири долгорочни таргетираны операции за рефинансирање (TLTRO II) со рок од четири години, започнувајќи од јуни 2016 година, со каматна стапка на ниво на основната каматна стапка на ЕЦБ. Притоа, за банките коишто ќе ја зголемат кредитната активност во поголем обем од поставениот таргет, на износот над таргетот ќе се примени пониска каматна стапка, но најмногу до нивото на депозитната каматна стапка.

**Банката на Јапонија во јануари 2016 година** вовеле трослоен систем за надомест на средствата на финансиските институции кај централната банка, при што за дел од средствата примени негативна каматна стапка (-0,1%). Воедно, и натаму спроведува експанзивна монетарна политика преку откуп на актива од финансиските институции. Заради ублажување на ефектот од воведувањето негативни каматни стапки и олабавување на финансиските услови, Банката на Јапонија во март направи измени кај операциите за привремен откуп на хартии од вредност (го зголеми износот за откуп на јапонски државни обврзници) и направи дополнителни измени кај новововедениот систем за надомест на средствата на финансиските институции кај централната банка.

<sup>3</sup> Повеќе за мерките види во прилог 1 на овој извештај.

<sup>4</sup> Повеќе за мерките види во прилог 1 на овој извештај.

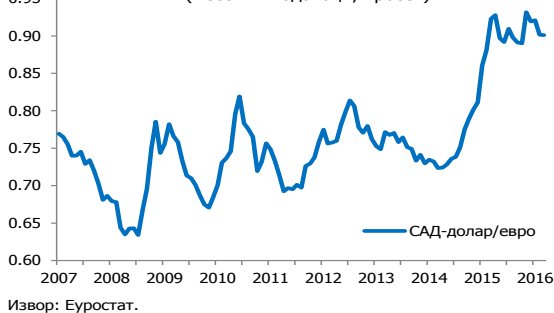


Променливите движења на номиналниот курс на САД-доларот во однос на еврото продолжија и во првиот квартал од 2016 година. За разлика од четвртиот квартал од 2015 година кога доларот апрецира за 1,6% во однос на еврото, во првите три месеци од 2016 година доларот благо депрецира за 0,6%. Ваквите движења на САД-доларот во набљудуваниот период не се во согласност со очекувањата за понатамошна нормализација на монетарната политика на ФЕД. На годишна основа, вредноста на САД-доларот во однос на еврото се намали за 2,4%, при што во март 2016 година, еден САД-долар се разменува за 0,9015 евра.

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

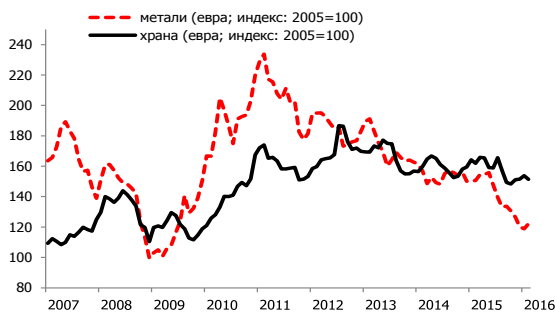


Девизен курс САД-долар/евро  
(месечни податоци, просек)

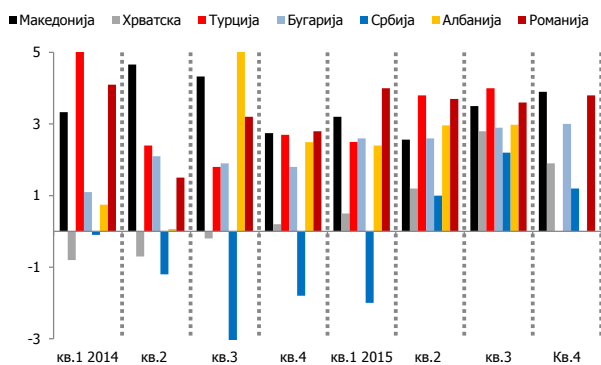
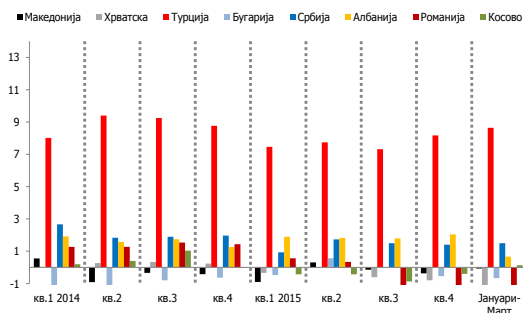


Цената на нафтата се намалуваше и во текот на првиот квартал на 2016 година, кога изнесуваше 31,2 евра, во просек, за барел, што претставува намалување од 21,4% во споредба со претходниот квартал, односно за 35,2% на годишна основа. Во текот на кварталот беа забележани променливи движења. Така, во јануари цената на нафтата го достигна најниското ниво во изминатите 12 години, додека во февруари и март дојде до зголемување на ценовното ниво. Порастот на цените на нафтата во февруари и март всушност е резултат на договорот на земјите членки на ОПЕК да го замрзнат производството на јануарското ниво, проблемите коишто се појавија со производство на нафта во Ирак и Нигерија, како и значителното намалување на производството на нафта од шкрилци во САД. Сепак, понудата на нафта на глобалниот пазар и натаму е висока, како резултат на неединството на земјите членки на ОПЕК коишто најверојатно нема да постигнат договор за значително намалување на производството, како и отстранувањето на санкциите кон Иран од страна на Обединетите нации. На страната на побарувачката, надолен притисок врз цената на нафтата имаа и послабите остварувања на кинеската економија, како и умереното закрепнување на европските економии. Трендот на намалување на цените на неенергетските примарни производи<sup>5</sup> изразени во евра продолжи и во првиот квартал од 2016 година (намалување од 0,4%). Сепак, анализирано по групи,

<sup>5</sup> Ценовниот индекс на неенергетските примарни производи ги вклучува: цените на храната, пијалаците, земјоделските сировини и на металите.

**Цени на храна и на метали**  
(месечни податоци)

Извор: ММФ месечна база на податоци.

**Реален раст на БДП во земјите од регионот**  
(годишни процентуални промени, квартални податоци)Извори: Еуростат и национални статистички заводи.  
\*Според методологијата ЕСА 2010, освен за Турција и Албанија.**Стапки на инфлација во земјите од регионот**  
(годишни процентуални промени)

Извори: Еуростат и национални статистички заводи.

забележани се дивергентни остварувања, односно квартален пад од 1,7% на цените на металите и пораст од 2,2 на цените на храната. Падот на цената на металите главно се должи на послабите остварувања на кинеската економија, како и на високото ниво на понуда на светските берзи. Во однос на цените на металите, одредена промена во трендот се забележува во февруари 2016 година, а особено во март кога на месечна основа цените забележаа раст од 6,4%.

**Економското закрепнување на земјите од регионот продолжи и во четвртиот квартал од 2015 година, но кај дел од земјите забавено.** Српската економија забележа годишен раст од 1,2%, што претставува забавување од 1 п.п. во однос на претходниот квартал, што во најголем дел е резултат на забавувањето на бруто-инвестициите. Слично како српската економија, во четвртиот квартал од 2015 година и хрватската економија забележа забавување на економскиот раст. Така, годишниот раст на БДП во Хрватска изнесуваше 1,9%, или побавен раст за 0,9 п.п. во однос на растот од претходниот квартал. Притоа, во најголем дел забавувањето е резултат на подлабокиот негативен придонес на нето-извозот. Како и во претходниот квартал, така и во четвртиот квартал од 2015 година, солиден економски раст од 3,0% забележа Бугарија, при што, за разлика од претходниот квартал, кога бруто-инвестициите имаа негативен придонес, во последниот квартал нивниот придонес беше позитивен. Романската економија и натаму остварува солидни резултати (раст од 3,8%), што е меѓу највисоките во Европа.

**Трендот на намалување на инфлацијата, што започна во 2015 година, продолжи и на почетокот од 2016 година.** Мерено преку трошоците за живот, повеќето земји остварија или негативни стапки на инфлација, или стапки блиску до 0%. Надолните промени кај енергетската компонента е основниот фактор за дефлациските движења, но за разлика од последниот квартал од 2015 година кога беше забележан благ пораст на цените на храната, на почетокот од 2016 се забележува благ пад и на оваа компонента. Падот на цената на нафтата, исто така, негативно влијаеше врз инфлацијата и во Турција, но депрецијацијата на турската лира придонесе за стапка на инфлација од 8,5% во Турција, во првиот квартал од 2016 година. Во



Романија, цените на храната и натаму значително се намалуваат (пад од 6,7% во март 2016 година), како резултат на намалувањето на стапката на ДДВ. Во Србија, стапката на инфлација во овој период изнесуваше 1,5 и е повисока од останатите земји од регионот, заради благата депрецијација на српскиот динар. Во Албанија, стапката на инфлација изнесуваше 0,7% и претставува најниско ниво во изминатите пет години.

## 1.2. Домашна понуда

***Растот на домашната економија продолжи и во четвртиот квартал на 2015 година, кога БДП се зголеми за 3,9% на годишна основа (квартален раст од 1,1%).*** ***Анализирано по сектори, слично како и во претходниот квартал, носечки сектор на растот во четвртиот квартал е градежништвото, каде што е забележано забрзување на растот на додадената вредност, што е поврзано со силната активност во доменот на нискоградбата, што делумно се објаснува со јавните инвестиции во неколку поголеми инфраструктурни проекти. Значителен придонес кон растот имаат и дејностите „трговија“, „транспорт и сообраќај“, „угостителство“ и „финансиско посредување“. Повисока додадена вредност е карактеристична и за индустрискиот сектор, но сепак придонесот е релативно скромн.***

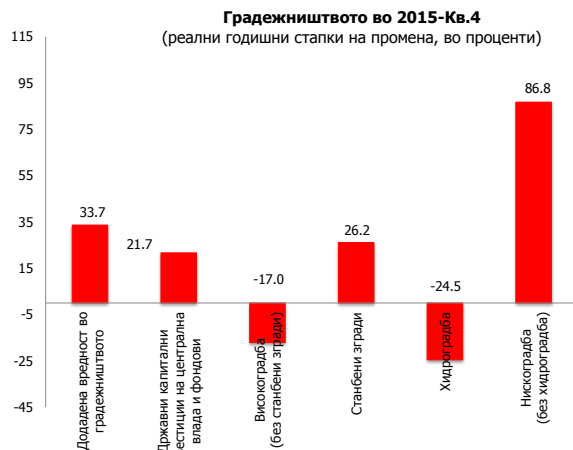
Во четвртиот квартал на 2015 година кварталниот раст на бруто домашниот производ изнесуваше 1,1% (сезонски приспособен), додека на годишна основа БДП се зголеми за 3,9%, што, во споредба со претходниот квартал од годината, претставува мало забрзување на растот. Притоа, носители на годишниот раст се градежништвото и дејностите „трговија“, „транспорт и сообраќај“, „угостителство“ и „финансиско посредување“<sup>6</sup>, а повисока додадена вредност беше забележана и во другите услужни дејности (со исклучок на дејностите „јавна управа и одбрана“ и „уметност“). Во земјоделството, наспроти падот на активността во претходниот квартал, во текот на четвртиот квартал беа забележани поволни поместувања.

<sup>6</sup> Во рамки на објавените податоци за БДП трите дејности „трговија“, „транспорт и сообраќај“ и „угостителство“ се објавуваат збирно, односно не е возможно да се изолира индивидуалниот раст на секоја од нив.

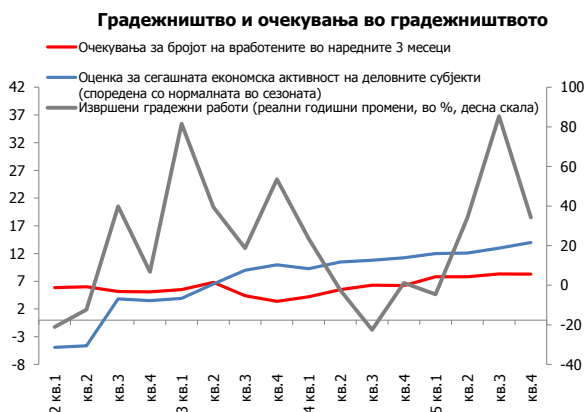


	годишни стапки на раст, во %							придонес во растот на БДП, во п.п.						
	2013	2014	2015	Кв.1 2015	Кв.2 2015	Кв.3 2015	Кв.4 2015	2013	2014	2015	Кв.1 2015	Кв.2 2015	Кв.3 2015	Кв.4 2015
Земјоделство	8.6	2.2	-0.7	0.6	1.0	-4.7	1.2	0.8	0.2	-0.1	0.0	0.1	-0.5	0.2
Индустрија	3.7	20.1	1.4	1.8	0.8	1.1	1.9	0.6	3.0	0.2	0.3	0.2	0.0	0.3
од кои кај преработувачка индустрија	9.6	28.0	-2.0	-9.4	-2.6	1.5	1.2	1.0	2.8	-0.2	-0.9	-0.2	0.0	0.2
Градежништво	12.8	1.8	16.8	5.4	2.8	29.4	33.7	0.7	0.1	1.1	0.3	0.2	1.7	2.0
Трговија, транспорт и сообраќај и угостителство	11.1	1.8	7.3	6.9	6.0	7.8	8.5	1.9	0.3	1.4	1.2	1.2	1.4	1.5
Информации и комуникации	4.8	14.6	4.6	8.7	3.2	3.3	3.6	0.2	0.5	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1
Финансиско посредување	-1.4	11.3	11.8	8.3	12.2	11.7	14.9	0.0	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3	0.5
Дејности во врска со недвижен имот	-1.3	2.8	1.9	1.1	2.8	1.9	1.9	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
Административни и помошни услужни дејности	9.6	9.9	12.7	8.6	12.1	15.9	14.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
Јавна управа	-7.5	2.1	-2.0	-0.4	-1.0	-3.1	-3.7	-1.1	0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4
Уметност	12.7	12.4	-8.7	4.8	-3.1	-13.6	-22.1	0.3	0.3	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.6
<b>Бруто-домашен производ</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>							

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.



Извор: Државен завод за статистика и Министерство за финансии.



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

**Два квартала по ред градежништвото е носечки сектор на економскиот раст, при што во четвртиот квартал е забележано дополнително забрзување на годишниот раст на додадена вредност.** Солиден раст е остварен и на квартална основа, но поумерен во споредба со претходниот квартал<sup>7</sup>. Поволни поместувања беа забележани во сите домени од градежниот сектор, но сепак, најголемиот дел од растот се објаснува со зголемената активност во доменот на нискоградбата во услови на остварување на дел од неколку поголеми јавни, инфраструктурни проекти. Резултатите од Анкетата за деловните тенденции во градежништвото<sup>8</sup>, исто така, упатуваат на раст на активноста во овој сектор при поповолни оценки за сегашната економска и финансиска состојба во претпријатијата (во однос на истиот период од минатата година), а како фактори чие ограничувачко влијание е значително намалено, раководителите ги истакнуваат факторите на страната на побарувачката и временските услови. Од друга страна, фактори чие ограничувачко влијание е зголемено во четвртиот квартал се недостигот на обучен кадар и зголемените трошоци за производство (трошоци за труд, материјали и финансиски трошоци). **Се очекува дека поволните поместувања во овој сектор ќе продолжат и во првиот квартал на 2016 година,** имајќи го предвид продолжувањето на двоцифрениот раст на вредноста на извршени градежни работи. Исто така, согласно со податоците од анкетното истражување спроведено во четвртиот квартал на 2015 година, раководителите на претпријатијата имале поповолни очекувања во поглед на обемот на нарачки за наредниот тримесечен период, што исто така упатува на

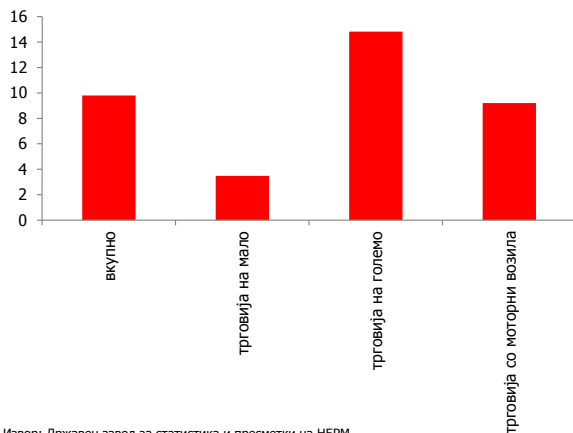
<sup>7</sup> Анализирано на сезонски приспособена основа.

<sup>8</sup> Се однесува на анкетите спроведени во четвртиот квартал на 2015 година.

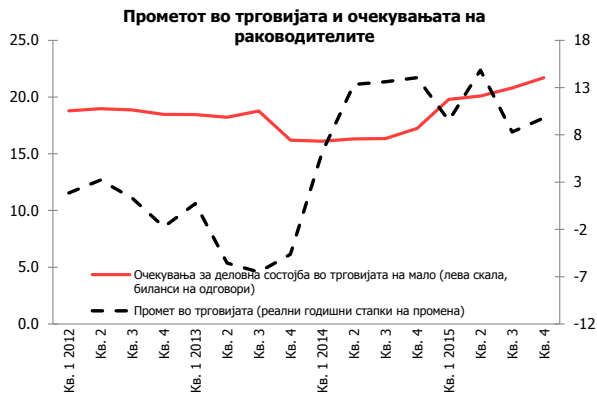


натамошен раст на градежната активност.

**Промет во трговијата 2015 - Кв.4**  
(реални годишни стапки на промена, во %)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

**Растот на активноста во трговијата, којшто беше карактеристичен за првите три квартали од годината, продолжи и во последното тримесечје<sup>9</sup>.** Гледано преку податоците за вкупниот промет во трговијата, годишниот раст умерено забрзува во четвртиот квартал. Повторно најголемиот дел од растот се објаснува со зголемениот промет во доменот на трговијата на големо, чијшто раст дополнително забрза во четвртиот квартал. Умерено забрзување на растот е забележано и кај трговијата на мало. Поволните движења во овој домен се потврдуваат и преку резултатите од Анкетата на раководителите во трговијата на мало<sup>10</sup> спроведена во четвртиот квартал. Резултатите упатуваат на поповолни оценки за тековната деловна и финансиска состојба на претпријатијата од страна на раководителите. Од аспект на факторите коишто влијаеле врз активноста во овој сектор, раководителите го нагласуваат значајното подобрување во доменот на побарувачката, додека како фактори чие ограничувачко влијание било поизразено во четвртиот квартал ги посочуваат недостигот на продажен простор и зголемените трошоци за труд (во споредба со истиот период од претходната година). **Се очекува дека поволните остварувања во трговијата ќе продолжат и во првиот квартал од годината.** Имено, податоците за прометот во трговијата во периодот јануари-февруари 2016 година упатуваат на натамошен раст на вкупниот промет, при позначително засилување на растот на вредноста на прометот во трговијата на мало. Овие движења се совпаѓаат со резултатите од Анкетата на раководителите во трговијата на мало во четвртиот квартал, каде што раководителите изразуваат поповолни очекувања за бројот на вработените и за деловна состојба на претпријатијата во наредните три до шест месеци.

**Во поглед на движењата во секторот „сообраќај и врски“,** показателите за последното тримесечје од годината даваа

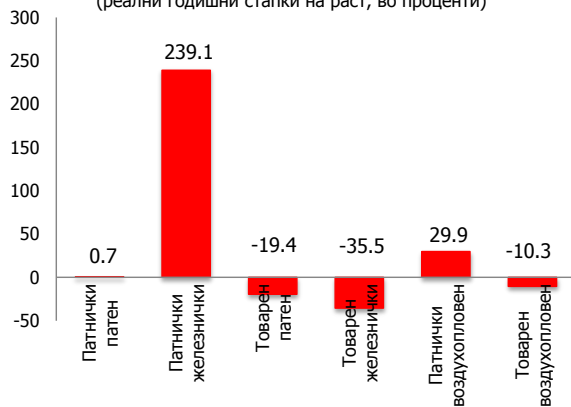
<sup>9</sup> Анализата за движењата во трговијата е направена врз основа на податоците за прометот во трговијата.

<sup>10</sup> Од Анкетата за деловните тенденции во трговијата на мало на ДЗС за четвртиот квартал на 2015 година. Билансот на одговорите претставува разлика помеѓу пондерираниите 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.

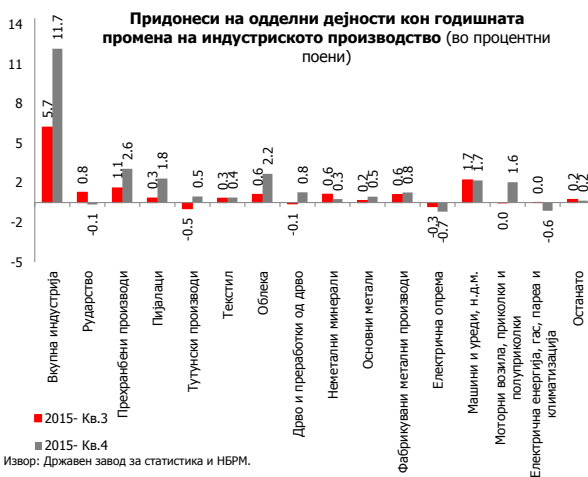




### Сообраќајот и врските во 2015 - Кв.4 (реални годишни стапки на раст, во проценти)



Извор: Државен завод за статистика.



Извор: Државен завод за статистика и НБРМ.

различни сигнали. Имено, висок раст е остварен кај железничкиот патен сообраќај (делумно заради зголемената побарувачка за овој тип услуга заради бегалската криза). Зголемена активност се забележува и кај воздухопловниот патен сообраќај и патничкиот патен сообраќај. Од друга страна, кај товарниот сообраќај продолжи трендот на намалување на обемот на сите типови товарен сообраќај. **Малиот број високофреквентни показатели оневозможува формирање прецизна оцена во поглед на движењата во секторот „сообраќај и врски“ во текот на првиот квартал, иако тековно расположливите податоци упатуваат на раст на активноста, при висок годишен раст на патничкиот железнички сообраќај.**

**Поволни поместувања во текот на четвртиот квартал имаше и во индустрискиот сектор, каде што е забележан умерен годишен раст на додадената вредност.** Од друга страна, на квартална основа, по високиот раст во претходниот квартал, додадената вредност во овој сектор во четвртиот квартал од 2015 година е пониска. Главен носител на годишниот раст во индустријата е преработувачката индустрија<sup>11</sup>. Од аспект на одделните дејности во рамки на преработувачката индустрија, значаен придонес кон растот во четвртиот квартал има производството на машини и уреди и моторни возила, односно дејностите каде што произведуваат извозните капацитети со странски капитал. Исто така, висок придонес кон растот доаѓа и од традиционалните економски сектори како што се индустријата за прехранбени производи, пијалаци и облека. Во прилог на подобрите остварувања во преработувачката индустрија се и резултатите од **Анкетата за деловните тенденции во преработувачката индустрија**<sup>12</sup>, каде што раководителите поповолно ја оценуваат економската состојба на своите претпријатија, при подобра оценка за обемот на нивното производство во претходните три месеци и пораст на просечното искористување на капацитетите во четвртиот квартал од годината. Од аспект на ограничувачките фактори, раководителите на претпријатијата оценуваат дека финансиските проблеми и

<sup>11</sup> Анализата по дејности е направена врз основа на податоците за индустриското производство.

<sup>12</sup> Се однесува на анкетите спроведени во текот на четвртиот квартал на 2015 година.



Извор: Државен завод за статистика.

\* очекувањата од Анкетите спроведени во јануари и февруари 2016 година.

неизвесното економско опкружување се фактори чиешто ограничувачко влијание се намалило во четвртиот квартал, додека недостигот на квалификувана работна сила и недоволната домашна побарувачка се истакнуваат како фактори со изразено негативно влијание (наспроти истиот период од претходната година). Наспроти поволните движења во преработувачката индустрија, во **рударството** и во секторите „**снабдување со електрична енергија, гас, пареа и климатизација**“ е забележан пад на производството.

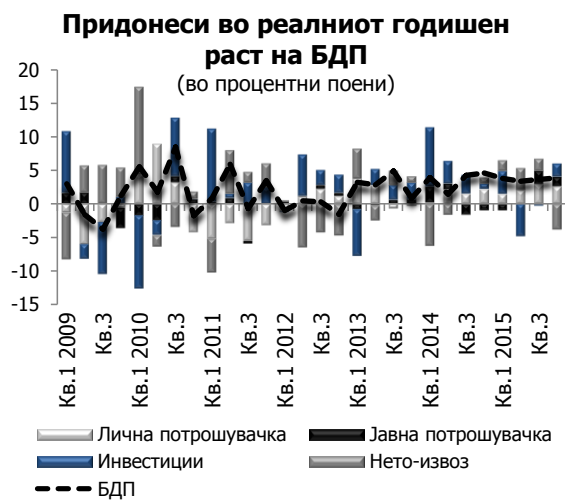
**Расположливите податоци за индустрискиот сектор за периодот јануари – февруари 2016 година упатуваат на продолжување на поволните движења и во текот на првиот квартал.** Имено, во првите два месеца од првиот квартал, индустриското производство забележа просечно годишно зголемување од 11,7%, при што и во двата месеца активноста оствари високи стапки на раст. Притоа, растот произлегува главно од преработувачката индустрија, а мал раст на производството се забележува и кај рударството и снабдувањето со електрична енергија. Во прилог на поволните движења во преработувачката индустрија се и резултатите од анкетните истражувања спроведени во јануари и февруари, коишто упатуваат на натамошно зголемување на степенот на искористување на капацитетите, како и на пооптимистички согледувања во поглед на обемот на производството и бројот на вработени во наредниот тримесечен период.

### 1.3. Агрегатна побарувачка

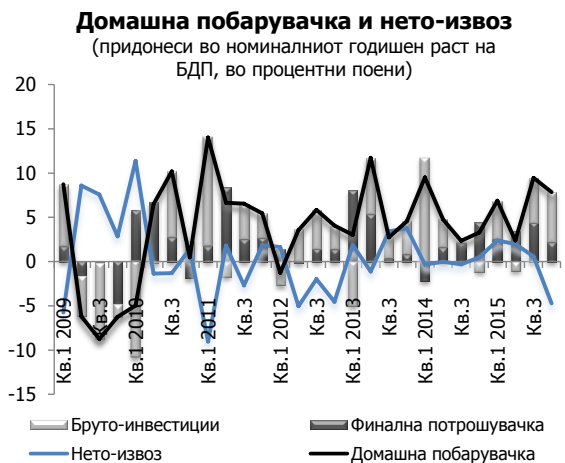
**Бруто домашниот производ растеше и во последниот квартал на 2015 година, со годишна стапка од 3,9%, што претставува малку повисок раст од забележаниот во претходниот квартал. Солидниот раст на економската активност упатува на засега ограничено влијание од неизвесноста поврзана со домашните политички случувања и со глобалното окружување. Структурната анализа покажува дека растот во последното тримесечје во целост произлегува од домашната побарувачка, додека нето-извозот имаше негативен придонес, за разлика од претходните неколку квартали кога влијаеше позитивно. Во однос на поединечните компоненти, потрошувачката на домаќинствата е компонента со највисок индивидуален придонес кон**



**растот во последниот квартал, поддржана од поволните движења на пазарот на труд, од пониските потрошувачки цени коишто позитивно се одразија врз реалниот расположлив доход и од натамошната кредитна поддршка на населението. Бруто-инвестициите исто така забележаа раст, што најверојатно во значителен дел го одразува остварувањето на јавните проекти од стратешки интерес, а позитивен придонес кон растот во четвртиот квартал имаше и јавната потрошувачка. Извозната побарувачка и натаму бележи раст, но тој побавен во однос на претходниот квартал и во голема мерка произлегува од извозната активност на новите капацитети. Растот на домашната и извозната побарувачка делуваа и врз увозот, којшто и натаму засилено расте во последното тримесечје.**



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

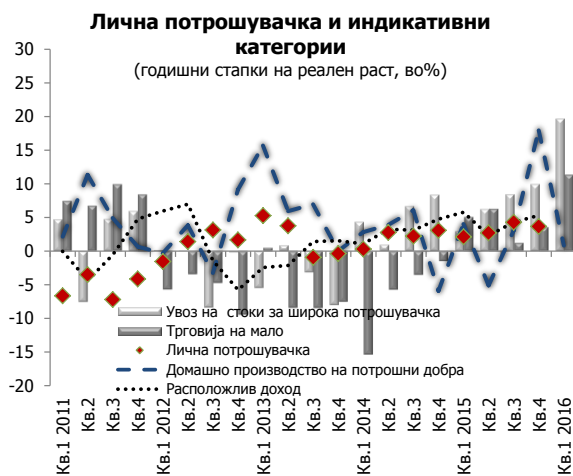
Во последниот квартал на 2015 година, бруто домашниот производ (БДП) порасна за 1,1% во однос на претходниот квартал (сезонски приспособено) и за 3,9% во однос на истиот период од претходната година, што е малку побрз раст во однос на претходното тримесечје. Растот се должи на домашната побарувачка, а воедно солиден позитивен придонес имаше и извозот. Потрошувачката на домаќинствата, поддржана од поволните движења на пазарот на труд, како и од кредитната активност насочена кон овој сегмент, беше главен носител на растот. Паралелно, по падот во претходното тримесечје, бруто-инвестициите во четвртиот квартал се вратија во зоната на позитивните годишни промени, што најверојатно произлегува од остварувањето на јавните инфраструктурни проекти, имајќи го предвид високиот раст на вредноста на извршените градежни работи. Во истиот период, беше забележан раст и во доменот на јавната потрошувачка. Во четвртиот квартал, и извозот забележа раст, но поумерен во споредба со просечниот забележан во претходниот двегодишен период, кога оваа компонента постојано беше главен носител на растот. Ваквите поместувања на страната на домашната и на извозната побарувачка доведоа и до зголемување на увозот, при што придонесот на нето-извозот во четвртиот квартал беше негативен.



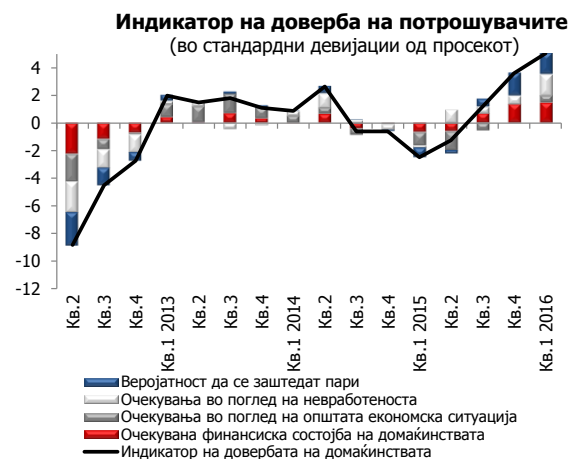
Годишни стапки на реален раст (во %)								Придонеси кон годишниот реален раст (во п.п.)						
	2013	2014	2015	2015-Кв.1	2015-Кв.2	2015-Кв.3	2015-Кв.4	2013	2014	2015	2015-Кв.1	2015-Кв.2	2015-Кв.3	2015-Кв.4
Лична потрошувачка	1.9	2.1	3.2	2.1	2.7	4.3	3.6	1.4	1.5	2.2	1.5	2.0	2.9	2.5
Јавна потрошувачка	0.5	1.0	4.6	-5.6	0.7	15.4	9.7	0.1	0.2	0.8	-1.1	0.1	2.3	1.6
Извоз на стоки и услуги	6.1	18.2	4.6	2.7	6.8	4.6	4.1	2.8	7.9	2.2	1.3	3.3	2.2	2.0
Увоз на стоки и услуги	2.2	16.0	2.4	-0.5	0.4	0.9	8.3	-1.4	-9.8	-1.6	0.2	-0.1	-0.8	-5.5
Бруто инвестиции	0.5	13.1	0.1	11.0	-14.9	-1.1	5.5	0.1	3.8	0.0	3.3	-4.6	-0.2	1.8
Домашна потрошувачка	1.3	4.7	2.5	3.4	-2.2	4.1	4.9	1.6	5.5	3.0	3.7	-2.5	4.9	5.9
Нето-извоз*	-6.9	10.1	-3.9	-8.2	-14.9	-14.9	20.4	1.3	-1.9	0.6	1.5	3.1	1.5	-3.5
Статистичка дискрепанца											-1.4	2.7	-2.8	1.5
<b>БДП</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>

\* 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 четвртиот квартал на 2015 година, потрошувачката на домаќинствата забележа квартално зголемување од 0,6% (сезонски приспособено) и реален годишен раст од 3,6%, којшто е малку побавен од растот во претходниот квартал. Притоа, како и во претходниот квартал, потрошувачката на домаќинствата е главен двигател на растот, поддржана од поволните движења на пазарот на труд, а дополнителна поддршка беше обезбедена и преку пониските потрошувачки цени, што најверојатно позитивно се одrazilo врз потрошувачкиот оптимизам на домаќинствата. Покрај поволните движења на страната на компонентите на расположливиот доход, во четвртиот квартал продолжи и реалниот раст на кредитирањето на населението, главно во вид на потрошувачки кредити.

Повеќето од најновите високофреквентни податоци упатуваат на натамошен раст на личната потрошувачка во првиот квартал на 2016 година<sup>13</sup>. Имено, на ова 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 активност<sup>14</sup> соодветствува со оценките на банките за умерено олеснување на вкупните кредитни услови на населението и мало зголемување на побарувачката за кредити во овој период. Од останатите

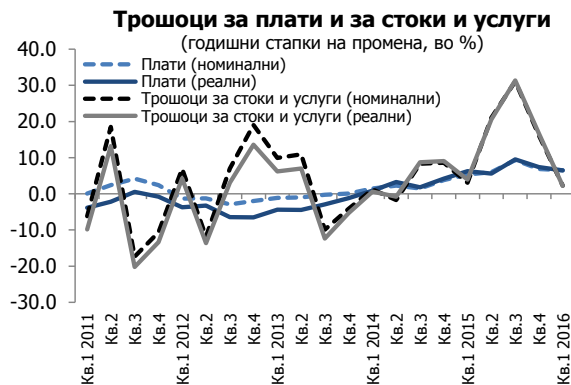
<sup>13</sup> Анализата на движењето на нето приватните трансфери е направена со јануарски податоци. Останатите фактори се анализирани заклучно со нивните февруарски остварувања.

<sup>14</sup> Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ, април 2016 година.



високофреквентни податоци на личната потрошувачка, дополнителни позитивни сигнали доаѓаат и од трговијата на мало, како и од увозот на стоки за широка потрошувачка. Исто како и краткорочните показатели, и сигналите од анкетните истражувања за довербата на потрошувачите<sup>15</sup>, спроведени во првиот 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 последниот квартал на 2015 година, јавната потрошувачка забележа квартален раст од 1,0% (сезонски приспособено) и релативно висок реален годишен раст од 9,7%. Сепак, реалниот годишен раст е побавен во споредба со вонредно високиот раст од претходниот квартал. Реалниот годишен раст главно произлегува од високиот раст на расходите за стоки и услуги и од повисоките трошоци за плати.

Податоците за јануари-февруари 2016 година упатуваат на годишно зголемување на јавната потрошувачка и во првиот квартал, во услови на зголемување на трошоците за плати за вработените во јавниот сектор, на трансферите за здравствена заштита<sup>16</sup>, како и на раст на расходите за стоки и услуги.

### 1.3.3. Инвестициска потрошувачка

Во последниот квартал на 2015 година, бруто-инвестициите забележаа квартален раст од 9,3% (сезонски приспособено), како и раст на годишна основа од 5,5%, којшто доаѓа по минималниот пад забележан во претходниот квартал. Зголемената инвестициска активност во овој период е во согласност со позитивните движења на двете најзначајни индикативни категории за инвестиции во основни средства, односно извршените градежни работи, како и увозот на машини и опрема. Притоа, растот на градежната активност е резултат на растот во доменот на нискоградбата, што главно се

<sup>15</sup> Анкета на Европската комисија за потрошувачкиот оптимизам заклучно со февруари 2016 година.

<sup>16</sup> Поголем дел од овие средства се однесуваат на расходи за стоки и услуги.



поврзува со инвестициите во патната инфраструктура. Увозот на капитални производи, што претставува показател за инвестициите во машини и опрема, и во четвртиот квартал и натаму расте со забрзано темпо. Најголемиот дел од останатите краткорочни показатели за инвестициите, исто така, бележат позитивни поместувања. Засилен раст во последниот квартал на 2015 година е забележан кај домашното производство на капитални производи, кај корпоративните кредити на банките, како и кај расходите на државата за капитални инвестиции.

**Повеќето од сигналите од расположливите високофреквентни податоци упатуваат на натамошен раст<sup>17</sup> на бруто-инвестициите во првиот квартал на 2016 година.**

Се очекува дека поддршката од градежниот сектор кон вкупната инвестициска побарувачка ќе продолжи и во наредниот период, имајќи ги предвид пооптимистичките очекувања на раководителите во градежниот сектор од аспект на вкупните порачки, продажните цени и бројот на вработени<sup>18</sup>. Во оваа насока е остварениот висок раст на извршените градежни работи во јануари 2016 година. Раст се очекува и кај инвестициите во основни средства на корпоративниот сектор, на што упатуваат зголемената искористеност на капацитетите во преработувачката индустрија, надолнето со солидното долгорочно кредитирање на претпријатијата од страна на банките како резултат на оценките на банките за натамошно олеснување на вкупните кредитни услови за одобрување корпоративни кредити, при непроменета побарувачка за кредити во овој период<sup>19</sup>. Исто така, во јануари-февруари 2016 година, поволни поместувања се забележани кај увозот на стоки за инвестиции и домашното производство на капитални добра.



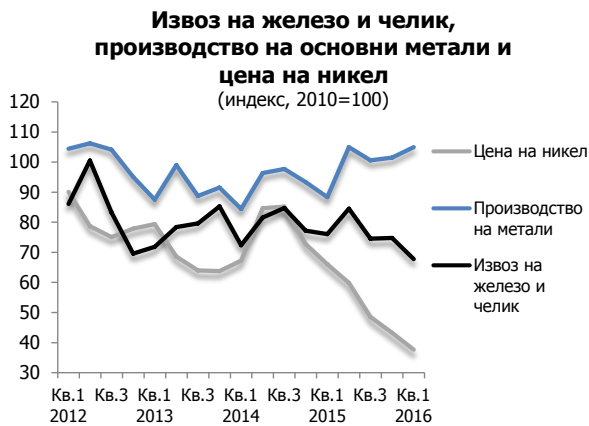
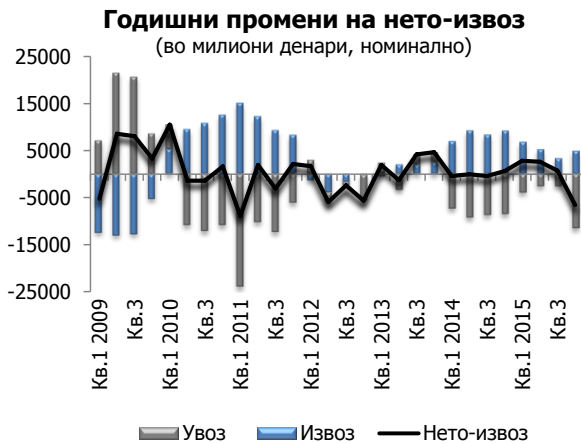
<sup>17</sup> Податоците за извршените градежни работи и странските директни инвестиции се анализирани заклучно со јануари, додека, пак, за останатите индикативни категории, пресечен датум е февруари.

<sup>18</sup> Се однесува на анкетите спроведени во четвртиот квартал на 2015 година.

<sup>19</sup> Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ, април 2016 година.



### 1.3.4. Нето извозна побарувачка



**Движењата во надворешниот сектор во текот на последниот квартал се разликуваа во споредба со поместувањата коишто беа карактеристични за претходните квартали.** Имено, во услови на послаб раст на извозот од увозот, дефицитот во размената со странство се зголеми, така што нето-извозот во последниот квартал на 2015 година имаше негативен придонес кон растот на БДП, наспроти претходните четири квартали, кога ефектот беше позитивен. **Реалниот извоз на стоки и услуги** забележа годишен раст од 4,1% (мало забавување на годишниот раст) и квартално зголемување (квартален раст од 4,8%, сезонски приспособено). Годишниот раст, главно произлегува од зголемениот извоз на новите производствени капацитети. Од друга страна, неповолната конјunktура на пазарот на метали делуваше неповолно врз извозната активност на металопреработувачката индустрија. **Увозот на стоки и услуги** во реални показатели, во четвртиот квартал, се зголеми за 8,3% на годишна основа, што претставува значително забрзување во однос на динамиката забележана во претходното тримесечје. Исто така, на квартална основа е забележано зголемување на увозот од 9,1% (сезонски приспособено).

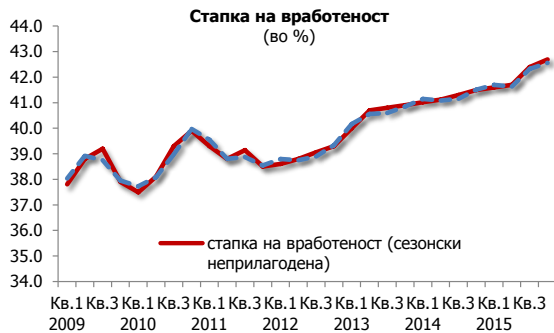
**Се очекува дека продлабочувањето на трговскиот дефицит ќе продолжи и во првиот квартал на 2016 година.** Имено, номиналните податоци за надворешнотрговската размена за јануари-февруари 2016 година упатуваат на проширување на дефицитот во првиот квартал на 2016 година. Зголемувањето на трговскиот дефицит е резултат на повисокиот увоз од извозот на стоки.

## 1.4. Вработеност и плати

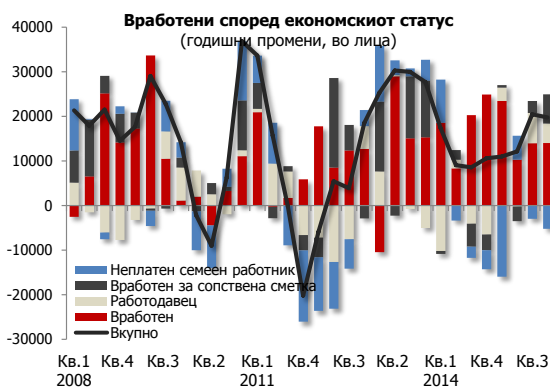
**Позитивните поместувања кај клучните показатели на пазарот на трудот продолжија и во последното тримесечје на 2015 година, тенденција што е присутна веќе подолг период во континуитет. Имено, бројот на вработени лица се зголеми за 2,8%, што претставува втора највисока забележана годишна стапка на раст од 2014 година наваму. Исто така, значително надолно приспособување се забележува кај стапката на невработеност. Во четвртото тримесечје, годишно подобрување бележат и показателите на конкурентноста. Така, продуктивноста на трудот и натаму се**



**зголемува, при истовремено надолно приспособување на трошоците за работна сила. Агрегираните сигнали од анкетите за деловните тенденции посочуваат на зајакнат оптимизам во поглед на вработеноста во наредниот тримесечен период.**



Извор: Државен завод за статистика, Анкета за работна



Во четвртото тримесечје, бројот на вработени лица се зголеми за 2,8% на годишна основа, што претставува втор раст по јачина од 2014 година наваму. Вработеноста забележа и квартално зголемување (од 0,6%<sup>20</sup>), што, пак, претставува извесно забавување во однос на темпото забележано во претходното тримесечје. Годишниот раст на бројот на вработени во целост се поврзува со услужниот сектор. Набљудувано по сектори на дејности, најголемиот дел од растот ги одразува движењата во „трговијата“, по што следуваат другите комунални, културни, општи и лични услуги, како и поместувањата во пошироко дефинираната јавна администрација<sup>21</sup>. Од аспект на економскиот статус<sup>22</sup>, растот во најголем дел произлегува од категоријата вработени лица. Ваквите придвижувања условија раст на стапката на вработеност од 1,2 п.п. на годишна основа, со што таа достигна 42,7%. Во прилог на позитивните остварувања кај вработеноста се и резултатите од Анкетата за слободни работни места<sup>23</sup>. Имено, бројот на слободни работни места, како дополнителен показател за движењето на побарувачката за работна сила, во последниот квартал бележи годишен раст од 14%. Раст забележа и стапката на слободни работни места<sup>24</sup>, достигнувајќи 1,50%. Притоа, „рударството“, сместувачките и сервисните дејности со храна, како и дејностите на здравствена и социјална заштита се издвојуваат според интензитетот на годишниот

<sup>20</sup> Анализата на кварталната динамика на вработеноста, невработеноста и на вкупното активно население е направена врз основа на сезонски приспособените податоци.

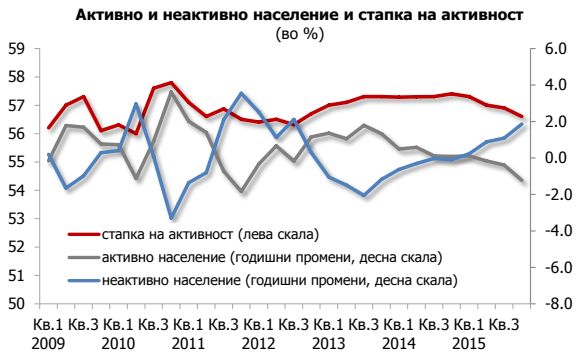
<sup>21</sup> Поточно, јавната администрација, одбраната и задолжителното социјално осигурување; образованието, како и здравството и социјалната работа.

<sup>22</sup> 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).

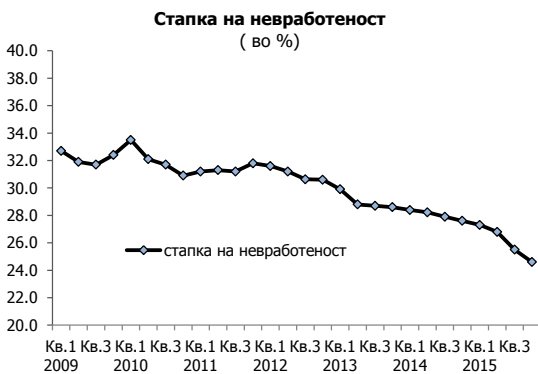
<sup>23</sup> Државниот завод за статистика за првпат во 2012 година започна да ја спроведува Анкетата за слободните работни места како дел од истражувањата на пазарот на трудот. Целта на Анкетата е квартално информирање за слободните работни места во претпријатијата во Република Македонија, како важен показател за макроекономските движења и политиките на пазарот на трудот.

<sup>24</sup> 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.





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



Извор: Државен завод за статистика.



Извор: Државен завод за статистика.

прираст на стапката на слободни работни места.

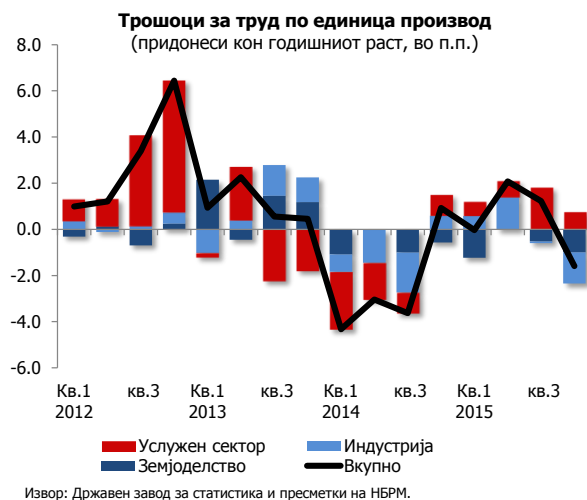
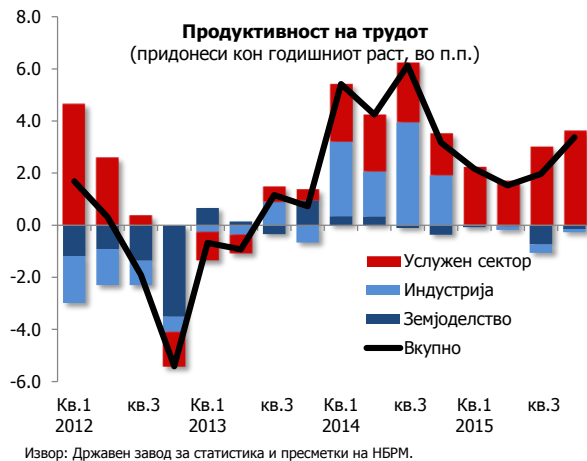
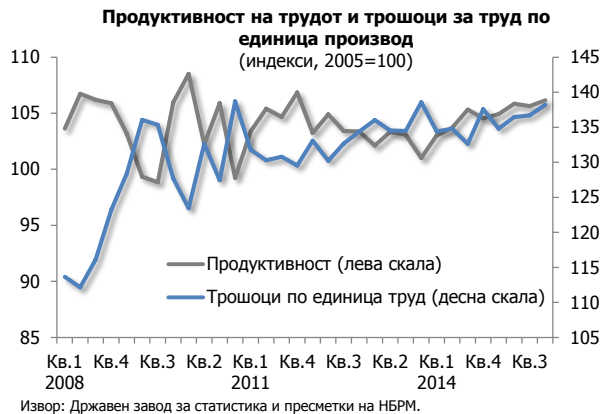
**Во поглед на изгледите за вработување на кус рок,** агрегираните сигнали од анкетите за деловните тенденции<sup>25</sup> посочуваат на зајакнат оптимизам кај раководителите на деловните субјекти.

**Во четвртото тримесечје, понудата на работна сила се намали за 1,2%, што претставува продлабочување на негативната годишна динамика забележана во претходните два квартала.** Падот забележан кај активното население, при истовремен посилен раст на бројот на неактивни баратели на вработување, доведе до надолно приспособување на стапката на активност, од 57,4% во истиот период на 2014 година на 56,6%, што претставува најниско забележано ниво во последните три години.

**Во четвртото тримесечје, значително зајакнатата побарувачка во услови на намалена понуда на работна сила доведе до забрзување на падот на невработеноста.** Имено, бројот на невработени лица во последното тримесечје се намали за 11,9% на годишна основа, со што стапката на невработеност забележа пад од 3 п.п., сведувајќи се на историски најниско ниво (24,6%).

**Просечните исплатени плати во четвртиот квартал забележаа годишен раст, но побавен во однос на забележаниот во претходниот тримесечен период.** Имено, номиналните нето и бруто-плати во последното тримесечје се повисоки за 1,8% и 2%, соодветно. Притоа, нагорно приспособување на платите има во сите три главни сектори. Од аспект на одделните потсектори на дејности, според јачината на позитивната промена се издвојува сегментот „уметност, забава и рекреација“, понатаму, административните и помошните услужни дејности, како и другите услужни дејности. По стагнацијата забележана во претходното тримесечје, номиналните нето и бруто-плати забележаа зголемување на квартална основа. **Во последното**

<sup>25</sup> Извор: Државен завод за статистика, анкети за деловните тенденции во преработувачката индустрија (декември 2015 година), градежништвото (четврт квартал на 2015 година) и во трговијата (четврт квартал на 2015 година).



тримесечје, во услови на натамошно намалување на општото ценовно ниво, реалните нето и бруто-плати остварија годишен раст од 2,3% и 2,5%, соодветно, што претставува извесно забавување во однос на динамиката забележана во претходниот тримесечен период, што, пак, во целост се поврзува со забавувањето кај номиналните плати. Воедно, номиналниот раст на платите при натамошно намалување на општото ценовно ниво доведе до квартално зголемување на реалните нето и бруто-плати од 1,9% и 1,8%, соодветно.

**Продуктивноста на трудот во четвртиот квартал бележи годишен раст од 3,4%<sup>26</sup>, што претставува забрзување на растот, во споредба со претходното тримесечје.** Притоа, со ваквото остварување се заокружуваат десет квартали на непрекинато одржување на овој показател во зоната на позитивни промени. Растот на продуктивноста доаѓа во услови на посилен годишен раст на економската активност од растот на вработеноста. Набљудувано секторски, годишното зголемување на продуктивноста во целост се поврзува со услужниот сектор. Воедно, продуктивноста забележа раст и на квартална основа, при посилен раст на економската активност од растот на вработеноста. **Трошоците за труд по единица производ, за првпат по четири квартали на раст или стагнација, бележат намалување од 1,6% на годишна основа.** Надолното приспособување доаѓа во услови на посилен раст на продуктивноста од растот на бруто-платите. Падот на трошоците за труд по единица производ на годишна основа во целост произлегува од поместувањата во индустријата и во земјоделството. По стагнацијата во претходното тримесечје, трошоците за работната сила забележаа раст на квартална основа, при посилен раст на бруто-платите од растот на продуктивноста.

<sup>26</sup> Вкупната продуктивност се пресметува како сооднос помеѓу збирот на додадените вредности од одделните сектори коишто влегуваат во пресметката во однос на бројот на вработени во тие сектори. Притоа, вкупниот БДП во четвртиот квартал од 2015 година бележи годишен раст од 3,9%, но збирот од додадените вредности на одделните сектори расте за 6,1%. Вработеноста се зголемува за 2,8%, па оттука продуктивноста расте за 3,4%.

## 1.5. Инфлација

**Глобалниот амбиент на генерално ниски цени на примарните производи беше карактеристичен и за првиот квартал на 2016 година. Светските цени на енергијата и храната и натаму се намалуваат, што се одрази и врз домашните потрошувачки цени на овие категории. Така, овие ценовни компоненти забележаа пад и во првиот квартал, со што и вкупната стапка на инфлација, трет квартал последователно е во негативната зона. Просечното годишно намалување на цените во првиот квартал на 2016 година изнесуваше 0,1%. Наспроти ваквите движења кај енергетската компонента и храната, базичната инфлација и понатаму бележи раст. Што се однесува до цените на производителите на индустриски производи на домашниот пазар, во првите два месеца од кварталот тие и натаму се намалуваат, главно под влијание на ниските цени на увезените сировини, иако видливо е позначително забавување на падот. Во поглед на очекувањата за идниот период, Анкетата за инфлациските очекувања спроведена во март упати на непроменети инфлациски очекувања во однос на претходниот квартал. Гледано според динамиката, како и во претходниот квартал, испитаниците очекуваат умерено забрзување на инфлацијата во 2016 и 2017 година.**



**Намалувањето на домашните потрошувачки цени продолжи и во првиот квартал од 2016 година, кога, на годишна основа, цените се намалија за 0,1%, во просек.** Анализирани според компонентите, намалувањето на цените во првиот квартал во најголем дел се должи на енергетската компонента, пред сè заради пониските цени на течните горива и мазива, согласно со постојано ниските цени на нафтата на светските берзи, како и на цените на храната, главно одразувајќи ги пониските цените на зеленчукот. Од друга страна, базичната инфлација во првиот квартал бележи раст, при раст на цените кај неколку категории во рамки на индексот, а најголем придонес имаат повисоките цени на тутунот<sup>27</sup> и цените на производите за одржување на домовите.

За разлика од домашната, **странската ефективна инфлација<sup>28</sup> следи нагорна патека**, односно во првиот квартал изнесува 0,3% наспроти 0,1% во претходниот квартал.

<sup>27</sup> Акцизата на цигарите од 1 јули 2014 година се зголеми за 0,15 денари за цигара, при што е предвидено зголемување на акцизата секоја година, а од 1 јули 2016 година па заклучно со 1 јули 2023 година е предвидено секоја година да се зголемува за 0,20 денари.

<sup>28</sup> 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. Пондерационата 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.



### Инфлација и цени на храната и енергијата (годишни промени, во %)



	(годишни промени, во %)								(придонеси кон годишните промени, во п.п.)							
	2014	2015				2015	2016	2014	2015				2015	2016		
		Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4		Кв.1	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	2015	Кв.1	2016		
Индекс на потрошувачки цени - вкупно	-0.3	-0.9	0.4	-0.2	-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.9	0.4	-0.2	-0.4	-0.3	Кв.1		
Храна	-0.9	0.1	1.0	0.2	-0.8	0.1	-1.0	-0.3	0.0	0.4	0.1	-0.3	0.1	-0.4		
Цени на енергија	-1.4	-4.5	-2.3	-5.2	-4.4	-4.1	-3.5	-0.2	-0.7	-0.3	-0.8	-0.6	-0.6	-0.5		
Електрична енергија	0.4	3.6	3.6	-0.4	-0.4	1.5	-0.4	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0		
Централно греење	-8.7	-3.7	-3.7	-8.8	-11.6	-6.8	-18.3	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		
Течни горива и мазиwa	-3.9	-20.1	-13.3	-17.1	-15.3	-16.5	-10.2	-0.2	-0.9	-0.6	-0.8	-0.6	-0.7	-0.4		
Храна и енергија (волатилни цени)	-1.1	-1.2	0.1	-1.3	-1.8	-1.1	-1.7	-0.6	-0.6	0.0	-0.7	-0.9	-0.6	-0.9		
Базична инфлација (без храна и енергија)	0.6	-0.5	0.7	1.0	1.0	0.6	1.7	0.3	-0.2	0.3	0.5	0.5	0.3	0.8		

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

### Променлива (храна и енергија) и базична инфлација



### Странски ефективни\* и домашни цени на храна



Анализирано според динамиката, во првиот квартал од годината, годишниот пад на потрошувачките цени забавува во споредба со претходниот квартал што, во најголем дел, се објаснува со забрзаниот раст на базичната инфлација, а определено влијание има и забавениот пад на цените на енергетската компонента. Во спротивна насока влијаеја цените на храната, чиј пад во првиот квартал се засили. **Базичната инфлација во првиот квартал изнесуваше 1,7% на годишна основа** (наспроти 1% во четвртиот квартал), а поместувањето главно се објаснува со забрзаниот раст на цените на обувките, сообраќајните средства, производите за одржување на домовите, како и со забавениот пад на цените кај комуникациите.

**На квартална основа, потрошувачките цени во првиот квартал на 2016 година се пониски за 0,2%** (сезонски приспособената стапка изнесува 0%), што во целост се објаснува со пониските цени на енергијата, при мал раст на цените на производите во рамки на базична инфлација и непроменети цени на храната.

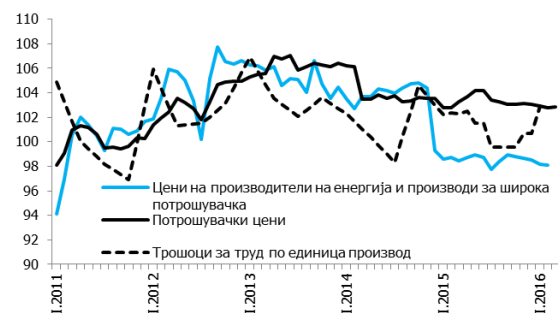
**Промената на цените на производителите на индустриски производи на домашниот пазар во првиот**

**Светски цени на храна и сурова нафта**

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

**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.

квартал на 2016 година се задржа во негативната зона, десетти последователен квартал. Сепак, годишниот пад на цените на производителите во првите два месеца од првиот квартал значително забави и изнесуваше 0,5%, (наспроти 3,2% колку што изнесуваше во претходниот квартал). Најголем придонес кон годишниот пад имаат пониските производствени цени во преработувачката индустрија, а пад забележаа и производствените цени во доменот на рударството и снабдувањето со електрична енергија. **На квартална основа, производствените цени забележаа мал пад од 0,5%** (сезонски приспособената стапка изнесува 0,3%). **Движењето на производствените цени коишто влијаат врз домашната компонента на инфлацијата<sup>29</sup> и понатаму упатува на надолни притисоци врз инфлацијата, но,** сепак, во првите два месеца од првиот квартал е забележано позначително забавување на падот (годишен пад од 0,5%, наспроти пад од 4,1% во претходниот квартал). На квартална основа<sup>30</sup> овие цени бележат мал раст од 0,6%. Одржувањето на овие цени во негативната зона на годишна основа упатува на отсуство на инфлациски притисоци во наредниот период.

**Во четвртиот квартал на 2015 година, трошоците за труд по единица производ се пониски за 1,6% на годишна основа.** Истовремено оцените за производниот јаз сè уште не упатуваат на значителни притисоци од страната на побарувачката<sup>31</sup>, така што засега не се очекуваат инфлациски притисоци врз цените на финалните производи преку овој канал.

<sup>29</sup> Производите за широка потрошувачка (трајни и нетрајни) и енергијата.

<sup>30</sup> Кварталната промена е пресметана од сезонски приспособените податоци.

<sup>31</sup> Оценките на НБРМ покажуваат дека производниот јаз се движи околу нулата на почетокот на 2016 година.

**1.6. Биланс на плаќања<sup>32</sup>**

По суфицитот во третото тримесечје, салдото на тековната сметка во последниот квартал од 2015 година забележа дефицит, што е понеповолно остварување во споредба со истиот период од претходната година. Оваа промена произлегува од сите компоненти на тековната сметка. Кумулативно, за целата 2015 година, тековната сметка забележа дефицит од 1,4% од БДП, или проширување од 0,6 п.п. од БДП во однос на претходната година. Годишната промена на тековната сметка е последица на салдото на секундарниот и примарниот доход, додека салдото на стоки и услуги забележа подобрување. Во четвртиот квартал, во финансиската сметка беа забележани нето-приливи, најголем дел во форма на трговски кредити, нето-задолжување на јавниот сектор и директни инвестиции, додека валутите и депозитите делуваа во обратна насока. Сепак, на кумулативна основа, во 2015 година финансиската сметка се карактеризира со нето-одливи, предизвикани од остварувањата кај валутите и депозитите, но и од раздолжувањето врз основа на долгорочни финансиски заеми. Странските инвестиции и во текот на 2015 година претставуваа извор на финансиски приливи во економијата. Со оглед на ваквите движења во билансот на плаќања, во текот на четвртото тримесечје беше забележан висок раст на девизните резерви, додека за целата 2015 година нивното ниво се намали. Сите показатели за соодветноста на девизните резерви се задржаа во комфорната зона.

	2014				2015				2014				2015																			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
	во милиони евра																% од БДП															
<b>I. Тековна сметка</b>	-111	-89	127	4	-69	-46	-82	131	-130	-127	-1.3	-1.0	1.5	0.0	-0.8	-0.5	-0.9	1.4	-1.4	-1.4												
Стоки и услуги, нето	-367	-441	-297	-393	-1,497	-318	-388	-279	-499	-1,483	-4.3	-5.2	-3.5	-4.6	-17.6	-3.5	-4.3	-3.1	-5.5	-16.3												
Извоз	871	999	1,101	1,086	4,057	988	1,095	1,160	1,168	4,411	10.2	11.7	12.9	12.7	47.6	10.9	12.0	12.8	12.8	48.5												
Увоз	1,238	1,440	1,398	1,479	5,554	1,306	1,482	1,439	1,667	5,894	14.5	16.9	16.4	17.3	65.1	14.4	16.3	15.8	18.3	64.8												
Стоки, нето	-471	-448	-453	-483	-1,855	-426	-440	-419	-540	-1,825	-5.5	-5.2	-5.3	-5.7	-21.8	-4.7	-4.8	-4.6	-5.9	-20.1												
Услуги, нето	105	7	156	91	358	108	53	140	42	342	1.2	0.1	1.8	1.1	4.2	1.2	0.6	1.5	0.5	3.8												
Примарен доход, нето	-40	-40	-44	-38	-161	-54	-57	-53	-58	-222	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-1.9	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-2.4												
Секундарен доход, нето	295	391	468	434	1,589	325	362	463	427	1,577	3.5	4.6	5.5	5.1	18.6	3.6	4.0	5.1	4.7	17.3												
<b>II. Капитална сметка</b>	1	0	-2	4	3	2	1	2	1	6	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1												
Нето-кредитирање (+) / нето-задолжување (-) (збирна ставка од тековната и капиталната сметка)	-110	-89	126	8	-65	-45	-81	133	-129	-122	-1.3	-1.0	1.5	0.1	-0.8	-0.5	-0.9	1.5	-1.4	-1.3												
<b>III. Финансиска сметка</b>	-43	-7	-413	22	-441	146	-20	177	-213	89	-0.5	-0.1	-4.8	0.3	-5.2	1.6	-0.2	1.9	-2.3	1.0												
Директни инвестиции	-90	-15	-36	-57	-197	-68	-47	-5	-51	-171	-1.1	-0.2	-0.4	-0.7	-2.3	-0.7	-0.5	-0.1	-0.6	-1.9												
Портфолио инвестиции	0	8	-496	6	-482	-12	9	30	-94	-67	0.0	0.1	-5.8	0.1	-5.7	-0.1	0.1	0.3	-1.0	-0.7												
Валутите и депозити	44	55	114	129	342	65	71	88	64	289	0.5	0.6	1.3	1.5	4.0	0.7	0.8	1.0	0.7	3.2												
Заеми	-13	-58	4	1	-67	134	-6	-42	-30	57	-0.2	-0.7	0.1	0.0	-0.8	1.5	-0.1	-0.5	-0.3	0.6												
Трговски кредити и аванси	16	3	1	-57	-37	26	-48	107	-103	-19	0.2	0.0	0.0	-0.7	-0.4	0.3	-0.5	1.2	-1.1	-0.2												
Останати сметки за наплата/плаќање	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												
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												
<b>IV. Нето-грешки и пропусти</b>	9	12	11	2	33	24	-1	12	-7	28	0.1	0.1	0.1	0.0	0.4	0.3	0.0	0.1	-0.1	0.3												
<b>V. Девизни резерви</b>	-59	-70	549	-12	409	-167	-62	-32	77	-183	-0.7	-0.8	6.4	-0.1	4.8	-1.8	-0.7	-0.4	0.9	-2.0												

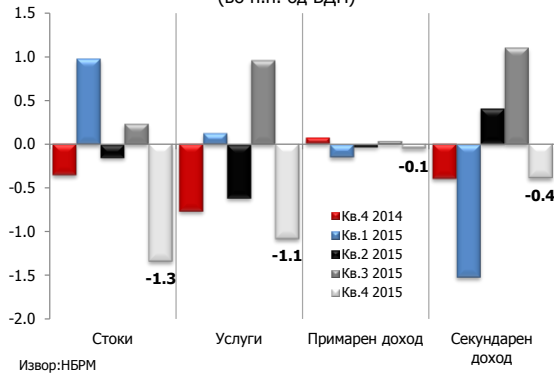
Извор: НБРМ.

<sup>32</sup> Започнувајќи од кварталниот извештај октомври 2014 година, анализата на движењата во билансот на плаќања се заснова врз податоците обезбедени 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\\_dolg\\_koisto\\_proizleguvaat\\_od\\_primenata\\_na\\_novite\\_megunarodni\\_statisticki\\_standardi.pdf](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)).

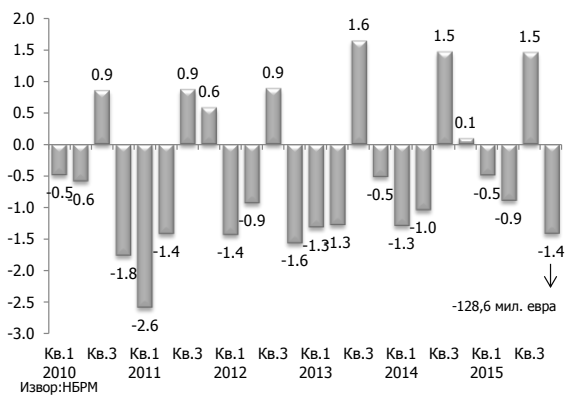


## 1.6.1. Тековна сметка

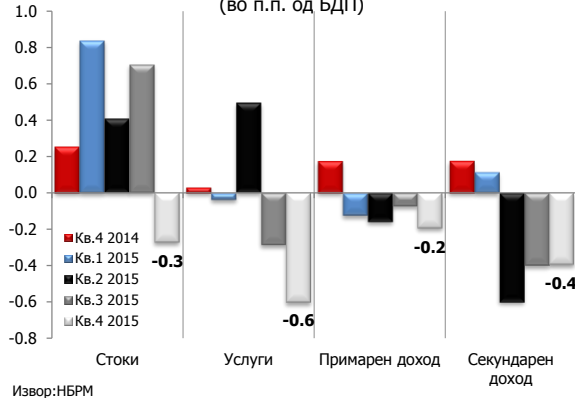
Придонес на одделните компоненти на тековната сметка во кварталната промена (во п.п. од БДП)



Тековна и капитална сметка (како % од БДП)



Придонес на одделните компоненти на тековната сметка во годишната промена (во п.п. од БДП)

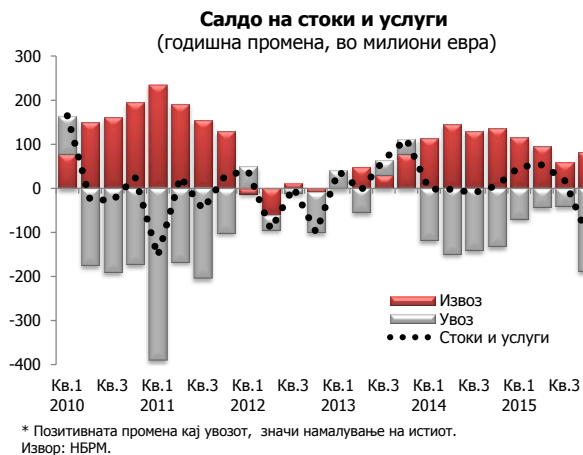


Тековната сметка на билансот на плаќања во последниот квартал од 2015 година забележа дефицит од 129,6 милиони евра или 1,4% од БДП. Во споредба со претходниот квартал, салдото во тековната сметка е влошено за 2,9 п.п. од БДП. Неповолните поместувања кај салдото во размената со стоки и услуги, надолжени со вообичаеното сезонско намалување на приливите кај секундарниот доход, се главните фактори на кварталната промена. Засилувањето на увозните притисоци во четвртиот квартал, при мала позитивна промена на извозната страна, доведе до проширување на трговскиот дефицит за 1,4 п.п. од БДП. Исто така, суфицитот кај услугите забележа позначително стеснување (за 1,1 п.п. од БДП), што е распределено помеѓу поединечните категории. Кварталните промени кај секундарниот доход произлегуваат од пониските нето-приливи од приватни трансфери, односно од намалувањето на откупената странска ефективна на менувачкиот пазар. Од друга страна, нето-приливите кај секторот „држава“ забележаа раст како резултат на трансферот на средства од фондовите ИПА. Неповолни квартални промени се забележани и кај примарниот доход, но значително поумерени.

**Анализирано на годишна основа, промените кај тековната сметка укажуваат на влошување од 1,5 п.п. од БДП.** Остварениот дефицит кај тековните трансакции, наспроти малиот суфицит во последниот квартал од 2014 година, во најголем дел, се должи на неповолните промени кај салдото на стоки и услуги, иако влошување се забележува и кај останатите категории. Намалувањето на суфицитот кај услугите, како движечки фактор на годишната промена, во најголем дел, се должи на остварениот повисок увоз на градежни услуги од странство, при понатамошни поволни придвижувања кај транспортните услуги. Воедно, продлабочувањето на дефицитот во размената со стоки произлегува од увозната компонента, чијшто раст е предизвикан главно од суровинскиот увоз на интермедијарни производи, во услови на постојано намалување на енергетскиот увоз. Годишен раст, но послаб е остварен и на извозната страна, предизвикан од добрите извозни остварувања на новите капацитети во економијата. Анализата на промената кај секундарниот доход по сектори укажува на поизразен негативен придонес на



секторот „држава“, односно пониски нето-приливи кај официјалните трансфери, што се должи на помалиот прилив на средства од европските претпристапни фондови. Од друга страна, годишната промена кај останатите сектори во економијата е незначителна. Благо зголемување бележи и дефицитот на примарниот доход, под влијание на салдото на доходот од инвестиции.



**Според најновите податоци за билансот на плаќања, во јануари 2016 година тековната сметка оствари суфицит од 24,9 милиони евра.** Во споредба со истиот период од претходната година, забележано е благо намалување на суфицитот, под влијание на помалите нето-приливи кај секундарниот доход и полошите остварувања кај услугите. Годишната промена кај секундарниот доход е условена од пониската откупена странска ефектива на менувачкиот пазар, додека намалувањето на суфицитот кај услугите во најголем дел се должи на производните услуги за доработка и градежните услуги. Од друга страна, подобрувањето кај подбилансот на стоки, предизвикано од намалувањето на увозната компонента, придонесе за ублажување на неповолните движења кај останатите категории на годишна основа.

## Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК)<sup>33</sup>



**Во последните три месеци од 2015 година, надворешнотрговската размена достигна вредност од 2.632,7 милиони евра (или 29% од БДП),** што претставува раст од 8,5% во однос на претходното тримесечје. Ваквите движења се условени од посилниот раст на увозот во однос на растот на извозот на стоки. Имено, увозот на стоки порасна за 14,3% на квартална основа, главно одразувајќи го повисокиот увоз на сировини за новите индустриски капацитети во економијата, зголемениот инвестицискиот увоз, како и растот на сировинскиот увоз за

текстилната индустрија, што претставува типично сезонско движење за овој период од годината. Истовремено, извозот на стоки забележа поумерен квартален раст од 2,2%, којшто произлегува од засилениот извоз на новите производствени капацитети ориентирани кон извоз, а во помал дел и

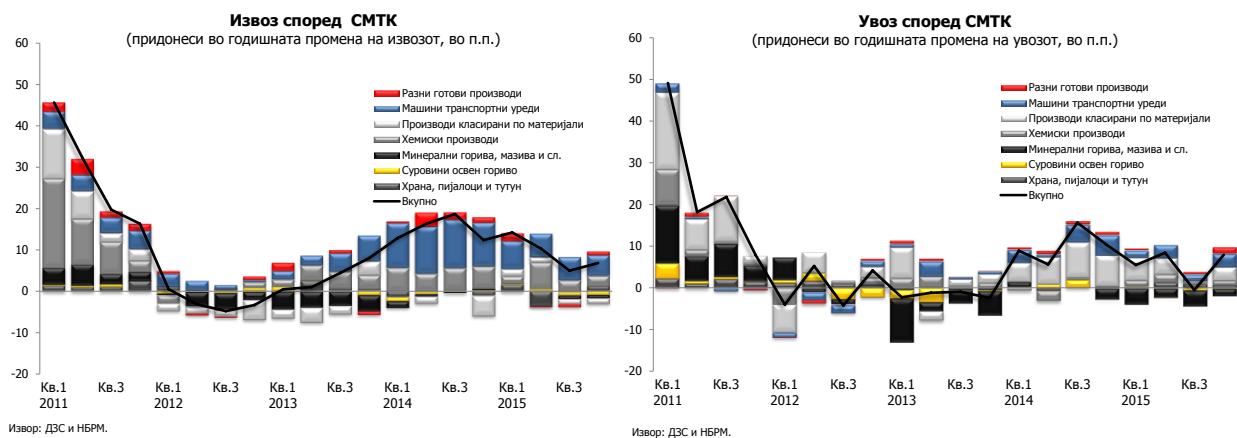
<sup>33</sup> Според Методологијата за надворешнотрговска размена, податоците за извозот на стоки се објавуваат на ф.о.б., а за увозот на стоки на ц.и.ф.-основа.





повисокиот извоз на храна, наспроти кварталниот пад на извозот на железо и челик. Следствено, **дефицитот во размената на стоки со странство се прошири за 48,7% во однос на претходното тримесечје**, при повисок неенергетски дефицит, во услови на натамошно стеснување на негативниот јаз кај енергетското салдо.

Анализата на годишна основа укажува на засилување на надворешнотрговската размена во последниот квартал од 2015 година (за 6,9%), поттикнато од растот на двете нејзини составни компоненти. **Извозот на стоки солидно расте и во четвртиот квартал од годината, остварувајќи годишна стапка на раст од 6,8%**. Извозната активност на новите странски капацитети и натаму претставува основен двигател на позитивните извозни остварувања, во форма на зголемен извоз на машини и опрема и на хемиски производи. Во рамки на традиционалните извозни гранки, мал позитивен импулс кон годишниот раст овозможи и зголемениот извоз на храна. Од друга страна, во услови на неповолна конјunktura на светскиот пазар на метали, металопреработувачкиот сектор имаше значително послаби резултати, што придонесе за намален извоз на железо и челик. **Извозните остварувања се одразија на страната на увозот, којшто по падот во претходниот квартал повторно се зголеми и забележа годишен раст од 7,9%**. Во согласност со повисокиот извоз на странските компании, на годишна основа порасна и увозот на суровинската компонента за нивното производство. Позитивен придонес кон увозниот раст имаше и повисокиот увоз на разни готови производи и на производи за храна. Од друга страна, понискиот енергетски увоз влијаеше во насока на ублажување на увозните притисоци. Имено, во услови на понатамошен пад на светските берзански цени на нафтата, увозот на нафтени деривати и натаму бележи негативни стапки на промена<sup>34</sup>. **Ваквите движења на компонентите на размената на стоки со странство предизвикаа проширување на трговскиот дефицит за 10,1% на годишна основа.** Од аспект на одделните салда, основен фактор на ваквите промени е влошеното неенергетско салдо, наспроти стеснувањето на енергетскиот дефицит.

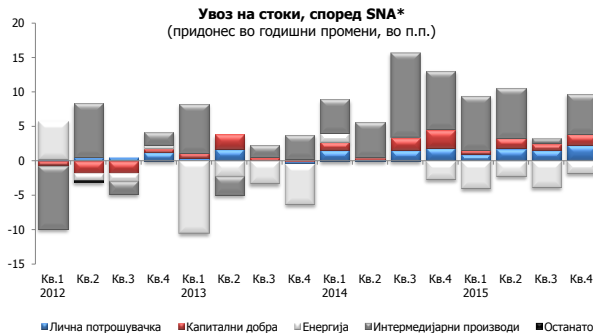


Анализата на увозот на стоки од аспект на поделбата според Системот на национални сметки (*System of national accounts – SNA*) посочува дека и во четвртиот квартал, интермедијарните производи имаат најголем придонес во годишниот раст на увозот. Во помала мера се зголеми и увозот на капиталните добра и на производите за лична потрошувачка, наспроти негативниот придонес од страна на енергетскиот увоз. Структурната анализа на увозот за лична потрошувачка покажува дека порастот се должи пред сè на увозот на стоки за широка потрошувачка, надолнет со увозот на патнички возила и на храната за лична потрошувачка. Гледано во целина, годишниот раст на увозот наменет за лична потрошувачка и натаму е умерен, што упатува на отсуство на позначајни притисоци врз личната потрошувачка преку овој канал.

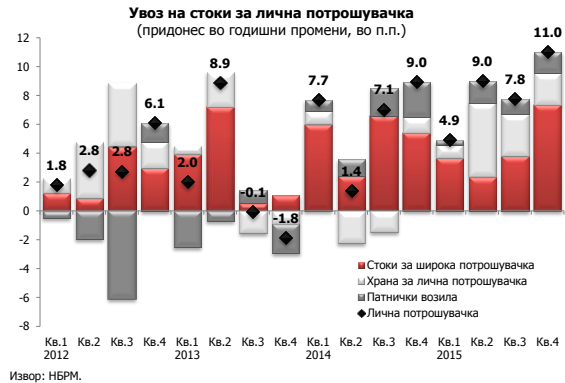
<sup>34</sup> Падот на вредноста на увозот на нафтени деривати во целост го одразува ценовниот ефект, во услови на зголемен количински увоз.



Последните расположливи податоци за надворешнотрговската размена укажуваат на задржување на трендовите кај компонентите на размената и во текот на јануари и февруари. Извозот на стоки и понатаму расте на годишна основа (со стапка од 7,2%), поттикнат од добрите извозни остварувања на новите странски компании, во услови на позначителен годишен пад на извозот на традиционалниот металопреработувачки сектор. Годишен раст (од 7,1%) оствари и увозот, како резултат на зголемениот суровински увоз за новите индустриски капацитети, наспроти послабиот енергетски увоз.



\* Класификација - Систем на национални сметки (System of national accounts - SNA)  
Извор: НБРМ.

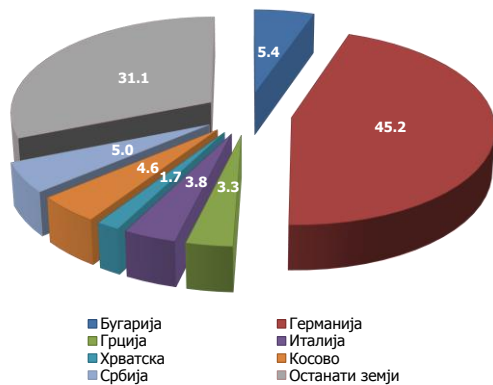


Извор: НБРМ.

**Анализата на надворешнотрговската размена по земји покажува дека и во четвртиот квартал од 2015 година, Европската Унија е нашиот најзначаен трговски партнер** (учествувајќи со 67,9% во вкупната трговија). Набљудувано по одделни земји на страната на извозот, основен фактор на годишниот раст и понатаму претставува извозот кон Германија, како пазар кон којшто во голема мера е насочена извозната активност на новите индустриски капацитети во домашната економија. Помеѓу останатите европски земји кај коишто се забележува зголемен пласман на производите од новите странски компании се вбројуваат и Белгија и Романија. Од друга страна, надолни притисоци врз извозот предизвика намалениот извоз на железо и челик кон Кина и понискиот извоз на руди кон Бугарија. Од аспект на увозот, годишниот раст пред сè го отсликува засилениот суровински и инвестициски увоз од Германија. За зголемување на увозот придонесе и годишниот раст на увозот на стоки од Турција, Кина, Бугарија и Романија. Повисокиот увоз на обоени метали од Јужноафриканската Република во голема мера го надолжни намалениот увоз на оваа суровинска компонента од Велика Британија. Во склад со послабата производна активност на металопреработувачката индустрија, годишен пад се забележа и кај увозот на железо и челик од Украина. Анализирани од аспект на салдата, годишното проширување на трговскиот дефицит се должи на продлабочувањето на негативното салдо во размената со Јужноафриканската Република, како и на повисокиот дефицит со Кина, Бугарија и Турција. Од друга страна, најголемо годишно стеснување бележи вкупниот дефицит во размената со земјите членки на ЕУ (главно поради намалениот трговски дефицит со Велика Британија и зголемениот суфицит со Белгија), додека истовремено понизок дефицит е забележан и во размената со Украина и Русија.

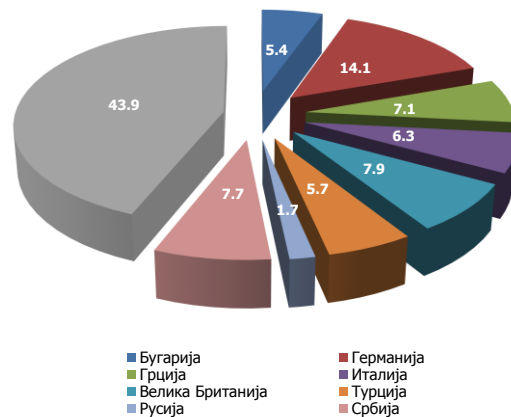


Извоз на стоки, по земји, во четвртото тримесечје на 2015 година (учество, во %)



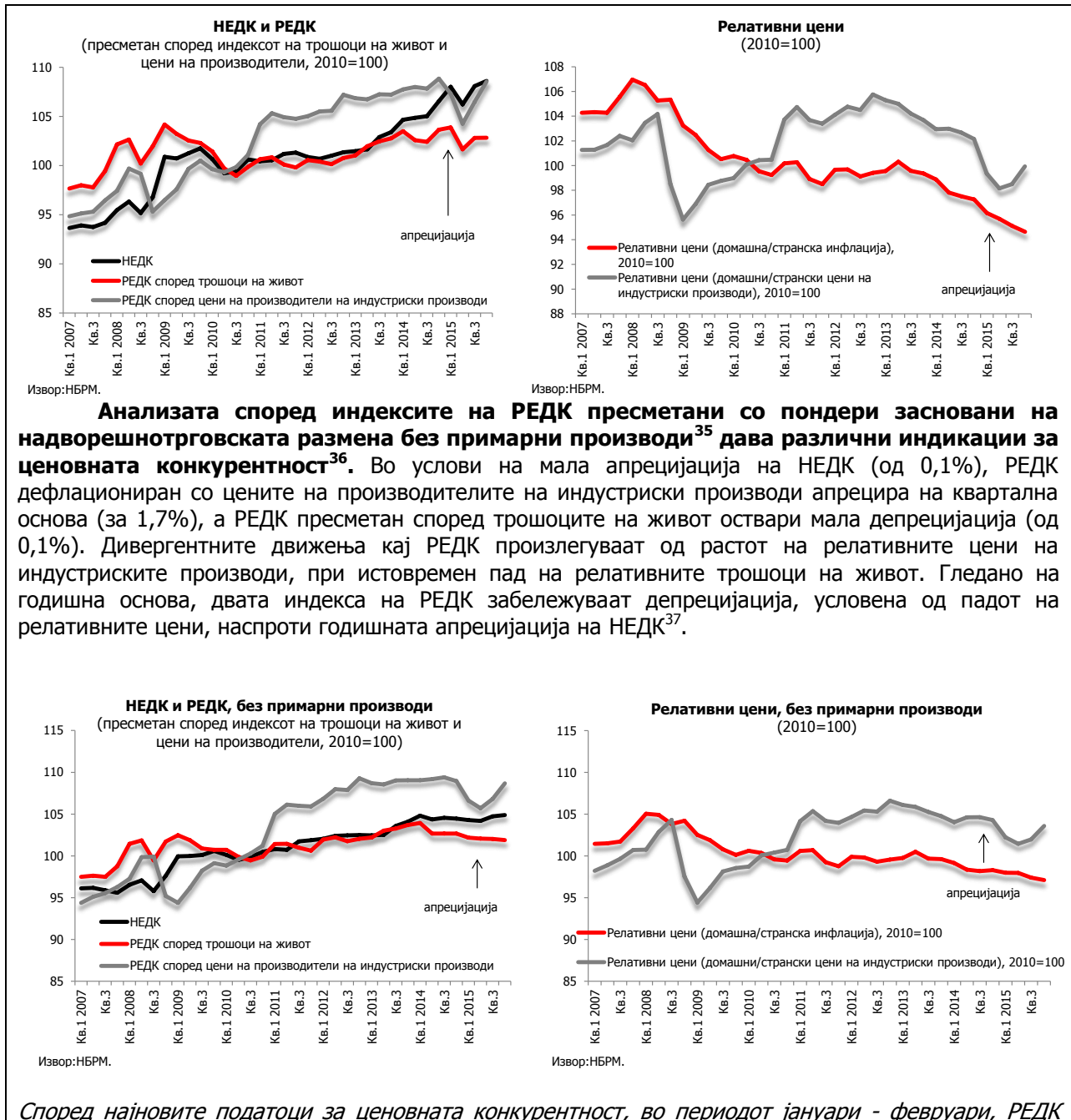
Извор: ДЗС.

Увоз на стоки, по земји, во четвртото тримесечје на 2015 година (учество, во %)



Извор: ДЗС.

**Движењето на дел од показателите на ценовната конкурентност во четвртиот квартал упатува на влошување на конкурентноста на домашната економија, во споредба со претходното тримесечје.** Индексот на РЕДК дефлациониран според цените на производителите на индустриски производи оствари квартална апрецијација од 1,9%, додека индексот на РЕДК пресметан според трошоците на живот се задржа на нивото од претходниот квартал. Номиналниот ефективен девизен курс забележа квартален раст од 0,5%, заради депрецијацијата на руската рубља во однос на денарот. Во поглед на релативните цени, во овој период дојде до квартален раст на релативните цени на индустриските производи (од 1,5%) и квартален пад кај релативните трошоци на живот (од 0,5%). Анализата на годишна основа посочува на поповолни промени кај ценовната конкурентност, при депрецијација на РЕДК дефлациониран според трошоците на живот и на РЕДК пресметан според цените на индустриските производи за 0,8% и 0,3%, соодветно. Ваквите движења произлегуваат од годишниот пад на релативните цени, во услови на апрецијација на НЕДК на годишна основа.



<sup>35</sup> 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\\_Informacija\\_za\\_promenite\\_na\\_metodologijata\\_za\\_presmetuvanje\\_na\\_realniot\\_efektivn\\_devizen\\_kurs\\_na\\_denarot\\_mak.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika_REDK_Informacija_za_promenite_na_metodologijata_za_presmetuvanje_na_realniot_efektivn_devizen_kurs_na_denarot_mak.pdf)

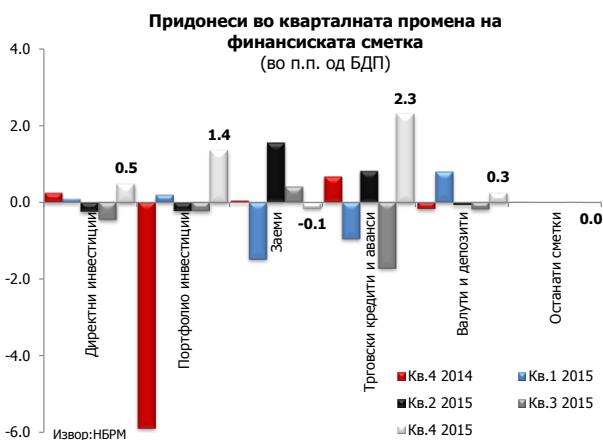
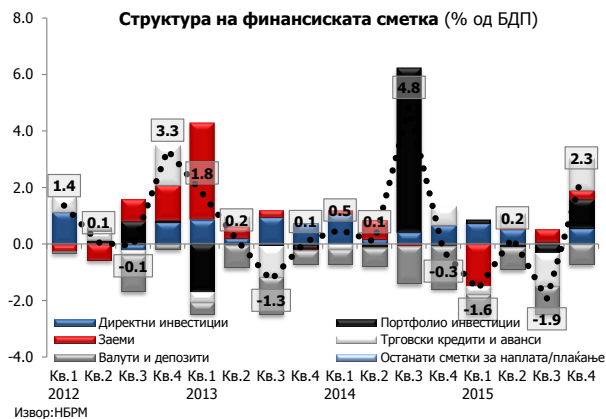
<sup>36</sup> Изразената депрецијација на руската рубља во текот на 2014 година, којашто е предизвикана од фактори коишто не се само економски, посочува на одредени проблеми при анализирањето на показателите за ценовната конкурентност на домашната економија со вклучени променливи валути како рубљата. Заради ова, посоодветно е показателите за ценовната конкурентност да се анализираат преку индексите на реалниот ефективен девизен курс пресметан со пондери засновани врз надворешнотрговската размена без примарните производи. На овој начин се анулира одредена непостојаност поврзана со промените кај валутите чувствителни на движењето на светските берзански цени, така што им се посветува соодветно внимание на структурните фактори коишто ја поттикнуваат конкурентноста на економијата.

<sup>37</sup> На годишна основа, РЕДК пресметан според трошоците на живот депрецира за 0,8%, а РЕДК дефлациониран со цените на производителите на индустриски производи депрецира за 0,3%, додека НЕДК оствари апрецијација од 0,4%.



пресметан според пондерите за вкупната размена на стоки и пондерите засновани на надворешнотрговската размена без примарните производи, оствари апрецијација во однос на истиот период од 2015 година. Придвижувањето е во услови на годишна апрецијација на номиналниот ефективен девизен курс и дивергентни промени кај релативните цени. Во рамки на РЕДК пресметан со пондери засновани на вкупната надворешнотрговска размена, индексот дефлациониран со трошоците на живот апрецира за 0,4%, а индексот пресметан според цените на производителите на индустриски производи оствари апрецијација од 3,5%. Слични движења се забележаа и кај РЕДК пресметан со пондери засновани на надворешнотрговската размена без примарни производи, при што индексот заснован врз трошоците на живот и индексот дефлациониран со цените на индустриските производи апрецираа за 0,1% и 3,1%, соодветно.

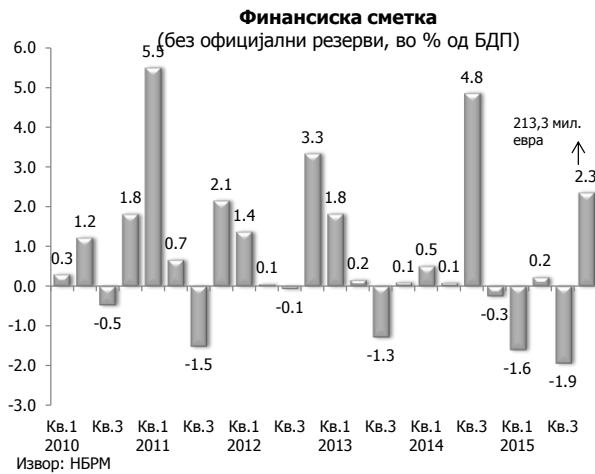
### 1.6.2. Финансиска сметка



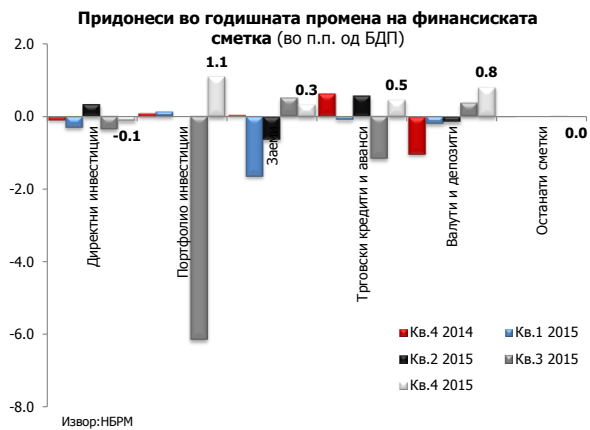
**Финансиската сметка на билансот на плаќања во четвртото тримесечје забележа високи приливи на нето-основа од 213,3 милиони евра или 2,3% од БДП.** Финансирањето во најголем дел се изврши преку трговските кредити и портфолио-инвестициите, а нето-приливи се остварени и врз основа на странски директни инвестиции и финансиски заеми. Категоријата „валутите и депозити“ и понатаму се карактеризира со нето-одливи. Остварувањата кај трговските кредити и аванси се поврзани со промените на салдото на стоки и услуги, односно неговото проширување беше придружено и со поголемо финансирање на тековните активности со трговски кредити. Од друга страна остварувањата кај портфолио-инвестициите во целост произлегуваат од нето надворешното задолжување на државата. Поконкретно, во текот на декември, државата се задолжи на меѓународните пазари преку издавање четврта евро-обврзница<sup>38</sup>, истовремено отплаќајќи ја достасаната евро-обврзница, издадена во 2005 година, од 150 милиони евра. Позитивни текови беа остварени и кај директните инвестиции, коишто произлегуваат од должничката компонента<sup>39</sup>, како и кај финансиските заеми од странство. Нето-задолжувањето врз основа на финансиски заеми беше остварено од страна на јавниот сектор, односно јавните претпријатија и банките и државата. Од друга страна, негативните текови кај валутите и депозитите продолжија и во четвртото тримесечје, под влијание на остварените нето-одливи кај

<sup>38</sup> Четвртата евро-обврзница е издадена во износ од 270 милиони евра со каматна стапка од 4,875% и рок на отплата од 5 години.

<sup>39</sup> Во четвртото тримесечје беше извршена промена на сопственоста на една позначајна компанија во странска сопственост. Притоа извршената трансформација доведе до намалување на акционерскиот капитал, истовремено зголемувајќи ги директните инвестиции во форма на обврски кон матицата.

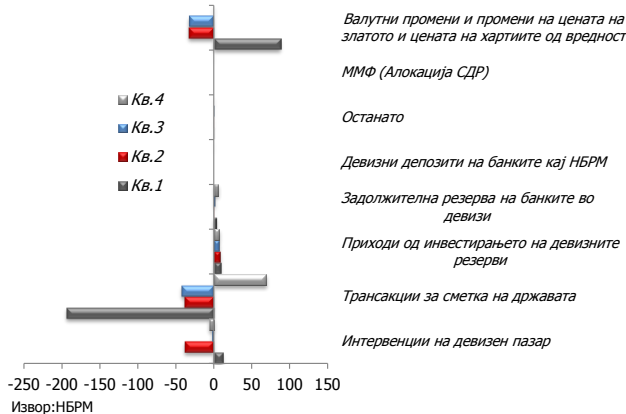
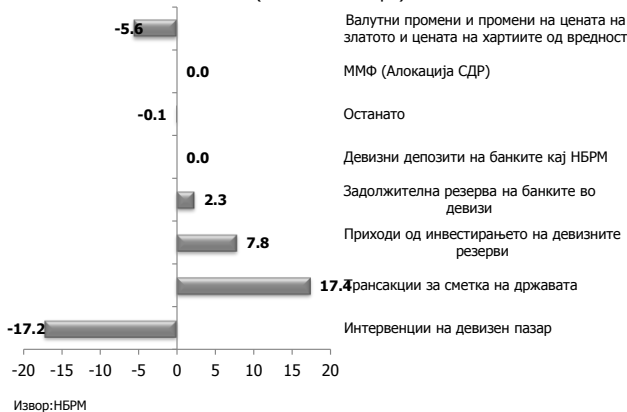


останатите сектори. *Кварталната анализа упатува на остварени нето-приливи во четвртото тримесечје, наспроти негативните финансиски текови во третиот квартал од годината.* Поповолните движења во споредба со претходниот квартал во најголем дел се должат на високите нето-приливи кај трговските кредити и портфолио-инвестициите, наспроти остварените одливи на нето-основа во третото тримесечје. Повисоки финансиски приливи се остварени и кај директните инвестиции, на нето-основа, додека подобрувањето кај валутите произлегува од намалените нето-одливи. Во спротивна насока делуваше единствено поумереното задолжување кон странство во форма на долгорочни финансиски заеми.



*Анализата на финансиската сметка на годишна основа укажува на значително подобрување во однос на последното тримесечје од претходната година, кога беа остварени мали одливи на нето-основа.* Ваквата промена главно произлегува од остварувањата кај портфолио-инвестициите, со дополнителен позитивен ефект на валутите и депозитите, трговските кредити и аванси и во помал дел на финансиските заеми. Намалување на нето-одливите кај валутите и депозитите во најголем дел се должи на депозитните институции, како резултат на помалиот раст на девизните средства во странски банки. Единствено мало влошување на годишна основа е забележано кај странските директни инвестиции. **Последните податоци за билансот на плаќања за јануари 2016 година укажуваат на остварени нето-одливи од 42,6 милиона евра во финансиската сметка.** Ваквите движења се должат на остварените нето-одливи кај трговските кредити и аванси, како и кај долгорочните заеми, во услови на мали нето-приливи кај валутите и депозитите и странските директни инвестиции. Раздолжувањето врз основа на долгорочни финансиски заеми кон странство се должи претежно на раздолжувањето на банкарскиот сектор.

***Состојбата на бруто девизните резерви на крајот од 2015 година изнесуваше 2261,7 милиони евра, што претставува пораст од 74,4 милиони евра во однос на претходниот квартал.*** Движечки фактор за промената се остварените нето-приливи на средства врз основа на трансакции за сметка

**Фактори на промена на девизните резерви во 2015 година, по квартали**  
(во милиони евра)**Фактори на промена на девизните резерви во првото тримесечје од 2016 година**  
(во милиони евра)

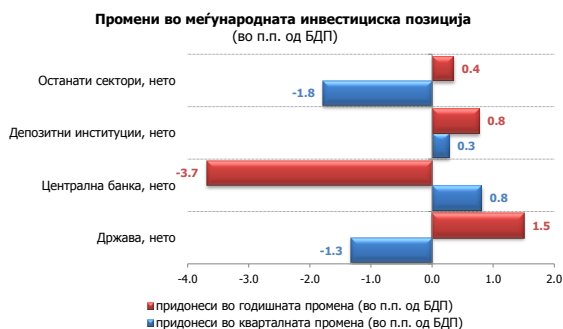
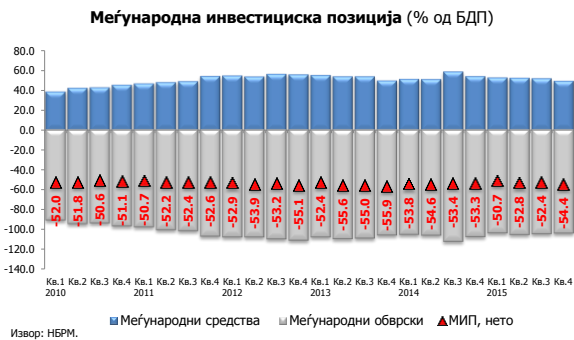
на државата, во услови на незначителни промени кај останатите категории. Според последните расположливи податоци, девизните резерви на крајот на првото тримесечје од 2016 година изнесуваат 2266,3 милиони евра, што претставува пораст од 4,6 милиони евра во однос на крајот од 2015 година. Зголемувањето на девизните резерви во најголем дел се должи на трансакциите за сметка на државата, наспроти интервенциите на НБРМ, односно остварената нето-продажба на девизи на девизниот пазар во овој период, коишто делуваат во спротивна насока.

**1.6.3. Меѓународна инвестициска позиција<sup>40</sup> и бруто надворешен долг**

На крајот на 2015 година, **негативната меѓународна инвестициска позиција<sup>41</sup> на Република Македонија изнесува 4.945,3 милиони евра, или 54,4% од БДП.** На квартална основа, МИП се зголеми за 2 п.п. од БДП, во услови на поголем пад кај

<sup>40</sup> Анализата во овој дел во целост се заснова врз податоци за меѓународната инвестициска позиција изготвени по 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](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika%20Informacija%20za%20promenite%20vo%20platniot%20bilans%20megunarodnata%20investiciska%20pozicija%20i%20nadvoresniot%20dolg%20koisto%20proizleguvaat%20od%20primenata%20na%20novite%20megunarodni%20statisticki%20standardi.pdf)).

<sup>41</sup> 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.



меѓународните средства во однос на падот кај меѓународните обврски. Секторската анализа покажува дека кварталната промена во најголем дел се должи на повисоките нето-обврски кај „останатите сектори во економијата“ (повисоки обврски врз основа на директни инвестиции и краткорочни трговски кредити), како и на повисоките нето-обврски на државата (главно заради зголемени обврски врз основа на должнички хартии од вредност<sup>42</sup>). Од друга страна, се забележува квартално подобрување на нето-средствата на централната банка, како и благо намалување на нето-обврските на депозитните институции.

На годишна основа, должничката нето-позиција на земјата забележа поумерен раст од 1,1 п.п. од БДП. Притоа, меѓународните средства забележаа намалување од 4,6 п.п. од БДП, додека намалувањето на меѓународните обврски изнесуваше 3,5 п.п. *Анализата по поединечни сектори* упатува на намалување кај нето-средствата на централната банка (главно како резултат на намалените девизни резерви), во услови на подобрување кај сите останати институционални сектори, односно намалување на нето-обврските на државата<sup>43</sup>, депозитните институции (намалување на нето-обврските врз основа на долгорочни заеми) и минимално подобрување кај останатите сектори. Во апсолутни износи, годишниот раст (8,7%) на негативната МИП се должи на зголемените нето-обврски кај останатите сектори и намалените нето-средства кај централната банка, во услови на непроменета позиција кај државата и намалени нето-обврски кај банките.

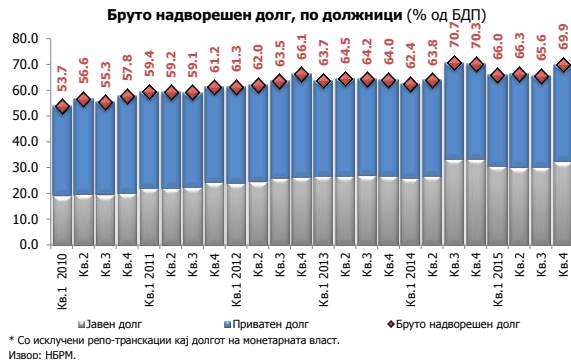
**На крајот од 2015 година, бруто надворешниот долг изнесува 6.353,7 милиони евра или 69,9% од БДП, што претставува квартален пораст од 1,2 п.п. од БДП. Доколку се исклучи ефектот на репо-трансакциите, кварталниот раст е поголем и изнесува 4,3 п.п. од БДП<sup>44</sup>.** Повисокиот бруто надворешен долг главно

<sup>42</sup> Во текот на декември државата се задолжи на меѓународните пазари преку издавање на четвртата евро-обврзница во износ од 270 милиони евра, истовремено отплаќајќи ја достасаната евро-обврзница, издадена во 2005 година, од 150 милиони евра.

<sup>43</sup> Во 2015 година, државата оствари две поголеми отплати - отплата на Кредитната линија за претпазливост кон ММФ и целосна отплата на главницата на првата издадена евро-обврзница. За овие отплати беа искористени дел од средствата од задолжување на државата во 2014 година, коишто беа наменети за финансирање на буџетските потреби за 2014 и 2015 година и дел од новата евро-обврзница издадена кон крајот на 2015 година.

<sup>44</sup> Целокупната натамошна анализа се однесува на бруто надворешниот долг без обврските на централната банка врз основа на репо-трансакции.

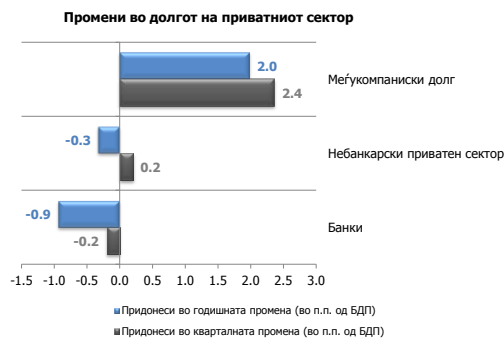




произлегува од зголемувањето на приватниот долг, но ефект врз растот имаше и зголемувањето на јавниот долг. Зголемениот долг на приватниот сектор на квартална основа е последица на повисоките обврски кон странските директни инвеститори, како и на благото зголемување на долгот на небанкарскиот корпоративен сектор. Истовремено, обврските на банкарскиот сектор умерено се намалуваат. Порастот на јавниот долг во најголем дел се должи на порастот на задолжувањето кај централната влада, а умереното зголемување беше забележано и кај долгот на јавните претпријатија и на јавните банки.

**На годишна основа, бруто надворешниот долг забележа намалување од 0,4 п.п. од БДП<sup>45</sup>.**

Годишното намалување на бруто-долгот се должи на намалувањето на јавниот долг за 1,1 п.п., во услови на пораст на приватниот долг од 0,7 п.п. од БДП. Притоа, намалувањето на јавниот долг во најголем дел се должи на намалувањето на долгот на централната влада. Истовремено, долгот на јавните претпријатија забележа раст како резултат на долгорочното задолжување за поддршка на патната инфраструктура. Зголемувањето на приватниот долг на годишно ниво е последица на повисоките обврски кон странските директни инвеститори, во услови на умерено намалување на долгот на банкарскиот и небанкарскиот приватен сектор.



Општо гледано, показателите за надворешната задолженост на домашната економија и понатаму покажуваат дека бруто надворешниот долг се наоѓа во „безбедната зона“. Единствен показател според кој економијата се класифицира во групата на високо задолжени земји претставува учеството на бруто надворешниот долг во БДП. Според динамиката, анализата на надворешната задолженост<sup>46</sup> укажува на поволни

<sup>45</sup> Анализата во апсолутни износи покажува зголемување на бруто надворешниот долг во споредба со крајот на 2014 година од 361,4 милиони евра, како резултат на зголемувањето на долгот на приватниот и на јавниот сектор.

<sup>46</sup> 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“ (БПМ6) 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



поместувања кај речиси сите показатели за солвентност на годишна основа, со исклучок на соодносот помеѓу отплатата на долгот и извозот на стоки и услуги и други приливи, којшто бележи влошување. Според показателите на ликвидност и понатаму е обезбедена целосна покриеност на обврските врз основа на краткорочен долг и краткорочниот долг со преостанато достасување со средствата од девизните резерви.

На крајот на 2015 година, нето надворешниот долг како дополнителен показател за надворешната позиција на економијата, изнесуваше 2.363,7 милиони евра, или 26% од БДП, што претставува квартален пораст од 4,0 п.п. од БДП, односно малку понизок раст од бруто надворешниот долг.

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 %
12/31/2004	2.41	129.3	49.3	12.4	1.14	0.89	30.3
12/31/2005	2.66	147.0	56.3	11.06	1.67	1.04	26.7
12/31/2006	3.44	131.3	51.8	21.7	1.95	1.34	29.0
12/31/2007	2.78	119.3	51.3	19.4	1.35	1.08	39.8
12/31/2008	2.66	116.9	54.1	10.2	1.29	0.95	35.2
12/31/2009	2.43	131.0	57.8	11.8	1.29	0.94	32.9
12/31/2010	3.22	140.4	59.7	13.9	1.49	0.99	27.9
12/31/2011	3.12	148.4	64.6	16.8	1.78	1.18	25.2
12/31/2012	2.92	142.1	67.6	13.1	1.64	1.03	26.7
12/31/2013	2.51	137.3	67.3	15.8	1.64	1.08	23.3
3/31/2014	3.02	132.8	65.9	17.3	1.41	0.95	25.9
6/30/2014	3.02	135.7	67.3	17.3	1.33	0.90	25.8
9/30/2014	3.02	150.5	74.6	17.3	1.74	1.16	23.2
12/31/2014	3.02	149.4	74.1	17.3	1.82	1.13	22.3
3/31/2015	2.68	137.9	69.8	20.1	1.76	1.13	22.3
6/30/2015	2.68	138.6	70.2	20.1	1.63	1.07	22.9
9/30/2015	2.68	137.0	69.4	20.1	1.68	1.08	21.9
12/31/2015	2.68	146.1	74.0	20.1	1.62	1.10	22.0
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.

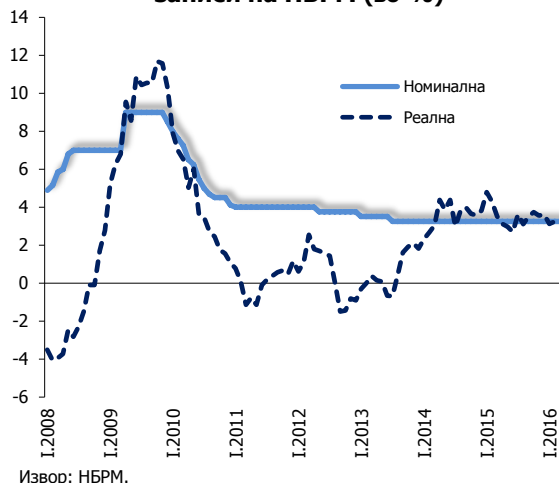
други приливи во бруто надворешниот долг и отплата на долг во однос на извоз на стоки и услуги и други приливи, во споредба со показателите пред настанатите методолошки промени.



## II. Монетарна политика

**Во текот на првиот квартал на 2016 година, НБРМ ја задржа основната каматна стапка непроменета на нивото од 3,25%. Ваквата одлука беше заснована врз остварувањата кај клучните макроекономски и финансиски показатели, во споредба со макроекономските проекции од октомври. Анализите покажаа дека економијата и понатаму закрепнува со солидно темпо, без ценовни притисоци и во услови на натамошно одржување на соодветно ниво на девизни резерви. Во однос на ризиците, беше оценето дека домашните политички случувања и економско-политичките случувања во Грција и натаму создаваат неизвесност, главно преку каналот на очекувањата, но со сè уште ограничени ефекти врз домашната економија. Ризиците од надворешното окружување се засилија во однос на претходниот квартал, менувајќи ја очекуваната динамика на заздравување на глобалниот економски раст и зголемувајќи ја неизвесноста на глобалните финансиски пазари, како и на пазарите на примарните производи. НБРМ, и во следниот период внимателно ќе ги следи состојбите, заради навремено и соодветно приспособување на монетарната политика.**

Основна каматна стапка на НБРМ-  
каматна стапка на благајнички  
записи на НБРМ (во %)



Врз основа на редовната оценка на најновите макроекономски и финансиски услови, на седниците на Комитетот за оперативна монетарна политика при НБРМ одржани во текот на првиот квартал<sup>47</sup> на 2016 година беше одлучено каматната стапка на благајничките записи на НБРМ да се задржи на нивото од 3,25%. Споредбата на остварувањата со оцените од макроекономските проекции на НБРМ од октомври не укажа на позначајни промени во амбиентот на спроведување на монетарната политика. Движењата кај клучните макроекономски показатели расположливи во текот на кварталот во основа не отстапуваа многу од проектираната динамика. Така, девизните резерви во првото тримесечје забележаа раст, малку подобар од очекувањата за овој период. Во однос на факторите на промена, трансакциите на државата придонесоа за раст на резервите, додека девизните интервенции на НБРМ делуваа во обратна насока. Во првите два месеца од годината, НБРМ интервенира на девизниот пазар со продажба на девизи на банките-поддржувачи, при што девизниот курс и натаму е на стабилно ниво. Показателите за адекватноста на резервите и понатаму се на соодветно ниво, доволно за справување со евентуалните шокови. Во првите два месеца од годината, просечната годишна стапка на инфлација во

<sup>47</sup> Во текот на кварталот, Комитетот за оперативна монетарна политика при НБРМ одржа три седници на коишто се направи преоценување на поставеноста на монетарната политика, на 12.1, 9.2, и 8.3.2016 година.

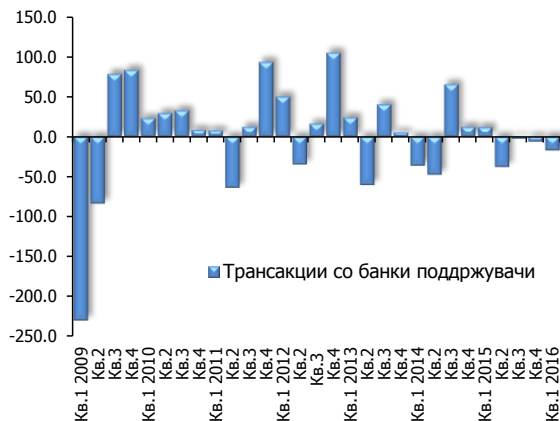


### Стапка на инфлација (во%)



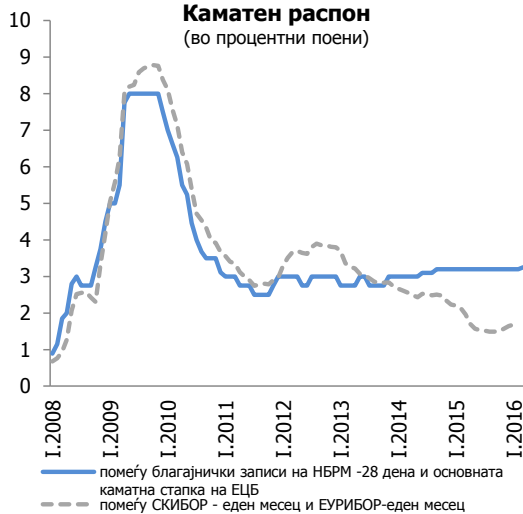
\*Тековен месец во однос на истиот месец од претходната година.  
Извор: ДЗС.

### Интервенции на НБРМ на девизниот пазар (во милиони евра)



Извор: НБРМ.

### Каматен распон (во процентни поени)



Извор: НБРМ, ЕЦБ и Централната банка на Холандија.

просек беше ниска (0,1%), при што пониски беа цените на енергијата и на храната, додека базичната инфлација и натаму се движи во зоната на позитивни годишни промени. Во првите два месеца, базичната инфлација, во просек на годишна основа, забележа раст од 1,6%. Инфлациските остварувања во овој период беа послаби во однос на октомвриските проекции, одразувајќи ги факторите на страната на понудата. Остварувањата во реалниот сектор и натаму се солидни. Расположливите високофреквентни податоци покажуваа дека растот на економската активност продолжува и во текот на четвртиот квартал, што се потврди со официјалните податоци за БДП, при поволни движења забележани кај главните економски сектори. Што се однесува до кредитниот пазар, во првиот квартал на 2016 година кредитната активност и натаму расте со солидна стапка од околу 8%, којашто е умерено повисока од оценетата за првиот квартал на 2016 година. Во однос на ризиците, најновите остварувања укажаа на малку понеповолно глобално окружување, при послаб раст на брзорастечките економии (особено Кина) и на земјите во развој, зголемена неизвесност на глобалните финансиски пазари и на пазарите на примарни производи и нагласени геополитички ризици. Во таков амбиент и динамиката на економско заздравување на евро-зоната во наредниот период беше ревидирана во надолна насока. Од аспект на домашните ризици коишто се поврзани со политичките случувања во земјата, беше оценето дека нивните ефекти врз економијата и натаму се ограничени и главно се остваруваат преку каналот на очекувањата. Во услови кога клучните показатели се движат во очекуваните рамки, а при сè уште присутни неповолни ризици, излегувањето од зоната на приспособлива монетарна политика во следниот период ќе зависи од остварувањето на утврдените ризици и нивните ефекти врз надворешната позиција и врз девизните резерви.

**Каматен распон помеѓу пасивна денарска и пасивна девизна каматна стапка\* на вкупни депозити**

\*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:

**Каматен распон помеѓу пасивна денарска и пасивна девизна каматна стапка\* на новопримени депозити**

\*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

Во првиот квартал на 2016 година (во март 2016 година), ЕЦБ донесе пакет мерки за натамошно олабавување на финансиските услови во еврозоната, којшто вклучува и намалување на каматната стапка на основните операции за рефинансирање од 0,05% на 0%, но и на дополнителни мерки на олабавување. Со измените во март, каматниот распон помеѓу каматната стапка на благајничките записи на НБРМ и основната каматна стапка на ЕЦБ умерено се зголеми од 3,20 на 3,25 процентни поени. Во текот на првиот квартал, движењата кај краткорочните пазарни камати на европскиот и на домашниот финансиски пазар беа релативно стабилни, при што каматниот распон помеѓу едномесечниот СКИБОР и едномесечниот ЕУРИБОР забележа минимално проширување и изнесува 1,7 процентни поени, наспроти 1,6 процентни поени, во просек, за претходниот квартал. Во рамки на банкарскиот сектор во домашната економија, кај новопримените депозити, каматната стапка на денарските депозити во првиот месец од 2016 година забележа зголемување, што при истовремен пад на каматната стапка на девизните депозити, придонесе за проширување на каматниот распон и од 0,5 процентни поени во декември, тој изнесува 0,9 процентни поени во јануари. Сепак, треба да се има предвид дека кај каматите на новопримените депозити карактеристични се променливи движења, што може да доведе до чести и приврмени приспособувања на каматниот распон. Каматниот распон помеѓу каматите на вкупните денарски и вкупните девизни депозити е стабилен и во јануари изнесуваше 1,4 процентни поени, задржувајќи се на исто ниво како и во претходниот месец, откако во декември оствари умерен пад од 0,1 п.п.



Придонес во годишната промена на примарните пари (во процентни поени)

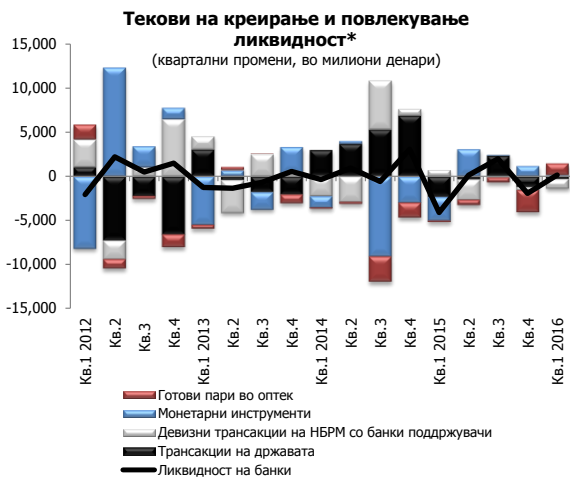


Извор: НБРМ.

### 2.1. Ликвидност на банките и движења на меѓубанкарскиот пазар на пари

Во текот на првиот квартал<sup>48</sup> на 2016 година, ликвидноста на банките<sup>49</sup> се зголеми за 3.312 милиони денари во однос на крајот на 2015 година. Примарните пари<sup>50</sup> во февруари 2016 година се повисоки за 3,3% на годишна основа, за разлика од декември 2015 година, кога забележаа годишен раст од 0,6%.

Во рамки на анализираниот период, автономните фактори, на нето-основа, предизвикаа пораст на ликвидноста на банките (за 1.450 милиони денари). Анализирано поединечно, трансакциите на државата, во услови на исплата на субвенции, придонесоа за раст на ликвидноста во износ од 1.745 милиони денари. Во иста насока делуваше и падот на готовите пари во оптик (за 400 милиони денари), додека ефектот од девизните интервенции на НБРМ (продажба на девизи на банките-подржувачи) беше намалување на ликвидноста на банките.



\*Позитивна промена - креирање ликвидност, негативна промена - повлекување ликвидност.  
Извор: НБРМ.

Состојбата на монетарните инструменти на НБРМ во анализираниот период се намали на нето-основа, со што во банкарскиот систем беа креирани ликвидни средства во вкупен износ од 1.228 милиони денари. Во овој период беа одржани три аукции на благајнички записи на НБРМ на кои беше применет тендер со износи (со ограничен износ) и фиксна каматна стапка од 3,25%. На аукциите беа понудени благајнички записи во износ од 25.500 милиони денари, при што побарувачката од банките беше пониска како од понудата, така и од износот кој достасуваше. Со тоа, состојбата на благајничките записи се намали на 24.606 милиони денари, при што во банкарскиот систем беше креирана ликвидност од 469 милиони денари<sup>51</sup>. При понизок интерес на банките за пласирање на вишокот ликвидни средства во депозити преку ноќ (за 615 милиони денари) и во 7-дневни депозити (за 778 милиони денари), пад оствари и состојбата на расположливите депозити (за 1.393 милиони

<sup>48</sup> Анализата е заклучно со 20 март 2016 година.

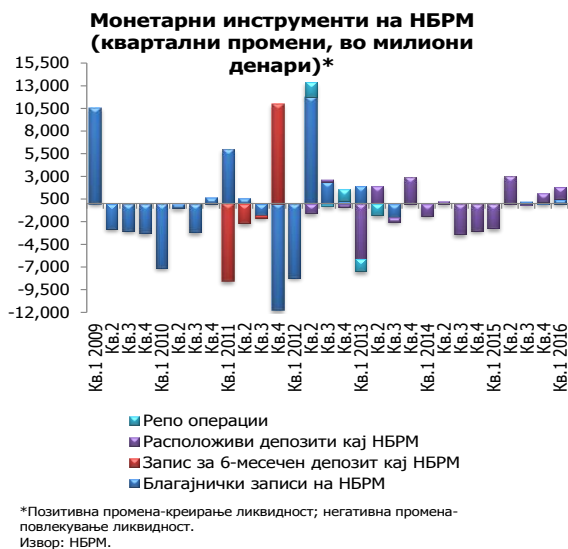
<sup>49</sup> Се однесува на промената на состојбата на сметките на банките кај НБРМ.

<sup>50</sup> Ја вклучува и задолжителната резерва во девизи.

<sup>51</sup> На аукциите на благајнички записи одржани во јануари, февруари и март беше забележана пониска побарувачка од понуда за 513, 868 и 894 милиони денари, соодветно. Побарувачката беше пониска и од износот кој достасуваше за 88, 355 и 26 милиони денари, соодветно.



денари). Оттука, при раст на ликвидноста преку автономните фактори (за 1.450 милиони денари) и креирање ликвидни средства преку монетарните инструменти (во износ од 1.862 милиона денари), просечниот вишок на средства на сметките на банките кај НБРМ над задолжителната резерва во денари во анализираниот период изнесуваше 0,9% и беше умерено повисок во споредба со просекот од претходниот квартал (0,7%).



**Во рамки на првиот квартал<sup>52</sup> на 2016 година, на меѓубанкарскиот пазар на депозити (необезбеден дел) беше остварен вкупен промет од 4.185 милиони денари.** Обемот на тргување на меѓубанкарскиот пазар на пари во анализираниот период е двојно понизок во споредба со прометот остварен во четвртиот квартал на 2015 година (8.732 милиона денари). Анализирано по одделни рочни сегменти, најголемо учество во вкупниот промет на меѓубанкарскиот пазар на депозити од почетокот на 2016 година имаа трансакциите остварени на 1 ден, со учество од 66% во вкупниот промет, додека учеството на трансакциите со рок до 7 дена изнесуваше 33% и беше релативно помало во споредба со претходниот квартал (47,3%). Во такви околности, остварената меѓубанкарска каматна стапка (МБКС) беше пониска и изнесуваше 1,07%, во просек, наспроти 1,12% во четвртиот квартал од 2015 година. Од друга страна, меѓубанкарската каматна стапка за склучени трансакции преку ноќ (МКДОНИА) и натаму е на стабилно ниво и изнесуваше 1,0%, во просек. **На секундарниот пазар со хартии од вредност** беше остварен промет во вкупен износ од 2.359 милиони денари<sup>53</sup>. Во структурата на прометот, најголемо учество имаа трансакциите со државни записи и со полагајнички записи (учество од 58,5% и 33,9% во вкупните трансакции, соодветно). Трансакции беа остварени и со државни обврзници, а беа склучени и репо-трансакции, но нивното учество во вкупните трансакции беше релативно мало (4,5% и 3,1%, соодветно). Вкупниот тргуван износ на секундарниот пазар во анализираниот период е понизок за 55% на квартална основа.



<sup>52</sup> Анализата во овој дел вклучува податоци за периодот заклучно со 20 март 2016 година.

<sup>53</sup> Заклучно со 17 март 2016 година.

## 2.2. Монетарни и кредитни агрегати

*По силниот раст во претходниот квартал, во текот на првото тримесечје на 2016 година најшироката парична маса умерено се намали на квартална основа. Приспособувањето е особено видливо кај најликвидната компонента, којашто по силниот раст во претходното тримесечје, во првиот квартал забележа намалување. Исто така, во овој период се забележува забавување на растот на краткорочните депозити, додека штедењето на долг рок и натаму се зголемува со слично темпо. Намалувањето на најшироката парична маса во првиот квартал, делумно има сезонски карактер, имајќи го предвид вообичаеното забавување на економската активност. Воедно, овие движења соодветствуваат и со побавното кредитирање на приватниот сектор во овој период. Анализирани од секторски аспект, растот на депозитите произлегува исклучиво од штедењето на населението, коешто и натаму се зголемува, со речиси идентичен придонес во растот на денарските и девизните депозити. На кредитниот пазар во првиот квартал беше карактеристично забавување на растот на активноста, што е вообичаено движење за овој период. По силниот прираст на корпоративните кредити во последниот квартал, во првото тримесечје на 2016 година нивното ниво умерено се намали. Финансиската поддршка на населението преку кредитите од банкарскиот систем се зголемува и во текот на првиот квартал.*



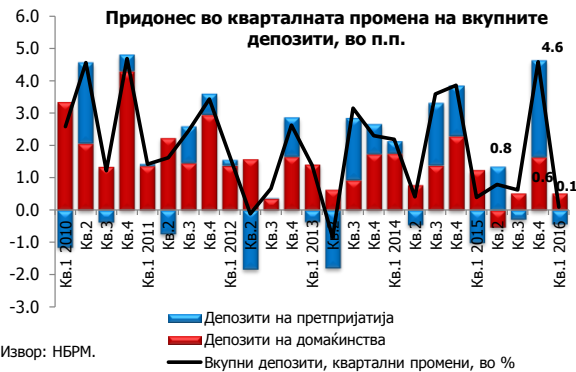
Во првото тримесечје на 2016 година, понудата на пари во економијата забележа минимален пад од 0,1%, наспроти растот од 4,5% во последниот квартал на 2015 година. Ваквата динамика делумно може да се објасни со сезонски фактори, имајќи го предвид забавувањето на активността во овој период, а воедно соодветствува и со забавениот кредитен раст. Анализирајќи според структурата, промените во динамиката на паричната маса се предизвикани од нејзината најликвидна компонента. Така, најликвидниот монетарен агрегат М1 забележа намалување на квартална основа, наспроти високиот позитивен придонес кон монетарниот раст во претходниот квартал. Штедењето на приватниот сектор и натаму расте, но значително послабо во споредба со претходниот квартал, при забавен раст на краткорочните депозити. Од друга страна, склоностите за штедење на подолг рок се задржаа, при што долгорочните депозити забележаа прираст сличен на оној од претходниот квартал. Во однос на валутната структура, во првиот квартал на 2016 година денарските депозити забележаа пад, што во целост произлегува од намалувањето на депозитните пари. Од друга страна,





	2013				2014				2015				2016	
	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1
<b>Вкупни депозити</b>	<b>квартални промени, во %</b>													
Вкупни депозити	2.3	2.2	0.4	3.6	3.9	0.4	0.8	0.6	4.6	0.1				
<b>придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.</b>														
Депозитни пари	1.1	0.7	0.2	1.1	2.8	-0.8	1.9	0.3	3.2	-0.4				
Денарски депозити	0.9	0.9	0.1	1.3	1.5	0.0	-1.1	0.3	0.3	0.01				
Девизни депозити	0.3	0.6	0.0	1.3	-0.4	1.2	0.0	0.1	1.1	0.5				
Краткорочни депозити	0.1	0.3	-0.7	1.3	-0.7	0.7	-1.0	-0.1	1.1	0.03				
Долгорочни депозити	1.1	1.3	0.8	1.2	1.7	0.5	-0.1	0.4	0.3	0.5				

Извор: НБРМ.



Извор: НБРМ.

	2013				2014				2015				2016	
	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1
<b>Депозити на домаќинствата</b>	<b>квартални промени, во %</b>													
Вкупни депозити на домаќинствата	2.4	2.4	1.1	1.9	3.2	1.8	-0.7	0.7	2.3	0.8				
<b>придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.</b>														
Депозитни пари	1.0	0.5	0.2	0.2	1.9	0.1	-0.2	0.3	1.8	0.1				
Денарски депозити	1.1	1.2	0.7	0.9	1.1	0.7	-0.4	-0.1	0.1	0.3				
Девизни депозити	0.3	0.7	0.2	0.9	0.2	1.0	-0.1	0.6	0.4	0.4				
Краткорочни депозити	-0.2	0.2	-0.2	0.2	-0.2	1.1	-0.7	0.1	0.2	0.1				
Долгорочни депозити	1.6	1.7	1.1	1.5	1.4	0.6	0.1	0.4	0.3	0.6				

Извор: НБРМ.

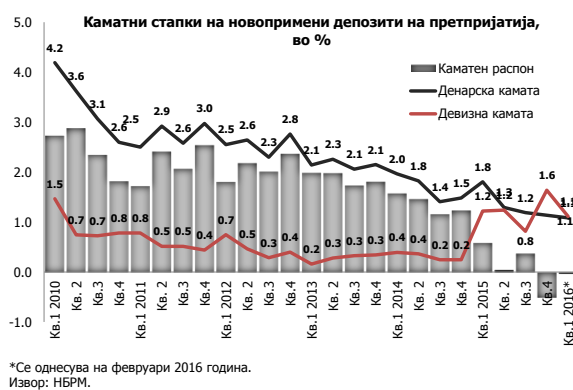
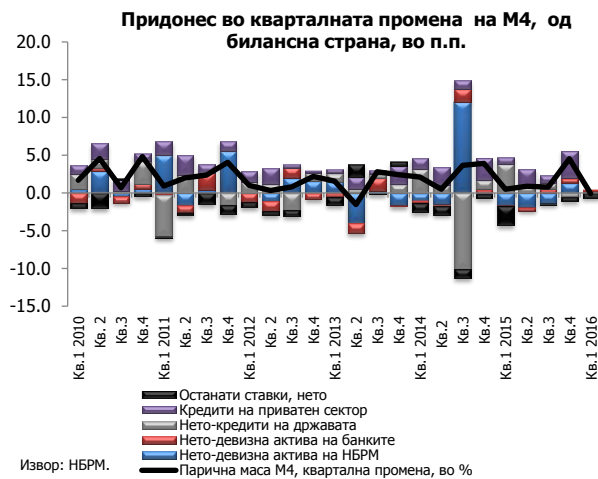
	2013				2014				2015				2016	
	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1
<b>Депозити на претпријатија</b>	<b>квартални промени, во %</b>													
Вкупни депозити на претпријатијата	4.1	1.7	-2.0	8.8	6.8	-4.2	5.9	-1.2	12.7	-1.7				
<b>придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.</b>														
Депозитни пари	1.9	1.1	0.2	3.3	7.6	-4.3	8.1	0.6	8.3	-2.3				
Денарски депозити	1.6	0.2	-1.8	2.8	1.3	-1.7	-2.6	-0.4	0.7	-0.1				
Девизни депозити	0.7	0.4	-0.4	2.7	-2.1	1.8	0.5	-1.4	3.7	0.6				
Краткорочни депозити	2.1	0.3	-2.0	4.8	-2.4	-1.1	-1.6	-1.2	4.3	-0.2				
Долгорочни депозити	0.2	0.3	-0.2	0.6	1.5	1.2	-0.6	-0.6	0.1	0.8				

Извор: НБРМ.

депозитите во странска валута и понатаму растат на квартална основа, со што одредени мали промени беа забележани во степенот на евроизација (учеството на девизните депозити во паричната маса на крајот на март се зголеми на 37,5% од 37,1% во декември). На годишна основа, растот на најшироката парична маса во март забави и се сведе на 6,2%, од 6,8% на крајот на 2015 година.

**Вкупниот депозитен потенцијал на банките во првото тримесечје на 2016 година и натаму расте на квартална основа, но значително побавно (забавување на растот од 4,6% во декември на 0,1% во март 2016 година), како последица на приспособувањето кај сите компоненти.** Гледано од аспект на валутата, намалување се забележува кај денарските депозити, заради падот на депозитните пари, додека девизните депозити и натаму растат на квартална основа. Од секторски аспект, растот на депозитите во првиот квартал на 2016 година целосно е резултат на порастот на депозитите на населението. **Вкупните депозити на домаќинствата забележаа квартален раст од 0,8%, што претставува забавување во однос на динамиката од претходниот квартал.** Кварталното забавување може да се објасни со високите остварувања во текот на четвртиот квартал, што делумно се должеа на исплатата на повисоките пензии и вообичаените бонуси за крајот на годината. Анализирано од валутен аспект, денарските депозити учествуваат со 52,9% во вкупниот квартален раст, наспроти 82,2% во четвртиот квартал. Од друга страна, девизните депозити и натаму растат, со речиси иста динамика како и во претходниот квартал. Од аспект на рочната структура, забележано е зголемување на кварталниот придонес на долгорочните депозити во растот на вкупните депозити, од 11,5% на 72,9%. Краткорочните депозити и натаму растат, но забавено. **На годишна основа,** растот на вкупните депозити на домаќинствата и натаму забавува и од 4,1% на крајот на декември, се свеѓува на 3,1% во март.

**Во првиот квартал на 2016 година, забележано е квартално намалување на корпоративните депозити од 1,7%, наспроти растот од 12,7% во четвртото тримесечје.** Ваквата динамика на движење на корпоративните депозити е



**Вкупни кредити на приватен сектор**

	2014				2015				2016
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1
<b>квартални промени, во %</b>									
Вкупни кредити на приватен сектор	1.8	2.9	1.4	3.6	1.1	2.7	1.2	4.2	0.1
<b>придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п</b>									
Денарски кредити	1.6	2.7	1.3	3.1	0.7	3.2	1.6	3.7	0.6
Девизни кредити	0.2	0.1	0.1	0.5	0.4	-0.5	-0.3	0.5	-0.6
Краткорочни кредити	0.7	0.4	0.0	1.6	-0.5	0.0	-0.4	1.8	-1.0
Долгорочни кредити	1.2	1.3	0.9	2.5	1.2	2.5	1.2	2.9	0.1
Домаќинства	0.9	1.6	1.2	1.0	1.0	1.8	1.4	1.1	1.1
Претпријатија	0.9	1.2	0.2	2.6	0.1	0.9	-0.2	3.2	-1.0

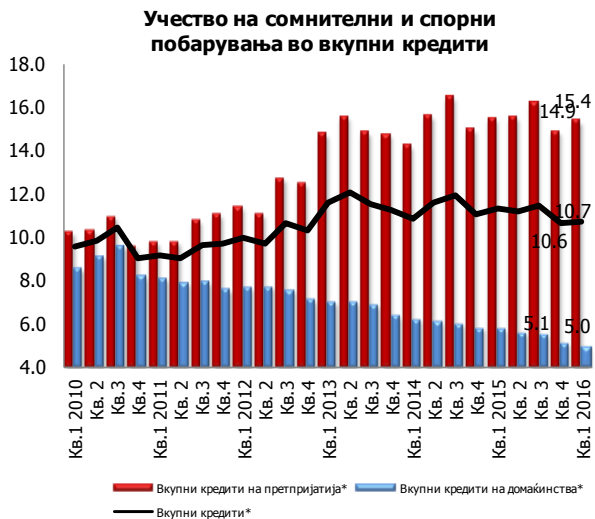
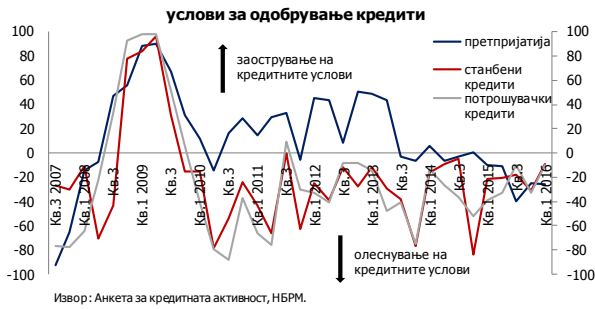
Истор: НБРМ.

вообичаена за овој период и веројатно е поврзана со циклусот во нивното деловно работење и начинот на финансирање на нивните активности. Од аспект на валутната структура, остварениот квартален пад целосно се должи на намалувањето на депозитите во домашна валута, додека девизните депозити и натаму растат, но послабо. Од аспект на рочната структура, кварталниот пад на корпоративните депозити целосно се должи на намалувањето на краткорочните депозити, при забрзан раст на долгорочните депозити. **На годишна основа**, корпоративните депозити на крајот на март се повисоки за 16%, наспроти 13% на крајот на декември.

**Според анализата на приносите од новото штедење<sup>54</sup>**, каматната стапка на новопримените денарски депозити на домаќинствата на крајот на февруари забележа умерен раст од 0,2 п.п., при минимален пад на каматната стапка на новопримените девизни депозити. Како резултат на ваквите движења, каматниот распон помеѓу нив се прошири и достигна 1,4 п.п. Во однос на новопримените корпоративни депозити, се забележува намалување на каматната стапка на девизните депозити за 0,5 п.п., при непроменета каматна стапка на денарските депозити. Следствено на ваквите промени, каматните стапки на новопримените денарски и девизни депозити се сведоа на исто ниво. Во однос на вкупните депозити, каматните стапки на денарските и девизните депозити на домаќинствата во февруари изнесуваат 2,6% и 1,1%, соодветно, додека кај претпријатијата 2,3% и 1,1%, за денарските и девизните депозити, соодветно.

**Анализата на структурата на паричната маса, од билансен аспект**, покажува дека остварениот пад на паричната маса во првите три месеци на годината главно се должи на останатите ставки, додека нето-кредитите на државата како и нето девизната актива на НБРМ и на банките придонесуваат за зголемување на паричната маса. Во иста насока делуваат и кредитите на приватниот сектор.

<sup>54</sup> Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматните стапки, додека за периодот претходно податоците се прибираа според старата методологија. Подетални информации се расположливи во рамки на Кварталниот извештај, мај 2015, на страница 53.



\* Се однесува на учеството на сомнителните и спорните побарувања во вкупните кредити на соодветниот сектор

	2014				2015				2016	
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	
<b>Кредити на домаќинствата</b>										
Вкупни кредити на домаќинствата	2.1	3.9	2.9	2.4	2.4	4.2	3.3	2.5	2.5	
<b>придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п</b>										
Денарски кредити	2.1	3.9	3.0	2.3	2.3	3.9	3.2	2.4	2.5	
Девизни кредити	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	
Краткорочни кредити	0.2	0.3	0.4	-0.4	0.2	0.2	0.2	-0.3	0.2	
Долгорочни кредити	1.8	3.5	2.5	2.8	2.0	3.9	3.0	3.0	2.4	

Извор: НБРМ.

**Кредитната активност на банкарскиот сектор и натаму расте и во првото тримесечје, но побавно. Кварталната стапка на раст на вкупните кредити на приватниот сектор изнесува 0,1% на крајот на март, во споредба со остварената стапка од 4,2% на крајот од декември 2015 година.** Ваквото кредитно воздржување на банките е вообичаено за овој период од годината. Согласно со резултатите од последната Анкета за кредитната активност<sup>55</sup>, забавувањето на кредитната активност во првиот квартал соодветствува со значително послабиот раст на побарувачката на корпоративни кредити и кредити на домаќинствата, во споредба со претходната анкета, а при натамошно олеснување на вкупните кредитни услови.

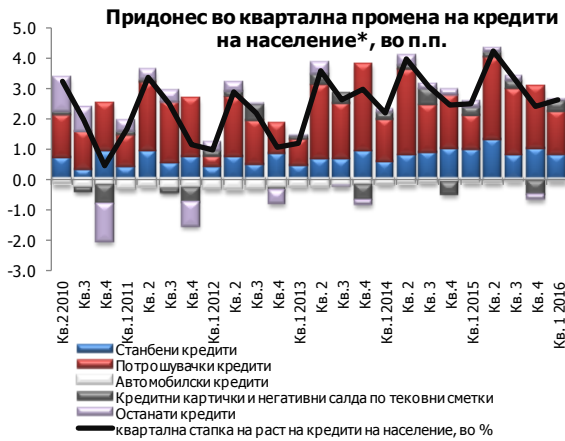
Од структурен аспект, кредитирањето на приватниот сектор во првиот квартал се однесува најмногу на денарските кредити и кредитите на домаќинствата. Од друга страна, кредитирањето во девизи и кредитите на претпријатијата забележаа пад на квартална основа. Анализата на рочната структура укажува дека квартално намалување бележат краткорочните и долгорочните кредити. Во однос на сомнителните и спорните побарувања, на крајот на март се забележува мало влошување на квалитетот на кредитното портфолио на банките кај претпријатијата, додека кај домаќинствата, стапката на нефункционалните кредити умерено се намали. Учеството на сомнителните и спорните кредити во вкупните кредити изнесува 10,7% и бележи благо зголемување за 0,1 процентен поен во споредба со декември.

**На годишна основа, вкупните кредити во март се повисоки за 8,4% (9,5% на крајот на декември).** Показателот за соодносот кредити/депозити<sup>56</sup> изнесува 91,9% на крајот на март, при што искористеноста на депозитниот потенцијал за кредитирање на приватниот сектор е на исто ниво како и во претходниот квартал.

**Во првиот квартал на 2016 година,**

<sup>55</sup> Подетални информации се расположливи во рамки на Анкетата за кредитната активност на следнава врска: <http://nbrm.mk/?ItemID=F7AC78DEF498764FBAF39049F726CE3C>.

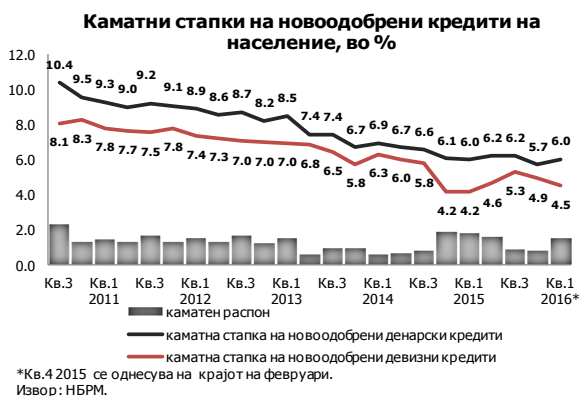
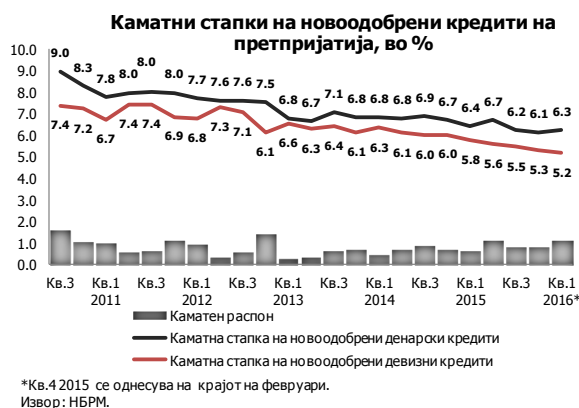
<sup>56</sup> Согласно со податоците од монетарната статистика.



\*Во вкупните кредити на население не се вклучени кредитите на самостојните вршители на дејност со личен труд.  
Извор: НБРМ.

	2014				2015				2016
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1
<b>Кредити на претпријатијата</b>									
Вкупни кредити на претпријатијата	1.5	2.0	0.3	4.5	0.1	1.6	-0.4	5.7	-1.8
<b>придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п</b>									
Денарски кредити	1.2	1.9	0.1	3.7	-0.5	2.7	0.3	4.7	-0.7
Девизни кредити	0.3	0.2	0.2	0.8	0.6	-1.1	-0.7	0.9	-1.1
Краткорочни кредити	1.0	0.6	-0.3	3.2	-1.1	-0.1	-0.9	3.5	-2.0
Долгорочни кредити	0.7	-0.2	-0.2	2.2	0.6	1.4	-0.1	2.8	0.0

Извор: НБРМ.



**кредитирањето на секторот „домаќинства“ и натаму расте, со исто темпо како и во претходниот квартал (квартално зголемување од 2,5%).** Задржувањето на поволните движења во овој сектор, согласно со Анкетата за кредитната активност делумно се должи на натамошното умерено олеснување на кредитните услови, при генерално непроменета побарувачка за сите типови кредити. Структурната анализа покажува дека главни носители на прирастот на кредитите на домаќинствата се денарските и долгорочните кредити. Што се однесува на одделните типови кредити на домаќинствата, прирастот и натаму произлегува претежно од зголемувањето на потрошувачките кредити, но нивниот придонес во растот се намалува. **На годишна основа,** вкупните кредити на домаќинствата на крајот на март се повисоки за 13,0% слично како и во претходниот квартал (12,9% на крајот на декември).

**Корпоративните кредити забележаа квартално намалување од 1,8%, наспроти силниот раст од 5,7% во претходниот квартал.** Според Анкетата за кредитната активност, ваквите движења соодветствуваат со позначителното забавување на растот на побарувачката на корпоративните кредити во овој период, при натамошно нето-олеснување на вкупните кредитни услови. Од валутен аспект намалувањето е главно произлегува од девизните кредити, а пад бележат и денарските кредити. **На годишна основа,** на крајот на март кредитите одобрени на претпријатијата се повисоки за 5,1%, наспроти 7,1% на крајот на декември.

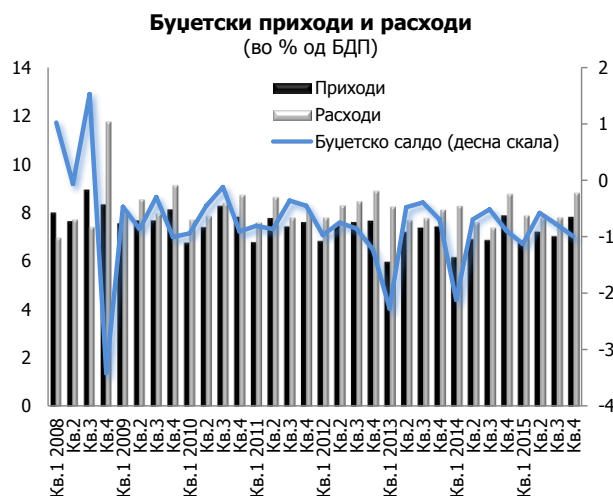
**Според најновите податоци за каматните стапки на новоодобрените кредити заклучно со февруари<sup>57</sup>,** каматните стапки на денарските кредити бележат зголемување и за претпријатијата и за населението, додека каматните стапки на новоодобрените кредити во девизи и за двата сектора бележат намалување.

<sup>57</sup> 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 во рамки на Квартален извештај, мај 2015, на страница 53.



### III. Јавни финансии

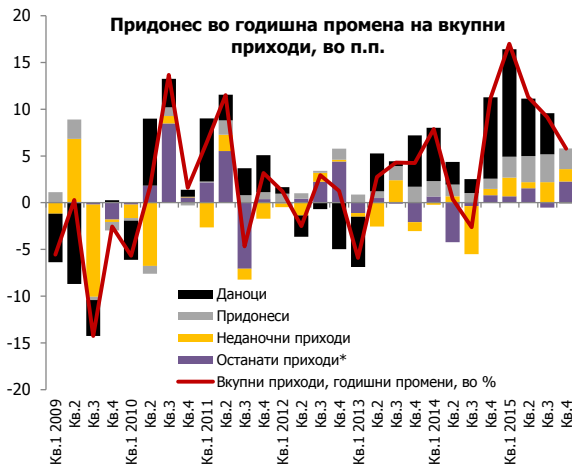
**Вкупните буџетски приходи и расходи (централен буџет и буџети на фондови) растат на годишна основа и во последниот квартал од 2015 година, но забавено. Послабото остварување кај вкупните приходи произлегува од стагнацијата на даночните приходи, наспроти нивниот раст во претходните неколку квартали. Во услови на понатамошен солиден раст на директните даноци, ваквите промени кај даночните приходи во целост произлегуваат од намалувањето на приливите врз основа на ДДВ. Останатите компоненти на буџетските приходи забележаа раст. Кај расходите, забавениот годишен раст произлегува од помалиот придонес на тековните трошоци. Капиталните трошоци, втор квартал по ред, бележат висока годишна стапка на раст, а нивниот придонес кон растот на вкупните расходи е поголем во споредба со претходниот квартал. И покрај забавувањето на годишниот раст, растот на квартална основа на буџетските приходи и расходи забрза, при што во овој квартал беше остварен буџетски дефицит од 1% од БДП, наспроти 0,8% од БДП во третиот квартал. Буџетскиот дефицит во овој период беше финансиран преку задолжување на државата на меѓународниот и на домашниот финансиски пазар. За целата 2015 година, буџетскиот дефицит изнесува 3,5% од БДП што претставува малку подобро остварување во однос на предвидениот буџетски дефицит од 3,6% од БДП, согласно со Ребалансот на Буџетот. Финансирањето на остварениот буџетски дефицит се изврши со комбинација на домашни и странски извори на финансирање.**



Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

Во текот на четвртиот квартал на 2015 година, вкупните приходи во Буџетот на Република Македонија<sup>58</sup> и натаму растат на годишна основа, при што беше остварена годишна стапка на раст од 5,8%, наспроти 9,2% во третиот квартал. Во однос на релативните показатели, учеството на остварените приходи во БДП изнесува 7,8%, слично ниво како и во истиот квартал од претходната година, но повисоко за 0,8 п.п. во однос на претходното тримесечје. Освен забавениот раст, дополнителна карактеристика на остварениот раст на буџетските приходи во овој период беше и промената на структурата на изворите на растот. Така, во последното тримесечје растот на приходите главно се објаснува со придонесите и останатите приходи (странските донации и неданочните приходи), што е спротивно на остварувањата во претходните неколку квартали, кога даночните приходи претставуваа главен двигател на прирастот на вкупните приходи. По непрекинатото забавување на растот во текот на годината, даночните приходи во овој период бележат

<sup>58</sup> Централен буџет и буџети на фондови.



\*Останатите приходи вклучуваат капитални приходи, странски донации и приходи од наплатени заеми.

Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.



Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.



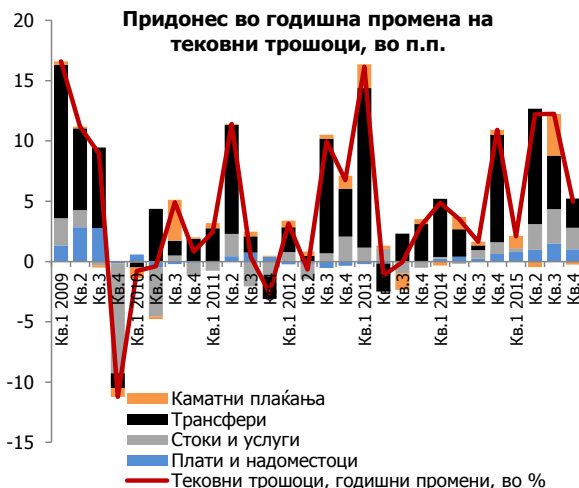
Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

мал пад на годишна основа, што во целост произлегува од годишното намалување на индиректните даноци како резултат на падот на приходите од ДДВ, при натамошна солидна наплата на директните даноци. Така, даночните приходи, во четвртиот квартал имаат неутрален придонес кон годишниот прираст на вкупните приходи, наспроти постојаниот позитивен придонес од вториот квартал на 2013 година. Притоа, приходите од ДДВ придонесуваат кон позначително намалување на даночните приходи (за 5,7 п.п.), што во услови на солиден раст на личната потрошувачка, делумно се објаснува со повисоката споредбена основа од претходната година, а дополнително би можело да се поврзе и со натамошното намалување на цените на нафтата во овој период. Од друга страна, приходите врз основа на акцизи, како и увозните давачки имаат умерен позитивен придонес кон растот на вкупните даночни приходи од 1,1 п.п. и 0,3 п.п., соодветно, што претставува малку послабо остварување во однос на претходниот квартал. Кај директните даноци, поволните движења во поголем дел произлегуваат од натамошното високо остварување кај данокот на добивка, но забавено во споредба со остварувањето од почетокот на годината<sup>59</sup>. Така, приходите врз основа на данокот на добивка објаснуваат околу 85% од вкупниот прираст на директните даноци, наспроти 95%, во просек, колку што изнесуваше нивното учество во претходните три квартали. Од друга страна, приходите врз основа на персоналниот данок бележат зголемен придонес, објаснувајќи 15% од остварениот годишен прираст (од 5%, во просек, во претходните три квартали), што е во согласност со натамошните поволни движења на пазарот на труд. Кај социјалните придонеси се забележува натамошен раст на наплатата кај сите поткатегории, при што нема позначителни поместувања во структурата на носителите на остварениот раст во однос на претходните три квартали. Специфично за четвртиот квартал е тоа што најголемиот индивидуален придонес кон растот на вкупните приходи произлегува од странските донации коишто објаснуваат 42,7% од вкупниот прираст, а позитивен придонес имаа и неданочните приходи.

<sup>59</sup> Од почетокот на 2015 година карактеристични се високи стапки на годишен раст на приходите врз основа на данокот на добивка како резултат на укинувањето на антикризната мерка со која задржаната добивка на компаниите беше ослободена од оданочување.



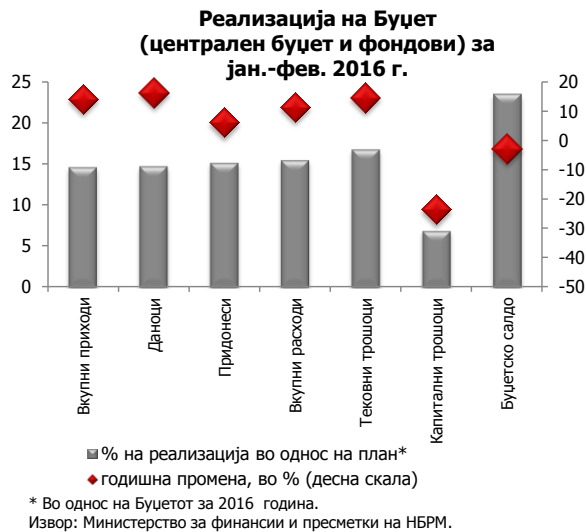
Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.



Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

Во последниот квартал на годината, растот на вкупните расходи забави на годишна основа и изнесуваше 7,1%, наспроти 12,8% во третиот квартал. Притоа, учеството на остварените расходи во БДП изнесува 8,8%, што е на нивото на остварувањата од последниот квартал на 2014 година, но претставува раст за 1 п.п. во однос на претходното тримесечје. Забавувањето на растот на буџетските расходи во овој период во целост се должи на послабиот раст на тековните трошоци, додека капиталните трошоци бележат натамошна солидна стапка на раст. Следствено на ваквите движења, тековните трошоци придонесуваат со 61% во вкупниот прираст наспроти 88% во претходното тримесечје, при зголемен придонес на капиталните расходи од 12% во третиот квартал, на 39% во последниот квартал. Кај индивидуалните категории на тековните трошоци не се забележани позначителни поместувања во структурата на остварениот раст во споредба со претходниот квартал, при што главни носители на растот и натаму се трансферите коишто објаснуваат околу половина од остварениот раст на тековните трошоци. Во нивни рамки, растот главно произлегува од извршувањата кај фондот за ПИОМ, за разлика од претходниот квартал кога растот произлезе од трансферите за здравствена заштита<sup>60</sup>. Другите трансфери, каде што спаѓаат и субвенциите, бележат мал позитивен придонес, наспроти намалувањето во претходното тримесечје. Трошоците за стоки и услуги претставуваат втор најголем носител на растот на вкупните тековни трошоци со учество од 36% во вкупниот прираст, а дополнителен позитивен придонес имаат и повисоките издатоци за плата и надоместоци (со учество од 20% во растот на тековните трошоци). Промените кај каматните плаќања во текот на четвртиот квартал се одразија во умерен годишен пад, со што придонесуваат кон намалување на тековните расходи, за разлика од претходното тримесечје, кога како резултат на отплатата на каматата на евро-обврзницата издадена во 2014 година беше остварен висок годишен раст. Како учество во БДП, тековните трошоци и капиталните расходи бележат раст од 0,4 п.п. и 0,6 п.п., соодветно и на крајот на

<sup>60</sup> Во јули 2015 година беше извршено зголемување на социјалната помош за 10%.



декември изнесуваат 7,5% од БДП односно 1,3% од БДП.

**Во првите два месеца од 2016 година, вкупните буџетски приходи бележат солидна стапка на годишен раст од 14,3%, што во поголем дел се должи на засилениот раст на даночните приходи при дополнителен придонес од страна на капиталните приходи и придонесите.** Така, даночните приходи се повисоки за 16,4% во однос на истиот период од претходната година, пред сè како резултат на зголемените приходи кај индиректните даноци, што главно се должат на повисоката наплата на ДДВ во овој период, што е спротивно на остварувањата во четвртиот квартал кога беше забележано позначително годишно намалување на оваа буџетска компонента. Мал позитивен придонес имаат увозните давачки, додека приливите врз основа на акцизи придонесуваат кон благо намалување на вкупните приходи од даноци. Истовремено, приливите од директните даноци бележат натамошен двоцифрен раст, објаснувајќи 22% од вкупниот остварен раст на даночните приходи, пред сè преку повисокиот раст на данокот на добивка, а во помал обем и преку растот на персоналниот данок на доход. Во рамки на придонесите, се забележуваат нагорни движења кај сите категории. Дополнителна карактеристика за периодот јануари-февруари 2016 година е високиот раст на капиталните приходи коишто објаснуваат 26,3% од вкупниот буџетски приход остварен во овој период<sup>61</sup>. **Паралелно со растот на приходите, во првите два месеци на годината беше остварен раст и на буџетските расходи, коишто на годишна основа беа повисоки за 11,4%.** Растот на вкупните расходи во овој период во целост произлегува од тековните трошоци, додека капиталните трошоци имаат негативен придонес. Во рамки на тековните расходи, остварениот раст во позначителен дел (околу 90%) се должи на забрзаното зголемување на трансферите, при умерен позитивен придонес и од трошоците за плата и надоместоци. **Во периодот јануари-февруари 2016 година беше остварен буџетски дефицит од 4.459 милион денари, што претставува 23,5% од планираниот дефицит за 2016 година.** Финансирањето на буџетскиот

<sup>61</sup> Во јануари 2016 година се изврши исплата на дивиденда од страна на една домашна компанија кон државата.





\* Позитивна промена - повлекување депозити; негативна промена - кумулирање депозити.

Извор: Министерство за финансии на Република Македонија.

дефицит во овој период во поголем дел се изврши преку повисока нето-емисија на државни хартии од вредност на домашниот пазар, а во помал обем преку повлекување на дел од депозитите на државата кај НБРМ.

**Во последниот квартал на 2015 година, во Буџетот на Република Македонија беше остварен дефицит од 5.551 милион денари, или 1% од БДП што претставува малку повисоко остварување во споредба со претходниот квартал (0,8% од БДП) и во однос на истиот период од минатата година (0,9% од БДП).** Од аспект на финансирањето, во четвртиот квартал беа остварени високи приливи врз основа на задолжувањето на државата на странскиот пазар на капитал со издавање на четвртата евро-обврзница<sup>62</sup> и преку дополнителна нето-емисија на државни хартии од вредност на домашниот пазар. Повисоките приливи во овој период во однос на остварените одливи<sup>63</sup> овозможува раст на депозитите на сметката на државата кај НБРМ. На збирна основа, за целата 2015 година, буџетскиот дефицит изнесува 19.425 милиони денари (или 3,5% од БДП), што претставува 96,5% од предвидениот буџетски дефицит за 2015 година, согласно со Ребалансот на Буџетот.

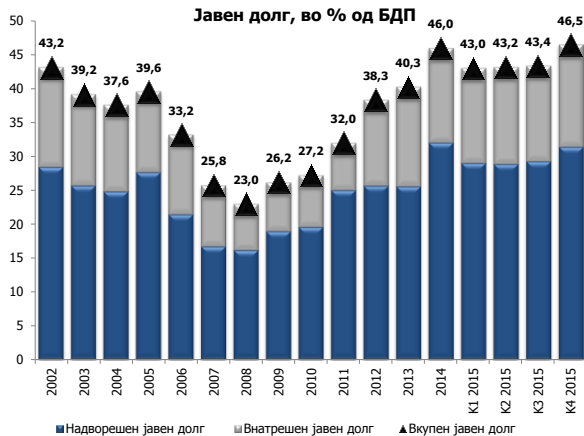
**На 31.12.2015 година, вкупниот јавен долг<sup>64</sup> е повисок за 3,1 п.п. од БДП, во однос на нивото на крајот на третиот квартал и изнесува 46,5% од БДП.** Анализата на неговите компоненти укажува дека остварениот раст во поголем дел се должи на растот на надворешниот долг (за 2,1 п.п. од БДП), при истовремено зголемување на внатрешниот долг за 1 п.п. од БДП. Притоа, на крајот на декември учеството на надворешниот и внатрешниот долг во БДП изнесува 31,3% и 15,2%, соодветно. На крајот на четвртиот квартал, вкупниот државен долг<sup>65</sup> изнесува

<sup>62</sup> Во декември, државата се задолжи на меѓународниот финансиски пазар со издавање на четвртата евро-обврзница во износ од 270 милиони евра со рок на достасување од 5 години и каматна стапка од 4,875%, односно стапка на принос од 5,125%.

<sup>63</sup> Во декември беа исплатени обврските врз основа на надворешен долг врз основа на претходно издадена евро-обврзница од 150 милиони евра.

<sup>64</sup> Јавниот долг е дефиниран со Законот за јавен долг („Службен весник на РМ“ бр. 165/14), согласно со којшто 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.

<sup>65</sup> Државниот долг е дефиниран како збир на долговите на централната и локалната власт.



38% од БДП (35,6% од БДП во третиот квартал), додека долгот на јавните претпријатија<sup>66</sup> изнесува 8,5% од БДП (7,8% од БДП на крајот на третото тримесечје).

Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

**БУЏЕТ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА (Централен буџет и буџети на фондови)**

	Ребаланс на Буџет за 2015 година	кв.1				кв.2				кв.3				кв.4				2015	Буџет за 2016 година	јан.-фев.	Годишни промени, период од 2015 год. во однос на истиот период од претходната година, во %					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.	
		кв.1	кв.2	кв.3	кв.4	кв.1	кв.2	кв.3	кв.4	кв.1	кв.2	кв.3	кв.4	кв.1	кв.2	кв.3	кв.4				2015	јан.-фев.	јан.-фев.	јан.-фев.								
<b>ВКУПНИ ПРИХОДИ</b>	<b>166.842</b>	<b>37.779</b>	<b>40.352</b>	<b>39.314</b>	<b>43.762</b>	<b>161.207</b>	<b>177.292</b>	<b>25.848</b>	<b>17,0</b>	<b>11,3</b>	<b>9,2</b>	<b>5,8</b>	<b>10,5</b>	<b>17,0</b>	<b>11,3</b>	<b>9,2</b>	<b>5,8</b>	<b>10,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,3</b>												
Даночни приходи и придонеси	142.527	33.326	35.378	34.837	37.285	140.826	150.718	22.323	16,1	10,3	8,4	2,5	8,9	14,3	9,1	7,5	2,2	7,9	12,1	10,7												
Даночи	93.516	21.935	23.119	22.331	23.972	91.357	99.543	14.629	20,4	10,7	7,6	-0,1	9,0	11,5	6,2	4,4	-0,1	5,1	16,4	9,1												
Придонеси	47.189	10.932	11.900	12.125	12.943	47.900	49.187	7.440	7,1	9,3	9,7	7,6	8,4	2,2	2,8	3,0	2,2	2,5	6,2	1,9												
Неданочни приходи	16.433	3.240	2.672	3.439	3.508	12.859	18.387	1.997	24,7	9,7	30,0	18,7	20,9	2,0	0,7	2,2	1,3	1,5	-3,7	-0,3												
Капитални приходи	2.880	350	1.286	332	297	2.265	3.155	1.011	101,1	23,5	-4,6	-4,5	20,9	0,5	0,7	0,0	0,0	0,3	528,0	3,8												
Странски донации	4.202	784	846	608	2.495	4.733	4.232	481	28,1	58,4	-20,6	69,6	39,9	0,5	0,9	-0,4	2,5	0,9	9,1	0,2												
Приходи од неплатени заеми	800	79	170	98	177	524	800	36	-61,1	3,0	-11,7	-28,9	-28,0	-0,4	0,0	0,0	-0,2	-0,1	33,3	0,0												
<b>ВКУПНИ РАСХОДИ</b>	<b>186.981</b>	<b>44.080</b>	<b>43.572</b>	<b>43.667</b>	<b>49.313</b>	<b>180.632</b>	<b>196.276</b>	<b>30.307</b>	<b>1,5</b>	<b>9,3</b>	<b>12,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>1,5</b>	<b>9,3</b>	<b>12,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>												
Тековни трошоци	164.747	39.936	40.106	39.919	42.004	161.965	170.698	28.557	2,1	12,2	12,2	5,0	7,7	1,9	11,0	11,2	4,3	6,9	14,6	13,4												
Капитални трошоци	22.234	4.144	3.466	3.748	7.309	18.667	25.578	1.750	-3,8	-16,3	19,1	21,2	5,9	-0,4	-1,7	1,6	2,8	0,6	-23,6	-2,0												
<b>БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ / СУФИЦИТ</b>	<b>-20.139</b>	<b>-6.301</b>	<b>-3.220</b>	<b>-4.353</b>	<b>-5.551</b>	<b>-19.425</b>	<b>-18.984</b>	<b>-4.459</b>	<b>-43,4</b>	<b>-11,1</b>	<b>61,5</b>	<b>18,6</b>	<b>-12,2</b>																			
Финансирање	20.139	6.301	3.220	4.353	5.551	19.425	18.984	4.459																								
<b>Привл</b>	<b>48.958</b>	<b>16.709</b>	<b>5.142</b>	<b>9.300</b>	<b>16.695</b>	<b>47.846</b>	<b>40.546</b>	<b>5.385</b>																								
Приходи од приватизација	0	0	0	0	0	0	0	0																								
Странски заеми	4.339	1.018	362	1.483	17.003	19.866	22.861	612																								
Депозити	20.973	9.928	2.414	4.575	-6.607	10.310	-1.209	1.166																								
Државни записи	5.137	5.762	2.356	3.240	6.296	17.654	18.860	3.607																								
Продажба на акции	50	1	10	2	3	16	34	0																								
<b>Одлив</b>	<b>28.819</b>	<b>10.408</b>	<b>1.922</b>	<b>4.947</b>	<b>11.144</b>	<b>28.421</b>	<b>21.562</b>	<b>926</b>																								
Отплата на главница	28.819	10.408	1.922	4.947	11.144	28.421	21.562	926																								
Надворешен долг	22.664	10.276	923	596	10.336	22.131	12.381	726																								
Домашен долг	6.155	132	999	4.351	808	6.290	9.181	200																								

Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

#### IV. Берзански индекси и цени на недвижности

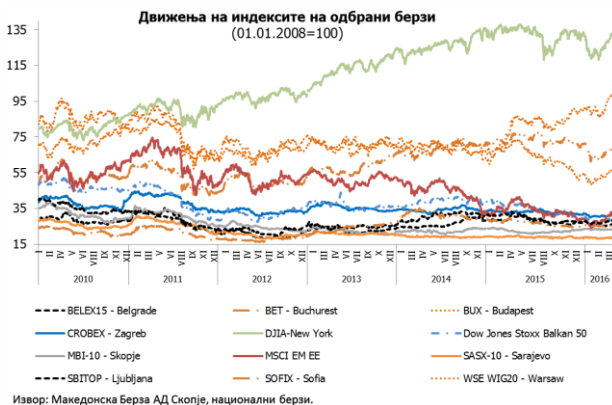
**Во првиот квартал на 2016 година македонскиот берзански индекс МБИ-10 забележа квартално намалување. Вредноста на индексот на обврзниците (ОМБ) и натаму се зголемува и во текот на првиот квартал, но растот сепак забави. Поместувањата на најголемиот дел од регионалните берзи се, исто така, во надолна насока, што во најголем дел се поврзува со специфични локални фактори во одделните земји. Со цел да се зголеми ефикасноста на регионалните пазари на капитал, почнувајќи од март 2016 година, започна со работа регионалната платформа за тргување со хартии од вредност „СЕЕ линк“, којашто ги поврза бугарската, македонската и хрватската берза. Цените на недвижностите на домашниот пазар во првиот квартал од годината бележат мало забрзување на растот. Имајќи ја предвид нивната променливост во текот на изминатата година, како и стабилната состојба на понудата и побарувачката за недвижности, тешко е да се утврди дали ваквата промена е од привремен или постојан карактер.**

<sup>66</sup> 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).



Извор: Македонска Берза АД Скопје

Во текот на првиот квартал на 2016 година, вредноста на македонскиот берзански индекс МБИ-10<sup>67</sup> забележа квартален пад од 2,8%, при што на крајот од кварталот индексот ја достигна вредноста од 1781,03 (наспроти 1833,26 колку што изнесуваше на почетокот на кварталот). Со тоа трендот на раст на индексот, што беше присутен од втората половина на 2015 година, беше прекинат во првото тримесечје на 2016 година. Притоа, вкупниот берзански промет се намали за 13,6% во однос на претходното тримесечје, а намален обем на тргување бележат и блок-трансакциите. Ваквите движења на индексот би можеле да се поврзат со слабата заинтересираност на домашните инвеститори и отсуството на поголеми странски институционални инвеститори, како и зголемената одбивност кон ризикот, имајќи ја предвид тековната неизвесна политичка ситуација во земјата. За разлика од МБИ-10, индексот на обврзниците (ОМБ) на крајот на март 2016 година, во однос на крајот на декември 2015 година, забележа раст од 0,3% (малку побавен во споредба со претходниот квартал кога растот изнесуваше 0,5%).



Извор: Македонска Берза АД Скопје, национални берзи.

На крајот од првиот квартал од 2016 година, поголем број од регионалните берзански индекси забележаа намалување, со исклучок на индексите на берзите во Будимпешта, Варшава и Љубљана. Надолното движење кај дел од индексите би можело делумно да се поврзе со зголемената променливост на светските финансиски пазари и неизвесноста во надворешното окружување, но сепак, во најголем дел поместувањата на регионалните берзи се одраз на специфични локални фактори<sup>68</sup>. Во интерес на зголемување на интеграцијата на регионалните пазари на капитал, од 29 март 2016 година започна со работа регионалната платформа за тргување со хартии од вредност „СЕЕ линк“<sup>69</sup>. Преку

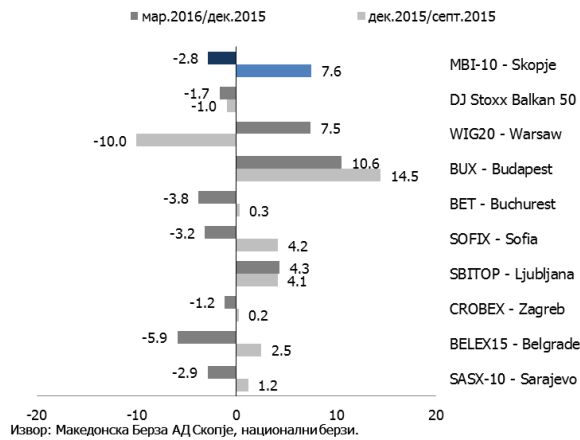
<sup>67</sup> На 15.12.2015 беше извршена ревизија на МБИ-10, при што од 30.12.2015 година во индексот влегуваат: „Комерцијална банка“ АД Скопје; „Гранит АД“ Скопје; „Алкалоид“ АД Скопје; „Стопанска банка“ АД Битола; „Макпетрол“ АД Скопје; „Македонијатурист“ АД Скопје; „Стопанска банка“ АД Скопје; „Македонски телеком“ АД Скопје; „НЛБ Тутунска банка“ АД Скопје и „Скопски пазар“ АД Скопје.

<sup>68</sup> <http://wire.seenews.com/>

<sup>69</sup> <http://www.see-link.net/>



**Промени на регионалните берзански индекси,  
крај на март 2016/декември 2015 и  
крај на декември 2015/крај на септември 2015 (во %)**



оваа платформа е овозможено тргување со 387 хартии од вредност котирали на берзите во Скопје, Софија и Загреб, а ќе се приклучат и берзите од Белград и Љубљана.

**Индексот на цените на становите<sup>70</sup> во првиот квартал од 2016 година забележа умерено забрзување на растот на годишна основа со што тој изнесува 3,1% (раст од 0,9% во четвртиот квартал од 2015 година). Сепак, имајќи предвид дека во текот на изминатата година, кај цените на недвижностите беа забележани мали поместувања во различна насока, тешко е да се заклучи дали промената во првиот квартал е од постојан или од привремен карактер. Во прилог на ова е и констатацијата дека по изразено надолниот тренд во претходните години, во текот на изминатата година дојде до стабилизирање на цените на становите. 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 2015 година од околу 19%), а слична динамика покажуваат и податоците за одобренјата за изградба на станови. Во поглед на побарувачката на станови, постојаниот солиден раст на станбените кредити продолжи и во првиот квартал на 2016 година, што упатува на натамошно зајакнување на побарувачката.**

<sup>70</sup> Хедонички индекс на цените на становите, изготвен од страна на НБРМ врз база 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.

<sup>71</sup> Расположливи податоци за првите два месеци од кварталот.



## V. Макроекономски проекции и ризици

Најновиот циклус макроекономски проекции за 2016 и 2017 година беше заокружен кон почетокот на април и не упатува на поголеми промени во макроекономската слика во споредба со октомвриската проекција. Во однос на натамошното присуство на внатрешнополитичките ризици, во рамки на проекциите се претпостави релативно брзо стабилизирање на политичкиот контекст, без негови поголеми ефекти врз домашната економија. Расположливите показатели за домашната економија, заедно со вградените надворешни и домашни претпоставки за следниот период доведуваат до слична проектирана патека на клучните показатели, како и во рамки на октомвриските проекции. Основното макроекономско сценарио покажува солиден економски раст од 3,5% и 4% во 2016 и 2017 година, соодветно, поддржан од структурните промени во извозниот сектор, јавните инфраструктурни инвестиции и од кредитната активност на домашните банки. При пониски увозни цени, проектираната инфлација за 2016 година е пониска во споредба со претходната проекција и изнесува 0,5%, во просек, за 2016 година, додека за 2017 година и понатаму се очекува ценовен раст од 1,6%, во просек. Во услови на пониски цени на нафтата од очекуваните, се оцени дека дефицитот во тековната сметка е помал во однос на октомвриските проекции и ќе биде на умерено ниво од 1,2% и 1,4% од БДП во 2016 година и 2017 година, соодветно, финансиран преку должнички и недолжнички текови, што ќе обезбеди натамошен раст на девизните резерви. **Во текот на април 2016 година дојде до влошување на политичката состојба, а воедно беа забележани поизразени сигнали за нејзино делување врз довербата и очекувањата на субјектите.** Од тие причини, во рамки на овој циклус проекции се изготви и алтернативно макроекономско сценарио, коешто претпоставува продолжување на политичката криза одреден временски период, со ефекти главно во текот на 2016 година. Макроекономската слика во рамки на ова сценарио покажува значително послаб економски раст во однос на основното сценарио, односно оценет реален раст на БДП од 1,6% во 2016 година, што ќе придонесе за задржување на цените во негативната зона. Во надворешниот сектор, алтернативното сценарио покажува малку поголем дефицит во тековната сметка (2% од БДП во 2016 година), под влијание на растечката склоност за располагање со девизи и со тоа, пониските приватни трансфери, а неповолни би биле и ефектите врз надворешните финансиски текови. Сепак, и во ова сценарио, показателите за адекватноста на девизните резерви и натаму се во сигурната зона.

### 5.1. Претпоставки во проекцијата за надворешното окржување<sup>72</sup>

*Глобалната економска активност значително забави во четвртиот квартал од 2015 година, во услови на послаб раст на развиените економии и неповолни макроекономски услови во дел од земјите во развој. Најновите проекции<sup>73</sup> за глобалниот раст во 2016 и*

<sup>72</sup> Како извор на историските податоци за странската побарувачка, за странската инфлација, за курсот САД-долар/евро и за ЕУРИБОР се користи Еуростат, а за цените на нафтата, храната и металите се користи статистиката на ММФ. Проекциите на странската побарувачка, на странската инфлација, на девизниот курс на САД-доларот и на ЕУРИБОР се засноваат врз „Консензус форкаст“, додека проекциите на цените на нафтата, храната и металите се засноваат врз проекциите на пазарни аналитичари. Во анализата се користат разни извештаи на ММФ, Светската банка, ЕЦБ, ФАО, ОПЕК и на специјализирани економски портали.

<sup>73</sup> „Светски економски преглед“, ММФ, април 2016 година.

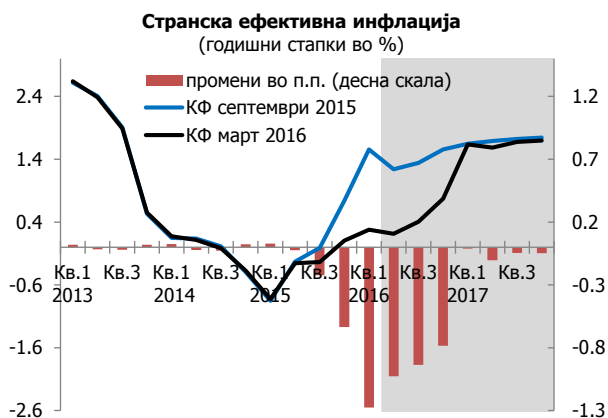


2017 година се надолно ревидирани, упатувајќи на поскромно заздравување во однос на претходните очекувања. Со оглед на надолните ревизии, како и понагласените надолни ризици, глобалниот економски амбиент се оценува како понеповолен во споредба со октомврскиот циклус.



**Спротивно на изгледите за глобалната економија, според најновите оценки странската ефективна побарувачка<sup>74</sup> е ревидирана во нагорна насока во целиот период на проекции.**

Така, сега се предвидува дека нејзиниот раст во 2016 и 2017 година ќе изнесува 1,5% и 1,9%, наспроти проекцијата од 1,4% и 1,5% во октомври. Притоа, нагорните ревизии во двете години во најголема мера се должат на оптимистичките оценки за грчката економија, додека дополнителен позитивен придонес, особено во 2017 година, произлегува и од нагорната ревизија на економскиот раст на Бугарија.



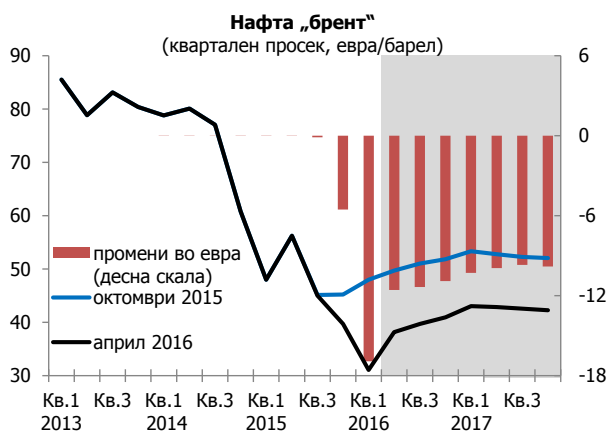
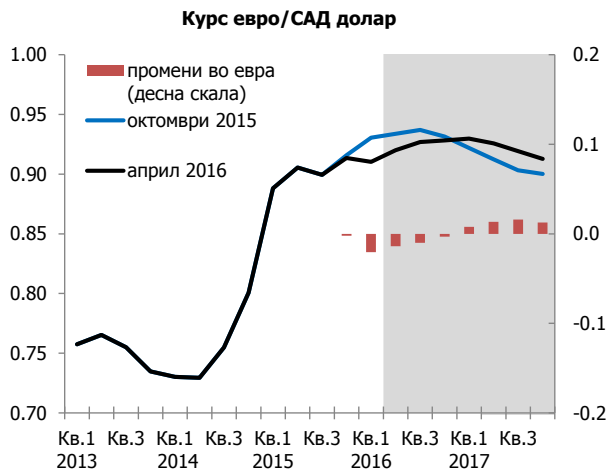
**Споредбата со октомври упатува на значително пониска стапка на странската ефективна инфлација во 2016 година,** за која се оценува дека ќе биде минимална и ќе изнесува 0,4%, за разлика од претходно кога се очекуваше дека ќе изнесува 1,4%.

Ваквата промена доаѓа во услови на надолни ревизии на проектираните стапки на инфлација кај сите наши главни увозни партнери, од кои најголемиот придонес кон ревизијата произлегува од значителните корекции кај Германија, Грција и Србија<sup>75</sup>. За разлика од ова, во 2017 година не е извршена промена на проекцијата за странската инфлација во споредба со октомври, односно и натаму се очекува дека таа ќе изнесува 1,7%.

Во однос на проекцијата на **девизниот курс САД-долар/евро**, во 2016 година се предвидува поумерена апрецијација на САД-доларот на годишна основа во споредба со октомври (2,2% наспроти 3,4%). Позначителна промена во очекувањата е извршена за 2017 година. Така, новата проекција предвидува натамошен тренд на

<sup>74</sup> Странската ефективна побарувачка е пресметана како збир од пондерирани индекси на бруто домашниот производ на најзначајните трговски партнери на Република Македонија. Во пресметката на индексот се вклучени Германија, Грција, Италија, Холандија, Белгија, Шпанија, Србија, Хрватска, Словенија и Бугарија.

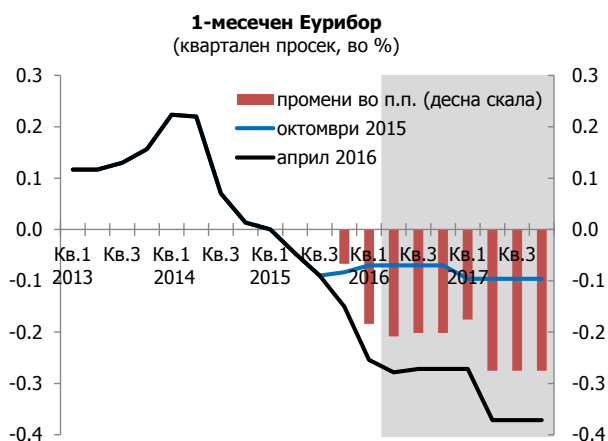
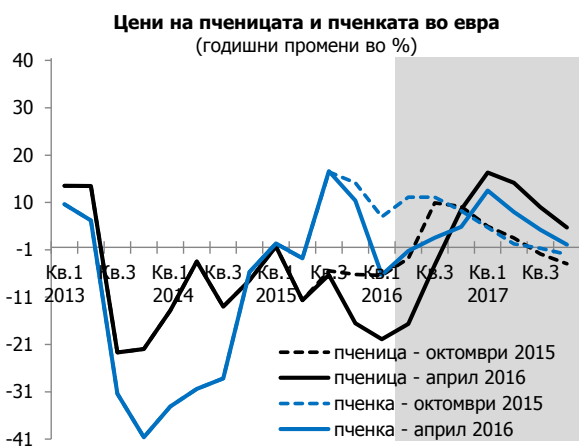
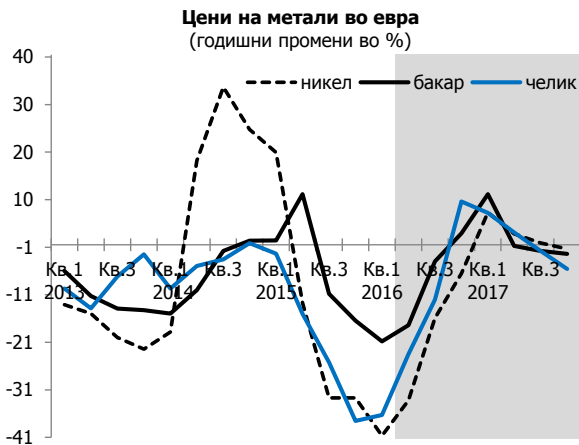
<sup>75</sup> Инфлацијата во Србија е коригирана за промените во девизниот курс.



зголемување на вредноста на САД-доларот, за разлика од октомвриската проекција за негова депрецијација, имајќи ги предвид очекувањата за поизразена дивергенција помеѓу монетарните политики на ФЕД и ЕЦБ во наредниот период и асиметричните макроекономски движења во САД и еврозоната.

**Во првиот квартал од 2016 година беше забележан поголем пад на цената на нафтата од типот „брент“, за којшто се очекува дека ќе продолжи и во поголемиот дел од остатокот на годината.** Следствено, на ниво на целата 2016 година, корекцијата на цената на нафтата во споредба со октомвриските оценки е значителна. Така, додека претходно се предвидуваше умерен раст на цената на нафтата оваа година, сега се очекува нејзин двоцифрен пад, во услови на натамошно постоење на големи вишоци на нафта на глобалниот пазар и непрекинато зголемување на понудата од страна на земјите-членки на ОПЕК. Исто така, се очекува дека предвиденото забавување на растот на глобалната побарувачка дополнително ќе придонесе за падот на цените на нафтата. Наспроти ова, во 2017 година се очекува раст на цената на нафтата, но ценовното ниво ќе биде и натаму пониско во споредба со октомвриската проекција. Во номинални износи, се предвидува дека цената на нафтата ќе изнесува 37,4 евра/барел во 2016 година и 42,6 евра/барел во 2017 година, што е помалку за околу 10 евра од претходната проекција.

**Падот на цените на металите и натаму се продлабочува на почетокот на 2016 година, при што се оценува постепено исцрпување на негативните движења во наредниот период.** Сепак, во споредба со октомври, закрепнувањето на пазарот на метали е пролонгирано, при што најновите оценки во поглед на цените на никелот, бакарот и челикот во 2016 година покажуваат повторна надолна корекција. Притоа, се предвидува продлабочување на негативните стапки на раст оваа година, при сè уште неврамнотежени фундаменти, имајќи ги предвид состојбите на страната на



понудата<sup>76</sup>, како и зголемениот скептицизам за побарувачката од Кина, како клучен пазарен учесник. Закрепнувањето на пазарот на метали би било повидливо во 2017 година, за кога се очекува одредено зголемување на цените на никелот и бакарот на глобалните берзи, наспроти октомвриската проекција за нивен натамошен пад, при очекувања за постепено намалување на вишокот понуда на глобалниот пазар. Од друга страна, очекувањата за раст на цената на челикот се задржани, иако стапката на раст е умерено надолно ревидирана.

**Во периодот на проекции постојат значителни промени во поглед на согледувањата за идното движење на цените на примарните прехранбени производи во споредба со октомври.** Така, за 2016 година е извршена значителна надолна ревизија на проекцијата за цените на пченицата и пченката, при што сега се очекува дека тие и натаму ќе се намалуваат за разлика од октомвриската оценка за нивен раст. Ваквата промена е одраз на повеќе фактори, како што се моменталната состојба на солидна понуда на пченица и пченка, проекциите за високи глобални залихи и поволните очекувања за претстојната жетва. Наспроти ова, во 2017 година е извршена нагорна ревизија, при што сега се предвидува значително повисок раст на цените на пченицата и пченката во споредба со октомвриските проекции.

Во споредба со октомври, извршена е надолна ревизија на **едномесечниот ЕУРИБОР**, при натамошно олабавување на монетарната политика на ЕЦБ. Сега се очекува дека едномесечниот ЕУРИБОР ќе се движи подлабоко во негативната зона и ќе изнесува -0,27% и -0,35%, во просек, во 2016 и 2017 година, соодветно, наспроти -0,07% и -0,1% во октомвриската проекција.

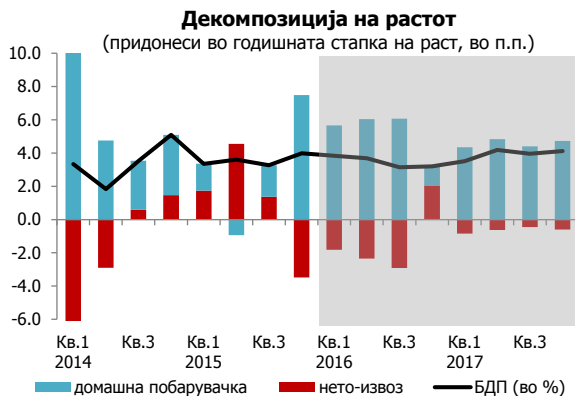
<sup>76</sup> Покрај тоа, во поглед на цената на никелот, постојат најави за ревидирање на забраната за извоз од Индонезија, коишто доколку би се оствариле, би придонеле за зголемување на понудата на никел на глобалниот пазар.





## 5.2. Проекција и ефекти врз монетарната политика

**Основното макроекономско сценарио укажува на стабилна надворешна позиција на економијата и девизни резерви, коишто и во следниот период ќе се одржуваат на соодветно ниво.** Иако се очекува дека растот на домашната економија ќе создаде одредени увозни притисоци, сепак се оценува дека тие нема да предизвикаат нарушување на надворешната рамнотежа. За следниот двегодишен период се очекува дека дефицитот во тековната сметка ќе се финансира од директните инвестиции и задолжувањето, што ќе услови раст на девизните резерви и нивно одржување на соодветно ниво. **Гледано низ призмата на странската камата, како битен фактор за домашната монетарна политика, и во оваа проекција нема поголеми промени.** Така, во наредниот двегодишен период се очекува дека каматната стапка на едномесечниот ЕУРИБОР и натаму ќе биде во негативната зона, имајќи ги предвид мерките што ЕЦБ ги презеде во март 2016 година за дополнително монетарно олабавување. **Клучните неповолни ризици кон основното макроекономско сценарио се слични на оние од октомврскиот циклус проекции, но се поизразени.** Притоа, се оценува дека постои значително зголемување на неизвесноста заради **домашни фактори поврзани со домашната политичка криза** и нејзиното пролонгирање, поради што зголемуваат изгледите за нејзино прелевање во економијата. **Надворешните ризици** се поврзани со неизвесноста околу закрепнувањето на глобалната економија, зголемената променливост на глобалните финансиски пазари, одржувањето ниски нивоа на цените на металите, како и нагласените геополитички ризици.



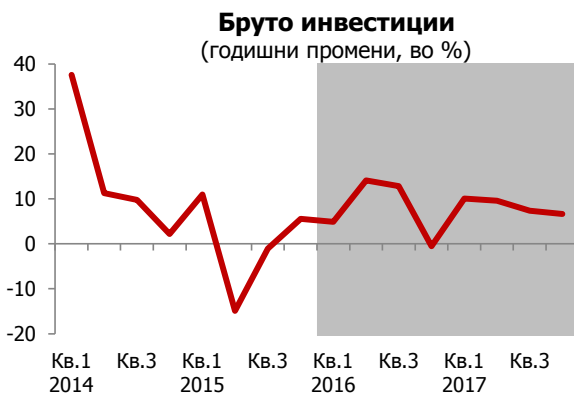
Во 2015 година растот на економијата изнесува 3,7%, што е малку повисоко остварување во споредба со октомвриската проекција. Главни фактори за економскиот раст се извозот и личната потрошувачка, а мал позитивен придонес имаше и јавната потрошувачка, додека придонесот на инвестициите беше неутрален. Расположливите високофреквентни податоци упатуваат на натамошен раст со сличен интензитет и во првото тримесечје на 2016 година. **Растот на**



**економијата во 2016 и 2017 година ќе произлезе од извозот и инвестициите и се очекува дека ќе изнесува 3,5% во 2016 година и 4% во 2017 година.**



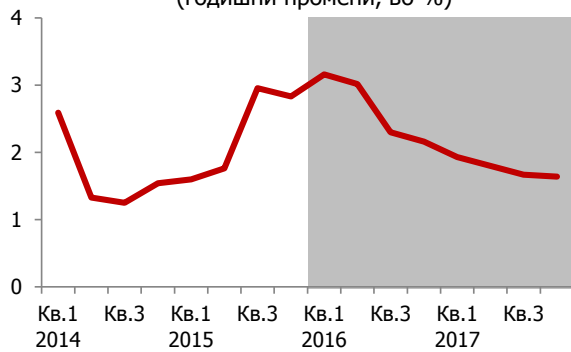
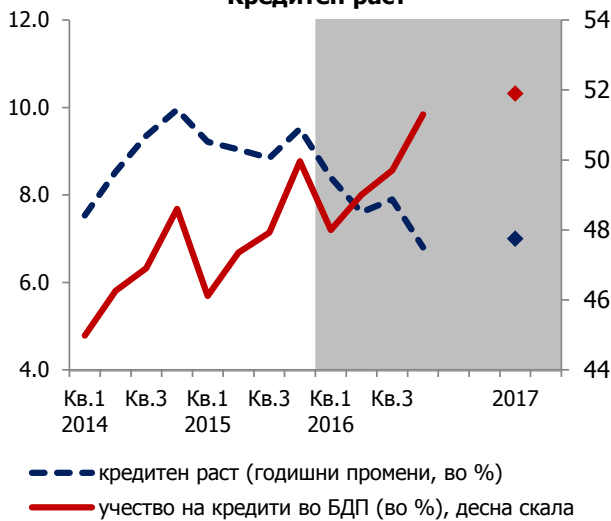
**Извозот ќе биде еден од главните двигатели на вкупниот економски раст во наредните две години, што во 2016 година главно се поврзува со растот на извозот на новите производствени капацитети, додека во услови на неповолна конјунктура кај цените на металите се очекува намалено производство и извоз на металната индустрија. Растот на извозот ќе продолжи и во 2017 година, при понатамошно закрепнување на странската ефективна побарувачка, понатамошен раст на извозот на странските капацитети, влез на нови капацитети во извозниот сектор, како и постепено закрепнување на цените на металите.**



**Позитивното движење на домашната побарувачка ќе продолжи и во текот на 2016 година при раст на сите компоненти. Притоа, бруто-инвестициите ќе бидат еден од главните фактори за проектираниот економски раст, во услови на очекувано продолжување на градежната активност поврзана со државните инвестиции во патната инфраструктура, раст на приватните инвестиции (очекувања за инвестиции во нови капацитети од странските инвеститори) и зголемена кредитна активност при очекувани поповолни кредитни услови. Во 2016 година се очекува солиден раст на личната потрошувачка поддржан од повисокиот реален расположлив доход на домаќинствата. Исто така, растот на личната потрошувачка ќе биде поддржан од натамошната кредитна активност од страна на домашните банки. Се очекува дека ваквите трендови на страната на домашната побарувачка ќе продолжат и во 2017 година. Продолжувањето на државниот инвестициски стимул во патната инфраструктура, земајќи го предвид долгорочниот карактер на инфраструктурните проекти, инвестициите во новите капацитети со странски капитал и растот кај извозната активност ќе го поддржат растот на бруто-инвестициите во 2017 година. Во периодот на проекција се очекуваат и позитивни, но умерени стапки на раст на јавната потрошувачка, со што таа ќе има мал позитивен придонес кон растот.**



**Оцените за непрекинат раст на**

**Број на вработени лица**  
(годишни промени, во %)**Кредитен раст****Увоз на стоки и услуги**  
(годишни промени, во %)

**економијата ќе придонесат кон продолжување на солидниот кредитен раст**, за кој се очекува дека ќе изнесува 6,8% на крајот на 2016 и 7% на крајот на 2017 година. Проектираниот кредитен раст ги одразува факторите и на страната на побарувачката и на страната на понудата. Така, се очекува дека побарувачката на кредити ќе расте и во наредните две години, при очекувани поволни трендови на пазарот на труд и зголемена инвестициската активност. На страната на понудата се очекува поддршка од растот на депозитната база, при оценки за релативно стабилни согледувања за ризик од страна на банките. Воедно, и понатаму се очекуваат поволни ефекти врз кредитната активност од стандардните и нестандардните мерки коишто досега ги презеде НБРМ. **Од аспект на депозитниот потенцијал**, во 2016 година се очекува раст кај депозитната база од 6%, додека во 2017 година се оценува дека ќе дојде до забрзување на растот на депозитите на 7,2%.

Се очекува дека зголемената инвестициска и извозна побарувачка, како и понатамошниот раст на личната потрошувачка **ќе доведат до раст на увозот во 2016 и 2017 година**. Согласно со движењата кај извозот и увозот на стоки и услуги во наредниот двегодишен период, **се очекува придонесот на нето-извозот кон економскиот раст да биде негативен**.

**Според најновите оценки за 2016 година, се очекува мало стеснување на дефицитот на тековната сметка на билансот на плаќања, со што тој ќе изнесува 1,2% од БДП**. Подобрувањето на дефицитот во тековните трансакции во најголем дел произлегува од натамошните поволни движења кај размената на стоки и услуги со странство, во услови на стеснување на енергетскиот дефицит, при пониски цени на енергентите на светските берзи. Понатамошни позитивни ефекти се очекуваат и од новите извозни капацитети, додека оценетите остварувања во традиционалниот извозен сектор се понеповолни. Во однос на секундарниот доход, и натаму се очекува остварување солидни нето-приливи од тековни трансфери од 17,1% од БДП. **Во 2017 година, се очекува дека дефицитот во тековната сметка ќе се влоши за 0,2 п.п. од БДП и ќе изнесува 1,4% од БДП**. Се очекува дека оваа мала промена ќе произлезе од намалувањето на

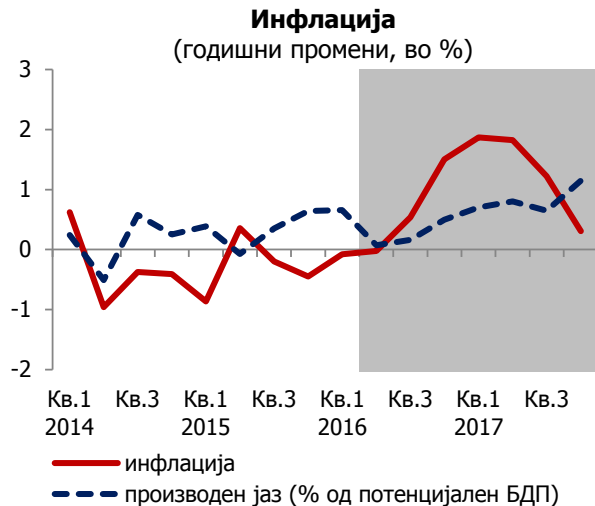


**Проекција на Билансот на плаќања (во % од БДП)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Тековна сметка</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.8</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.4</b>
Салдо на стоки и услуги	-22.4	-18.3	-17.6	-16.3	-16.0	-15.4
Стоки, нето	-26.5	-22.9	-21.8	-20.1	-19.9	-19.9
Услуги, нето	4.1	4.6	4.2	3.8	4.0	4.6
Примарен доход, нето	-2.2	-2.4	-1.9	-2.4	-2.3	-2.7
Секундарен доход, нето	21.4	19.0	18.6	17.3	17.1	16.6
Приватен сектор, нето	20.6	18.1	17.3	16.8	16.4	15.9
<b>Капитална сметка</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Финансиска сметка</b>	<b>-4.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-5.2</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>-2.9</b>
СДИ, нето	-1.7	-2.8	-2.3	-1.9	-2.1	-2.3
Портфолио инвестиции, нето	-1.0	2.0	-5.7	-0.7	0.3	0.1
Останати инвестиции, нето	-1.9	0.1	2.8	3.6	0.7	-0.7

суфицитот кај секундарниот доход и зголемувањето на дефицитот кај примарниот доход. Спротивно на ова, кај размената со странство се очекува натамошно стеснување кај салдото на стоки и услуги, коешто произлегува во целост од намалениот неенергетски дефицит, во услови на подобрување на глобалниот амбиент. **Се очекува дека финансирањето на тековната сметка во овој двегодишен период во најголем дел ќе се обезбеди преку странски директни инвестиции и задолжување на јавниот сектор во странство на долг рок.**

Во периодот 2016-2017 година, се очекува дека дефицитот на тековната сметка во целост ќе биде покриен од финансиски текови, коишто ќе овозможат дополнителен раст на девизните резерви. Во текот на целиот период на проекции, показателите за адекватноста на девизните резерви се во сигурната зона.



**Се очекува дека стапката на инфлација во 2016 година ќе биде ниска и ќе изнесува 0,5%.** Ваквиот мал раст на домашните цени е во согласност со остварувањата во првото тримесечје, како и очекуваниот пад на увозните цени на енергијата и на храната за 2016 година, коишто ќе условат и пад на домашните цени на овие две компоненти. Наспроти тоа, при очекуван раст на домашната побарувачка, се очекува дека базичната инфлација ќе расте и ќе придонесува позитивно кон вкупната инфлација. **Во 2017 година се очекува забрзување на инфлацијата на 1,6%**, во согласност со растот на домашната побарувачка, странската ефективна инфлација и увозните цени на храната и на енергијата.

### 5.3. Споредба со претходната проекција

**Проекција на селектирани макроекономски варијабли**

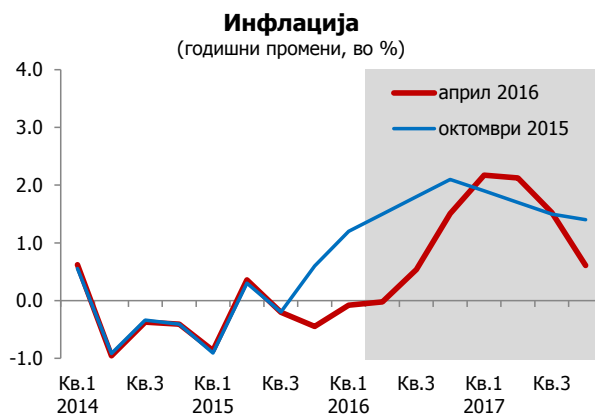
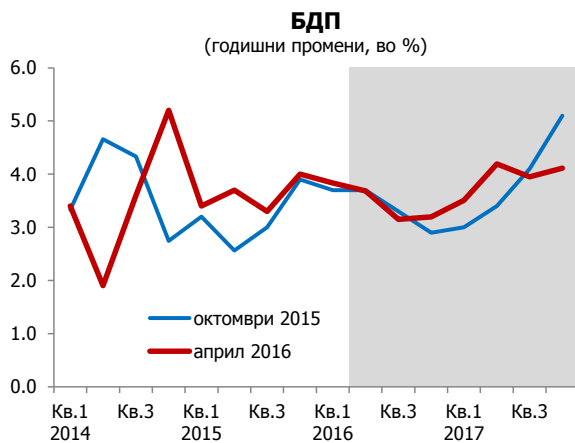
годишни стапки на промени (во %)	2016 проекција		2017 проекција	
	апр.	окт.	апр.	окт.
<b>БДП</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>
Лична потрошувачка	2.7	2.2	2.7	3.2
Бруто инвестиции	7.9	10.4	8.8	7.1
Јавна потрошувачка	3.4	1.4	1.4	1.3
Извоз на стоки и услуги	5.9	6.2	4.3	4.3
Увоз на стоки и услуги	6.2	6.8	4.1	4.2
<b>Инфлација</b>	<b>0.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>
<b>Дефицит во тековна сметка (% од БДП)</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.4</b>	<b>-2.4</b>

Согласно со основното сценарио, проекциите за растот на домашната економија во 2016 и 2017 година се непроменети во споредба со октомвриските оценки. Од друга страна, најновите остварувања и оценки упатуваат на пониска стапка на инфлација во 2016 година, додека за 2017 година не се направени промени. Во овој циклус проекции, оцените упатуваат на помал дефицит во тековната сметка во 2016 година и 2017 година. Од друга страна, кај финансиските текови се очекуваат пониски приливи на збирна основа во



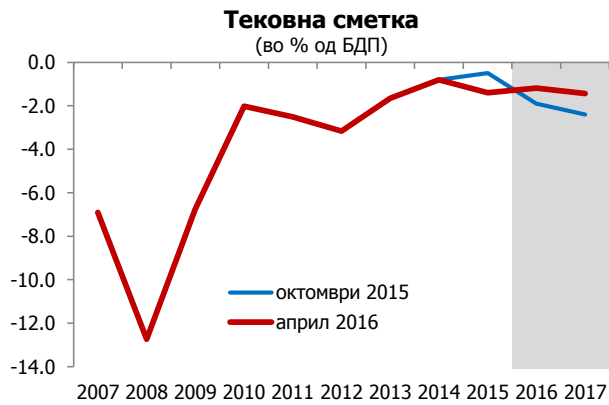
периодот 2016 - 2017 година во споредба со октомвриските проекции. Проектираниот кредитен раст за периодот 2016 - 2017 година е малку надолно ревидиран во однос на октомвриските проекции.

Очекувањата за растот на економската активност во 2016 и 2017 година се непроменети во споредба со октомвриската проекција. **Така, за растот на БДП и натаму се предвидува дека ќе изнесува 3,5% во 2016 година и 4% во 2017 година**, а задржани се и погледите за структурата на растот. Имено, на збирна основа, се очекува дека растот и понатаму ќе произлегува од извозот и инвестициите, иако позитивниот придонес и од двата фактори е малку повисок во однос на октомври. Воедно, плановите од буџетот и фискалната стратегија укажуваат на малку повисок позитивен придонес на јавната потрошувачка. Позитивниот придонес на личната потрошувачка е ист како и во октомвриската проекција. Овие ревизии укажуваат на посилен позитивен ефект на *домашната побарувачка* врз растот на збирна основа. Сепак, посилниот раст на домашната побарувачка ќе доведе и до повисок раст на увозот, односно умерено понегативен ефект на *нето-извозот* врз растот во 2016 и 2017 година.



Новите оценки за движењето на цените упатуваат на **позначителна надолна ревизија на стапката на инфлација во 2016 година, во споредба со октомвриската проекција (од 1,5% во октомвриската проекција на 0,5%)**. Фактори со кои се објаснува оваа промена се задржувањето на инфлацијата во негативната зона во првиот квартал (наспроти очекуваниот раст во претходната проекција) и надолната ревизија на проекциите за движењето на светските цени на енергијата и храната. **Оценката за инфлацијата за 2017 година – раст од 1,6%, е непроменета.**

Според најновите оценки, кај дефицитот на тековната сметка се очекува подобрување во однос на октомврискиот циклус проекции. Имено, **до крајот на 2016 година се очекува дека дефицитот ќе изнесува 1,2% од БДП, односно 0,7 п.п. од БДП пониско од претходно планираните.** Надолната корекција на дефицитот во тековните трансакции главно произлегува од помалиот дефицит кај примарниот доход (пониска



проценета реинвестирана добивка) и понискиот дефицит кај стоките и услугите со странство, главно поради пониските притисоци од увозот на енергија. Од друга страна, позицијата на секундарниот доход бележи надолна промена. **Надолна корекција во дефицитот на тековната сметка е направена и во 2017 година, кога тој би изнесувал 1,4% од БДП, во споредба со 2,4% од БДП, согласно со октомвриската проекција.** Помалиот дефицит во тековните трансакции повторно е последица на понискиот дефицит кај стоките. Така, во споредба со октомвриската проекција, подобреното салдо се должи првенствено на помалото енергетско салдо и на помалиот дефицит кај примарниот доход. **Од аспект на финансиските текови, збирно, во 2016 и 2017 година се очекуваат пониски приливи во однос на октомвриската проекција.** Надолната ревизија на финансиската сметка за двете години се должи на пониските финансиски текови кај директните инвестиции и долгорочното задолжување на приватниот сектор.

#### Споредба на проекциите за БДП и инфлација за Македонија од различни организации

Организација	Месец на објавување	Реален раст на БДП, %		Инфлација (просек, %)	
		2016	2017	2016	2017
ММФ	април 2016	3.6	3.6	0.5	1.5
Светска банка	април 2016	3.7	4.0	0.9	-
Европска комисија	мај 2016	3.5	3.5	1.1	1.4
ЕБОР	ноември 2015	3.5	-	-	-
Консенсус форкаст	април 2016	3.7	3.6	1.5	2.3
Национална банка на Грција	април 2016	3.6	3.4	-	-
Министерство за финансии на Р.Македонија	јануари 2016	4.0	4.3	2.0	2.0
Народна банка на Република Македонија	април 2016	3.5	4.0	0.5	1.6

Извор: ММФ, Светски економски преглед, април 2016; Светска банка, Редовен економски извештај за ЈИЕ бр.9, април 2016; Европска комисија, Проекции за европската економија, мај 2016; ЕБОР, Регионални економски изгледи, септември 2015; Консенсус форкаст, април 2016; Национална банка на Грција, Извештај за брзорастечките економии од ЈИЕ и Медитеранот, април 2016; Министерство за финансии, Буџет на РМ за 2016 година и Програма на економски реформи, 2016 година; и Народна банка на Република Македонија.

#### 5.4. Алтернативно сценарио

**Продолжувањето на неизвесноста во домашниот политички контекст ја зголемува можноста за прелевање на овој ризик врз домашната економија. Од тие причини, покрај основното сценарио, направено е и алтернативно, коешто претпоставува продолжување на тековната политичка состојба одреден временски период и ги покажува клучните канали на пренос врз економијата и**



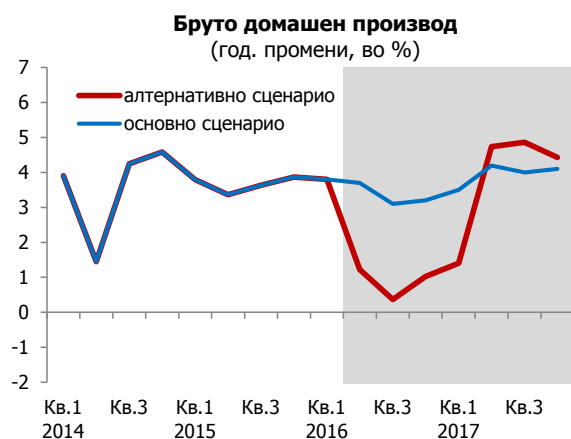
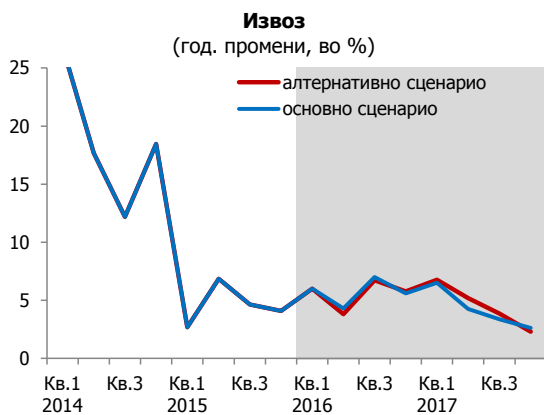
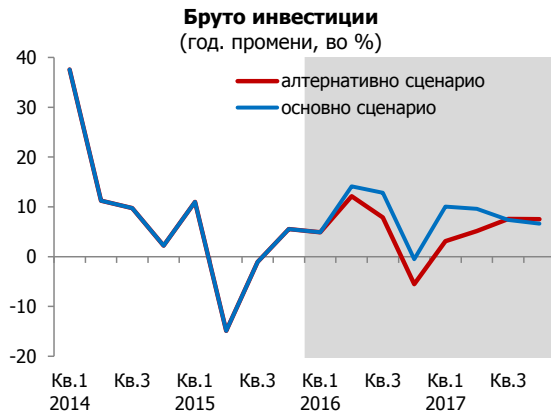
**можните ефекти.** Главниот канал на пренос на овој ризик *се довербата и очекувањата на населението, на домашните и на странските инвеститори и кредитори.* Во услови кога очекувањата се понеповолни, можна е поголема воздржаност од потрошувачка и инвестиции, што би се одразило врз вкупниот економски раст. Воедно, неизвесноста би ја зголемила склоноста на субјектите за располагање со странска валута, што заедно со евентуалното намалување на приливите во финансиската сметка неповолно би делувало врз позицијата на билансот на плаќања. Послабиот раст и послабите девизни текови се пренесуваат и во послаба депозитна база на банките, што заедно со влошените согледувања за ризик би можело да ја забави кредитната активност. *Со оглед на претпоставката дека оваа состојба ќе биде присутна одреден период, нивните ефекти, во рамки на алтернативното сценарио, се видливи главно во текот на 2016 година.*

**Имајќи ги предвид овие претпоставки, алтернативното сценарио претпоставува значително пониска домашна побарувачка во однос на основното макроекономско сценарио. Имено, неизвесниот амбиент може да делува врз довербата на населението, зголемувајќи ја воздржаноста од поголема потрошувачка.** Покрај општата воздржаност од психолошки причини, и намалениот расположив доход би имал ефект врз приватната потрошувачка. Имено, ваквиот неизвесен амбиент ја намалува склоноста на корпоративниот сектор за нови инвестиции и за оптоварување на билансите преку дополнително зголемување на платите и/или вработените. Со тоа, и условите на пазарот на труд во ова сценарио се помалку поволни во споредба со основното сценарио. Имено, се очекува помала стапка на раст на бројот на вработени и на платите, во однос на основното сценарио. Дополнителен ефект би можел да се очекува и од падот на приватните трансфери, којшто е типичен во период на кризи и зголемена неизвесност. Воздржаноста од потрошувачка од страна на населението во текот на 2016 година, при стеснета депозитна база и одредено воздржување на банките од поголем ризик, би довело и до евентуална помала кредитна поддршка на населението. Во вакви околности, би можел да се очекува прекин на досегашниот раст на потрошувачката и нејзина стагнација во текот на 2016 година. **Во услови на зголемена неизвесност, се**

Споредба на основно и алтернативно сценарио

	2016 проекција		2017 проекција	
	основно	алтерн.	основно	алтерн.
<b>БДП, %</b>	<b>3.5</b>	<b>1.6</b>	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>
Дом. побар. (придонес, п.п.)	4.7	1.8	4.6	4.2
Нето-извоз (придонес, п.п.)	-1.2	-0.2	-0.6	-0.3
<b>Дефицит во тековна сметка, % од БДП</b>	<b>-1.2</b>	<b>-2.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>-2.8</b>
<b>Кредити на прив. сектор, %</b>	<b>6.8</b>	<b>3.0</b>	<b>7.0</b>	<b>5.0</b>
<b>Депозити, %</b>	<b>6.0</b>	<b>2.3</b>	<b>7.2</b>	<b>4.0</b>





**претпоставува дека може да дојде до воздржаност од нови инвестиции од страна на странските инвеститори.**

Истовремено, можната воздржаност и кај дел од домашните приватни инвеститори и помалата побарувачка за корпоративни кредити, при зголемена одбивност кон ризик од страна на банките дополнително би довеле до намалена инвестициска активност на корпоративниот сектор. Од друга страна, иако во вакво сценарио, веројатно, е одредено забавување на инфраструктурните проекти на државата, сепак дел од овие проекти за кои се обезбедени извори на финансирање би продолжиле да се остваруваат, особено проектите во патната инфраструктура. Оттука, во алтернативното сценарио и понатаму се очекува инвестициски раст, но значително помал во однос на основното сценарио.

**Алтернативното сценарио не предвидува поголеми ефекти врз вкупната извозна активност, којашто во најголема мера произлегува од новите капацитети ориентирани кон извоз, чиешто деловни планови би се оствариле во согласност со динамиката претпоставена во основното сценарио, во услови на непроменети претпоставки за надворешното окружување. Од друга страна, послабата динамика на домашната побарувачка би ги намалила увозните притисоци, со што растот на увозот е побавен во споредба со основното сценарио.**

**Овие претпоставки во алтернативното сценарио доведуваат до понизок раст на БДП во 2016 година во однос на основното сценарио за околу 2 процентни поена (1,6% раст на БДП, наспроти 3,5% во основното сценарио).** Општо земено, ваквата надолна корекција во однос на основното сценарио се должи на помалиот раст на домашната побарувачка, додека нето-извозот ќе има понизок негативен придонес, заради поголемиот негативен ефект кај увозот. При ваква динамика на економската активност, производствениот јаз би останал во негативна зона и би создал надолни притисоци врз цените во 2016 година, наспроти очекуваниот умерен раст на инфлацијата во основното сценарио.

**Во однос на надворешната позиција, продолжената политичка криза би можела да се одрази преку неколку пунктови. Првиот пункт е зголемената**





## Проекција на Билансот на плаќања (во % од БДП)

	2016	2017	2016	2017
<b>Тековна сметка</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.4</b>	<b>-2.0</b>	<b>-2.8</b>
Салдо на стоки и услуги	-16.0	-15.4	-16.5	-17.1
Извоз на стоки и услуги	49.2	50.0	50.8	52.2
Увоз на стоки и услуги	65.2	65.4	67.2	69.3
Примарен доход, нето	-2.3	-2.7	-2.4	-2.8
Секундарен доход, нето	17.1	16.6	16.8	17.0
Приватен сектор, нето	16.4	15.9	16.1	16.3
<b>Капитална сметка</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Финансиска сметка</b>	<b>-1.1</b>	<b>-2.9</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.5</b>
СДИ, нето	-2.1	-2.3	-1.6	-1.8
Портфолио инвестиции, нето	0.3	0.1	0.3	0.1
Останати инвестиции, нето	0.7	-0.7	2.2	0.2

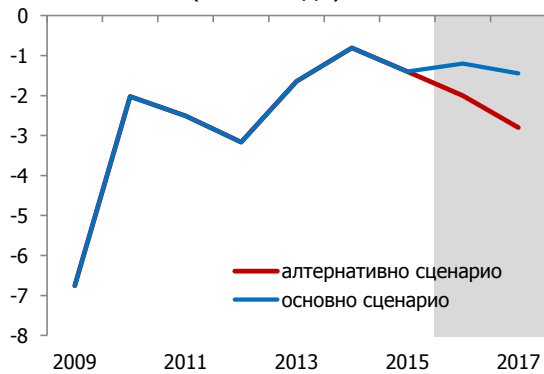
Секундарен доход  
(во % од БДП)Директни инвестиции  
(во % од БДП)

склоност на населението за располагање со девизи, што е вообичаена реакција во услови на криза. Оттука, во рамки на алтернативното сценарио се претпоставува намалување на приливите преку каналот на приватни трансфери (помалку откупена ефективна на менувачкиот пазар). Воедно, поголеми ефекти се очекуваат и преку финансискиот канал, во форма на помали приливи од директни инвестиции и отежнат пристап на државата и приватниот сектор до ново надворешно задолжување. Зголемените склоности за ликвидни девизни средства во алтернативното сценарио соодветно се одразуваат врз повисоките нето-одливи кај валути и депозити на останати сектори. Од друга страна, алтернативното сценарио предвидува повисоко финансирање на економијата во 2016 година преку трговски кредити во однос на основното сценарио, што е вообичаена карактеристика на финансирање на трговските текови во вакви околности. Со вакви претпоставки, алтернативното сценарио покажува поголем дефицит во тековната сметка, којшто сепак и понатаму е умерен и се движи околу 2% од БДП (наспроти 1,2% во основното сценарио). Извршените промени кај одделните финансиски текови доведуваат и до нето-одливи во финансиската сметка, наспроти приливите на нето-основа во основното сценарио. Поголемиот дефицит во тековната сметка, во комбинација со послабите финансиски текови делува врз девизните резерви, но нивното ниво и при вакво сценарио, е адекватно и доволно за справување со шокови.

**Послабиот раст на економијата и послабите девизни текови во алтернативното сценарио доведуваат и до послаб раст на депозитната база на банките во однос на основното сценарио.** Согласно со ваквите движења, се оценува дека растот кај депозитите во 2016 година ќе изнесува 2,3%, наспроти оценката од 6% во основното сценарио. Во услови на неизвесност, се очекува дека побарувачката на кредити ќе биде пониска при претпоставка за помала склоност за задолжување на приватниот сектор, заради влошените услови на пазарот на труд и послабиот раст на инвестициската активност. Понеповолни движења се очекуваат и на страната на понудата на кредити, при воздржување на банките од поголем ризик и помал раст на депозитите. Оттука, алтернативното сценарио во 2016 година покажува помал кредитен раст од очекуваниот



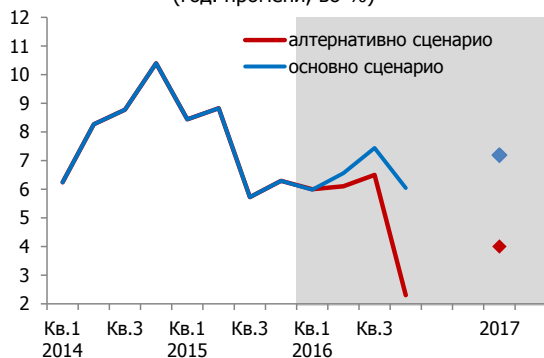
**Тековна сметка**  
(во % од БДП)



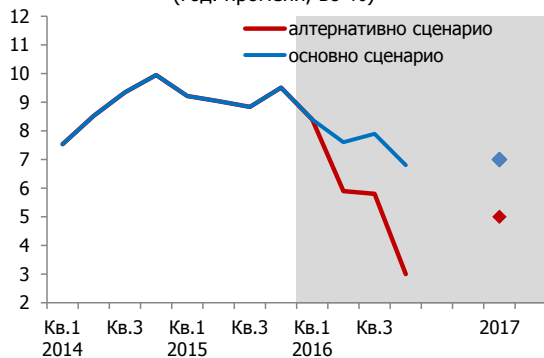
во основното сценарио (годишен раст од 3%, наспроти околу 7% во основното сценарио).

**Алтернативното сценарио претпоставува разрешување на политичката криза до крајот на оваа година и постепено намалување на можните ефекти врз економијата во 2017 година.** Оттука, во поглед на главните пунктови засегнати од кризата, се очекува дека ќе дојде до релативно брзо закрепнување на личната потрошувачка и инвестициите. Слични се и очекувањата во поглед на динамиката на приватните трансфери и на надворешните и домашните финансиски текови, коишто гледано според динамиката, се очекува дека ќе да закрепнат во текот на 2017 година.

**Депозити**  
(год. промени, во %)



**Кредити**  
(год. промени, во %)

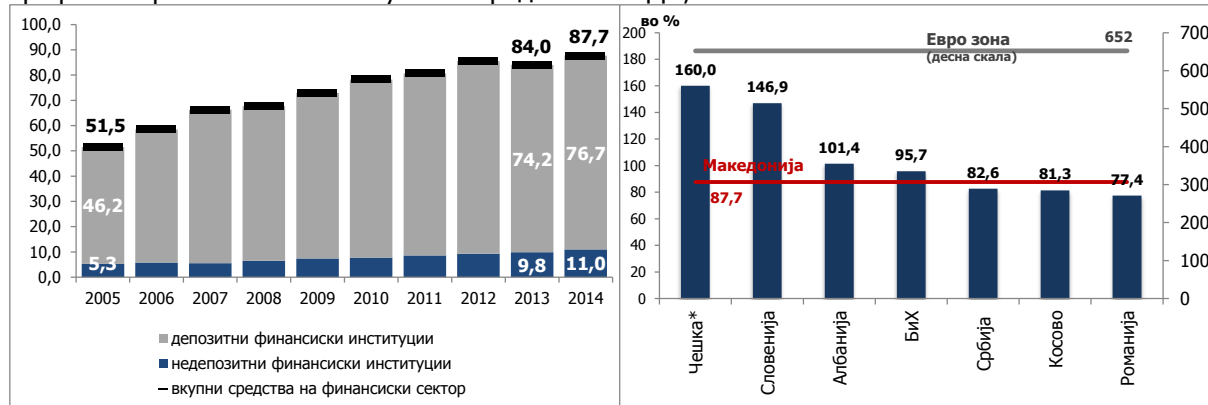


## VI. Аналитички прилози

### Прилог 1: Кратка анализа на финансискиот сектор во Република Македонија со посебен осврт на останатите недепозитни институции

Постоењето на добро развиен и ефикасен финансиски систем е еден од битните предуслови за посилен економски раст. Ваквата поврзаност произлегува од функцијата што финансискиот систем ја има во мобилизирањето и распределбата на ресурсите потребни за поддршка на растот на економијата. Покрај ова, зголемувањето на достапноста на финансиски инструменти и институции, во голема мера, ги намалува трошоците за трансакции и информации во економијата, што, пак, делува стимулативно врз стапката на штедење, врз инвестициските одлуки и врз подготвеноста за воведување технолошки иновации. Значењето на финансиското посредување за вкупната економска активност во економската литература генерално се илустрира преку големината на учеството на вкупните средства на финансискиот сектор во бруто домашниот производ. Според овој едноставен показател, учеството на активата на македонскиот финансиски сектор во БДП на крајот на 2014 година изнесува 87,7% од БДП, со што сè уште значително заостанува во однос евро-зоната, но и во однос на некои земји од регионот. Сепак, ако се анализира според динамиката, финансиското посредување во Македонија бележи постојано продлабочување (со исклучок на 2013 година кога се забележува минимално намалување), коешто за периодот 2006-2014 изнесува 4 п.п. од БДП, во просек. Финансиското продлабочување беше присутно и во периодот на глобалната финансиска криза. Ова движење, во најголем дел се објаснува со домашниот банкарски систем, којшто како резултат на здравата солвентна и ликвидносна позиција и потпирањето врз домашни извори на финансирање, и натаму ја зголемува својата активност и по отпочнувањето на кризата.

Графикон бр. 1. Учество на вкупните средства во БДП, во %



Извор: Пресметки на НБРМ врз основа на податоците од надлежниот супервизорски орган за секој институционален сегмент (НБРМ, КХВ,МАПАС, АСО и Министерството за финансии) и интернет-страниците на соодветните централни банки.

\* Податоците за останатите земји се однесуваат на учеството на вкупните средства во БДП, во %, на крајот на 2014 година.

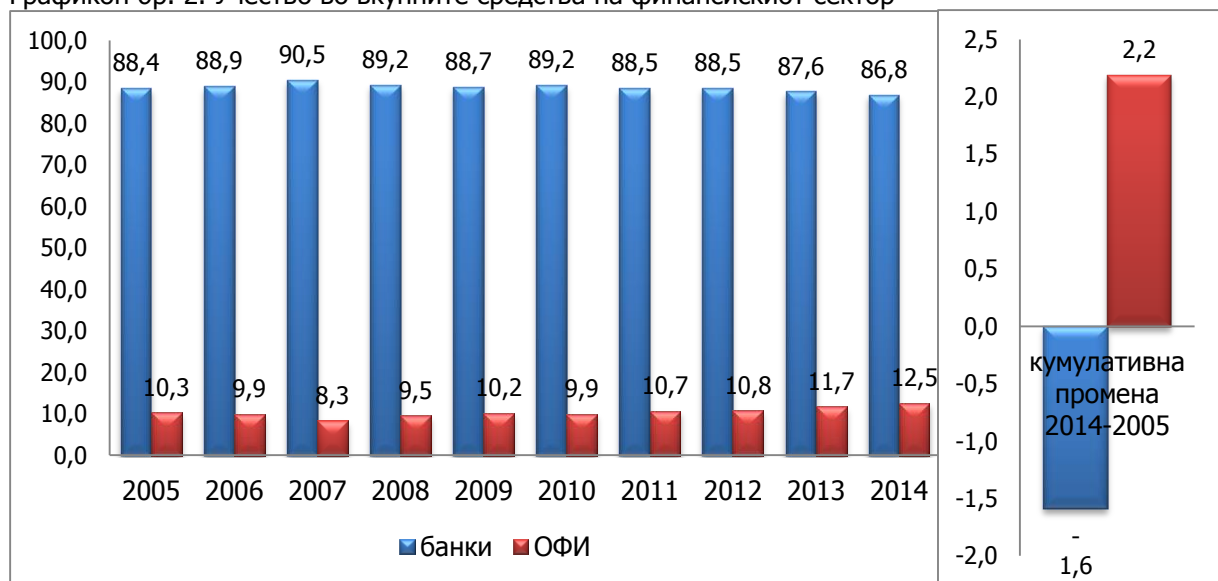
**Целта на оваа кратка анализа е да даде еден генерален преглед на структурата и динамиката на раст на финансискиот сектор во Република Македонија, со посебен осврт на останатите недепозитни институции (ОФИ)**<sup>77</sup>. Едноставната дескриптивна анализа се фокусира на периодот од 2005 година па заклучно со 2014 година, при што се анализираат главните карактеристики преку коишто се објаснува функционирањето на останатите недепозитни институции, како што се динамиката на растот на нивната актива и бројот на институции, концентрацијата, сопственоста итн., но и одредени специфични услови коишто се карактеристични за работењето на овие институции во рамки на домашниот финансиски систем.

<sup>77</sup> Во останатите финансиски институции се вклучени: инвестициските фондови, пензиските фондови, осигурителните друштва, друштвата за управување со инвестициски фондови и друштвата за управување со пензиски фондови, финансиските друштва и компаниите за лизинг.



**Ако се анализира според динамиката, со развојот на домашната економија, услугите обезбедени од страна на финансискиот сектор имаа тенденција да го зголемуваат своето значење за системот,** што се согледува не само преку постојаното проширување на активата на депозитните институции<sup>78</sup>, туку и преку постепениот раст на активата на останатите недепозитни институции во вкупната актива на финансискиот сектор. Финансискиот сектор во Република Македонија има релативно едноставна пазарна структура, без присуство на сложени финансиски групации и претежно ограничена понуда на финансиски инструменти и услуги. Со таква структура, финансискиот систем спаѓа во групата на таканаречени системи засновани врз банки, каде што средствата на банките го сочинуваат најголемиот дел од финансиската актива во системот. Сепак, во рамки на анализираниот период се забележува и постепено зголемување на структурното учество и останатите финансиски институции. Така, во 2014 година, нивното учество во вкупната финансиска актива изнесува 12,5%, што претставува зголемување од 2,2 п.п. во однос на состојбата во 2005 година.

Графикон бр. 2. Учество во вкупните средства на финансискиот сектор



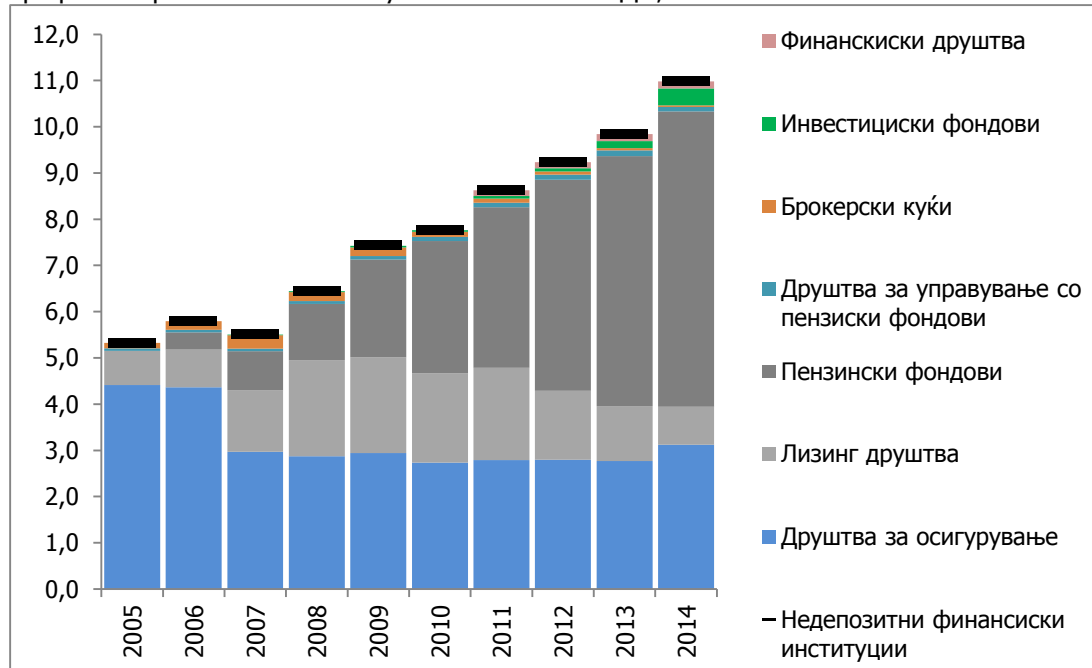
Извор: Пресметки на НБРМ врз основа на податоците од надлежниот супервизорски орган за секој институционален сегмент (НБРМ, КХВ, МАПАС, АСО и Министерството за финансии).

**Паралелно со растот на учеството во вкупната финансиска актива, во овој период се забележува и постојано зголемување на придонесот на годишниот раст на средствата на останатите финансиски институции во вкупниот раст на финансиската актива.** На крајот на 2014 година, остварениот прираст на недепозитните финансиски институции придонесува со 21,3% во вкупниот прираст, од 8% колку што изнесуваше нивниот придонес во 2006 година. **Растечкото значење на небанкарскиот финансиски сектор се потврдува и преку релативните показатели.** Учеството на вкупната актива на недепозитните финансиски институции во БДП бележи двојно зголемување за периодот 2005-2014 година, од 5,3% од БДП во 2005 година, на 11% од БДП во 2014 година. Притоа, остварениот незначителен прираст на учеството на вкупната актива во БДП во последните две години од анализата е над просечниот за целиот анализиран период, што укажува на забрзан раст на небанкарскиот финансиски сектор во последниот период.

<sup>78</sup> Во депозитни институции се вклучени банките и штедилниците.

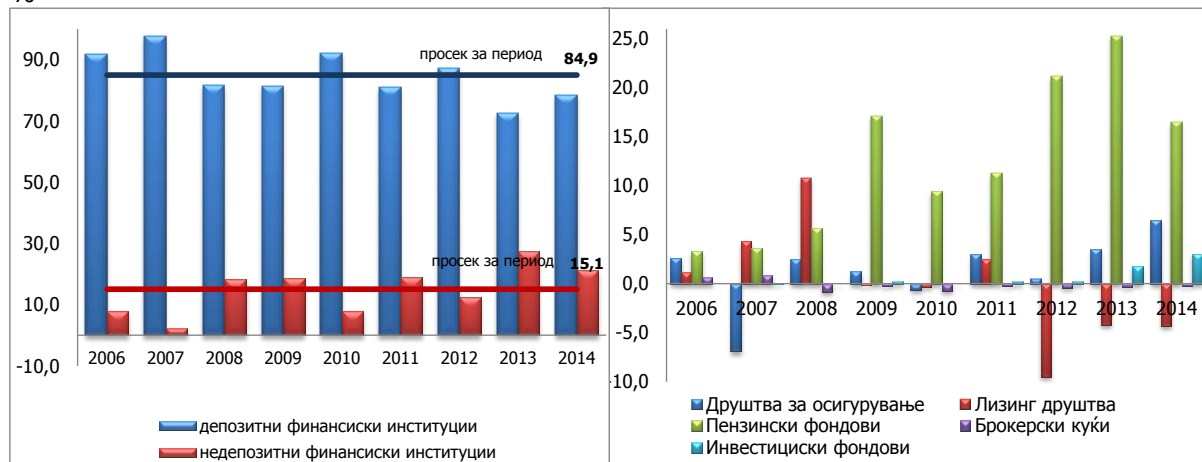


Графикон бр. 3. Учество на вкупната актива во БДП, во %



Извор: Пресметки на НБРМ врз основа на податоците од надлежниот супервизорски орган за секој институционален сегмент (НБРМ, КХВ, МАПАС, АСО и Министерството за финансии).

Графикон бр. 4. Придонес во годишниот прираст на вкупните средства на финансискиот сектор, во %



Извор: Пресметки на НБРМ врз основа на податоци од надлежниот супервизорски орган за секој институционален сегмент (НБРМ, КХВ, МАПАС, АСО и Министерството за финансии).

### Анализирано по одделни сегменти, согласно со значењето, големината и потенцијалот за натамошен раст, кај останатите недепозитни институции во македонскиот финансиски сектор се издвојуваат пензиските фондови и друштвата за осигурување.

Промените во учеството на овие два сегмента во вкупниот финансиски сектор, во последните години, се во различна насока, односно учеството на друштвата за осигурување главно се намалува, додека учеството на пензиските фондови расте. Согласно со податоците заклучно со 31.12.2014 година, вкупната актива<sup>79</sup> на **пензиските фондови**<sup>80</sup> претставува 7,3% од вкупната актива на финансискиот сектор, односно 58,1% од вкупната актива на недепозитните финансиски

<sup>79</sup> Се однесува на вкупните средства на бруто-основа.

<sup>80</sup> Во вкупната актива на пензиските фондови се вклучени задолжителните и доброволните пензиски фондови.



институции и претставува втор сегмент по големина во финансискиот систем на Република Македонија. Поволните движења во вкупните средства на пензиските фондови во целиот анализиран период, освен што се поврзуваат со солидните остварувања на реалната економија, во голем дел произлегуваат и од фактот што овие институции се релативно „млади“ и во почетна фаза на формирање на своите средства. Така, се забележува висок прираст на приливите врз основа на редовно уплатените придонеси коишто делумно се должат на постојаното зголемување на бројот на членовите на задолжителните пензиски фондови, во услови на сè уште минимални одливи врз основа на исплатени пензии (како резултат од релативно младата структура на нивното членство). Притоа, значајноста на пензиските фондови во последните години дополнително зајакна со настанатите реформи и воспоставувањето на повеќестолбен пензиски систем, но и со измените во начинот на пресметка и системот на исплата на платите во Република Македонија<sup>81</sup>. Во вакви услови, пензиските фондови ја засилија својата улога за долгорочната економско-социјална сигурност на населението, а се зголеми и нивното значење за целокупниот финансиски систем.

**Осигурителниот сектор** претставува сегмент на финансискиот сектор, трет по големина, со учество на активата од 3,6%, односно 28,4% во вкупната актива на финансискиот сектор и вкупната актива на недепозитните финансиски институции, соодветно. Според досегашната динамика на растот и структурата на бруто полисираните премии (каде што се забележува поголемо учество на сегментот на неживотно осигурување, а помало на осигурувањето на животот), можеме да заклучиме дека сè уште станува збор за недоволно развиен осигурителен пазар, но тој поседува голем потенцијал за натамошен развој. Ваквите констатации се поткрепуваат со последните остварувања кај сегментот „осигурување на животот“, којшто е и најбрзорастечка компонента на секторот според бруто полисираните премии.<sup>82</sup>

На 31.12.2014 година, вкупната актива на **секторот „лизинг“** претставува 0,9% од вкупната актива на финансискиот сектор, односно 7,5% од вкупната актива на недепозитните финансиски институции. Имајќи го предвид ваквото скромно учество, улогата и значењето на друштвата за лизинг за финансискиот сектор и соодветно за домашната економска активност е мала и во последните години бележи постојано намалување. Ваквите надолни движења се особено карактеристични од 2009 година, што соодветствува со периодот на глобалната финансиска криза, додека во периодот пред 2009 година, друштвата за лизинг претставуваа еден од најбрзорастечките сегменти на финансискиот систем. Ефектот од финансиската криза се одрази преку заострување на условите под кои друштвата за лизинг ги нудеа финансиските услуги, и тоа преку зголемување на каматните стапки и бараното учество на клиентот во финансирањето. Дополнителни фактори коишто придонесоа кон намалување на бројот и вредноста на новосклучените договори се мерките за финансиско раздолжување на матичните банкарски групи од ЕУ во овој период (чии членки се некои од домашните друштва за лизинг), недоволно развиената регулаторна и супервизорската функција на овој сектор, неактивниот секундарен пазар за продажба на преземените предмети на лизинг, скромниот асортиман на понудени услуги итн. Во вакви услови, услугите нудени од страна на друштвата за лизинг станаа сè помалку привлечни и следствено, недоволно конкурентни во споредба со кредитните производи коишто ги нудат домашните банки.

**Инвестициските фондови** и натаму формираат прилично мал сегмент од финансискиот сектор со учество на активата од 0,4% во вкупната актива на финансискиот сектор, односно 3,4% во вкупната актива на недепозитните институции во декември 2014 година. Сепак, она што е интересно е што овој сектор во последните две години расте со стапки коишто доведуваат до

<sup>81</sup> Измените во начинот на пресметка и системот на исплата на платите во Република Македонија, коишто се спроведоа на почетокот од 2009 година, овозможуваат зголемена редовност на приливите во пензиските фондови врз основа на придонеси. Подетални информации се расположливи во рамки на Годишниот извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2008 година, на страница 133.

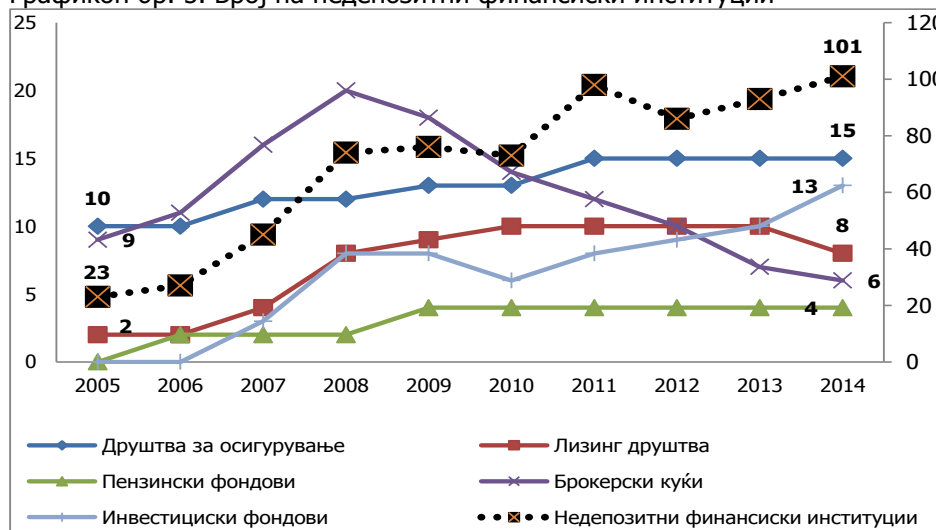
<sup>82</sup> Во 2007 година се забележува позначително намалување на средствата на осигурителниот сектор што во најголем дел произлегува од извршените сметководствени промени во билансите кај едно од друштвата за осигурување.



удвојување на активата и станува најбрзо растечкиот сегмент од финансискиот сектор. Позитивните поместувања се особено забележливи со отворањето на паричните (кеш) фондови, што во услови на неизвесни финансиски пазари придружени со ниски приноси на депозитите, укажуваат на потребата на инвеститорите за поприносни инвестициски алтернативи и можност за располагање со парите во секое време.

**И покрај специфичните карактеристики на индивидуалните недепозитни институции во македонскиот финансиски систем, можеме да заклучиме дека во анализираниот период се забележуваат претежно позитивни поместувања. Освен преку растот на нивната актива, овој заклучок се потврдува и преку постепеното зголемување на вкупниот број на недепозитните институции, збогатувањето на понудата на финансиските инструменти понудени од нивна страна и зголеменото присуство на странскиот капитал во сопственичката структура на одделните институции.** Така, на крајот на 2014 година, на македонскиот финансиски пазар постојат 101 различна недепозитна институција, што е значителен раст во споредба со 23 институции, колку што изнесуваше нивниот број во 2005 година.

Графикон бр. 5. Број на недепозитни финансиски институции<sup>83</sup>

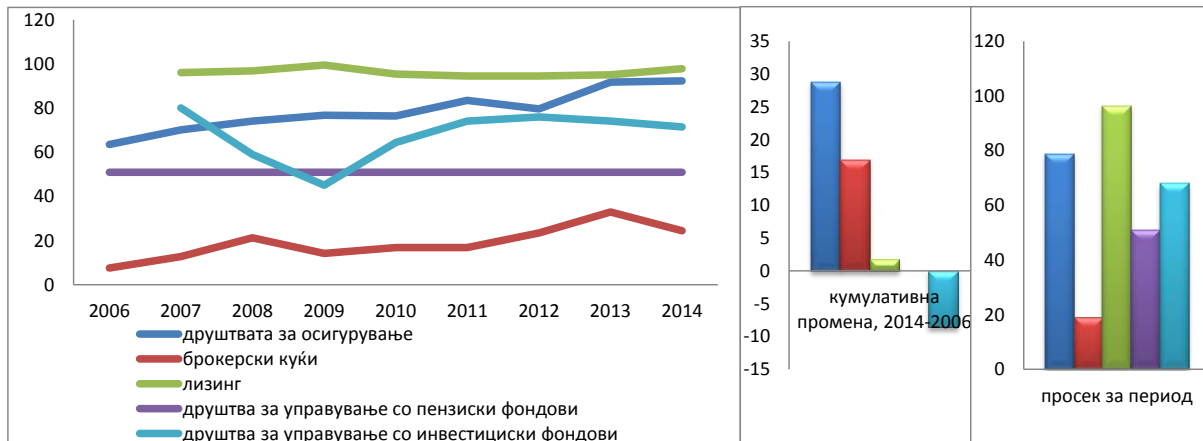


Извор: КХВ, МАПАС, АСО и Министерството за финансии.

**Во однос на сопственичката структура на финансискиот капитал, во текот на претходниот десетгодишен период се забележува зголемување на улогата и значењето на странскиот капитал** во сопственичката структура на одредени институции во рамки на недепозитниот финансиски сектор, што главно се остварува преку преземање на неколку финансиски институции од страна на стратегиски странски инвеститори или, пак, преку основање нови финансиски институции од страна на странски лица.

Графикон бр. 6. Учество на странскиот капитал во сопственичката структура на недепозитните финансиски институции

<sup>83</sup> Во рамки на графиконот се прикажани најважните институции согласно со нивната актива. Освен прикажаните институции, во рамки на недепозитните финансиски институции функционираат уште 30 осигурителни брокерски друштва, 11 друштва за застапување во осигурувањето, 7 финансиски друштва, 5 друштва за управување со инвестициските фондови и 2 друштва за управување со пензиските фондови.



Извор: Пресметки на НБРМ врз основа на податоците од надлежниот супервизорски орган за секој институционален сегмент (НБРМ, КХВ, МАПАС, АСО и Министерството за финансии).

**Зголемувањето на обемот на активностите, појавата на новите институции, како и влезот на странскиот капитал и инвеститори придонесоа за намалување на концентрацијата во сегментите на недепозитните финансиски институции<sup>84</sup>.** Сепак, и покрај намалувањето, во повеќето сегменти концентрацијата (мерена преку Херфиндаловиот индекс) и натаму е висока<sup>85</sup>.

**Сè на сè, согласно со досегашната динамика на раст на активноста на останатите недепозитни институции, може да се воочи дека во македонскиот финансиски сектор се забележува одредено засилување на финансиското посредување преку овие институции. Сепак, според сегашната големина, сложеноста и значењето за целокупниот финансиски систем и вкупната економска активност, домашниот недепозитен финансиски сектор сè уште заостанува во споредба со економски поразвиените земји.** За наредниот период, одредени карактеристики поврзани со постојаниот раст на реалната економија, позитивните поместувања на пазарот на труд и следствено, нагорниот тренд на расположливиот доход на населението, збогатената понуда, како и порастот на финансиската писменост во земјата, укажуваат на голем потенцијал на овој финансиски сегмент за натамошен силен развој.

<sup>84</sup> Извор: За секој институционален сегмент, надлежниот супервизорски орган (НБРМ, КХВ, МАПАС, АСО и Министерството за финансии).

<sup>85</sup> Особено висока концентрација има кај осигурувањето на живот и реосигурувањето, друштвата за управување со инвестициските фондови и брокерските куќи, додека осигурителниот пазар за неживотно осигурување е умерено концентриран, при што Херфиндаловиот индекс е во прифатливи граници.



**Прилог 2: Динамичка и споредбена анализа на буџетските приходи и расходи на Македонија<sup>86</sup>**

**Улогата на фискалната политика има повеќе димензии, односно постојат повеќе канали преку кои фискалната политика може да влијае во една економија.** Една од тие димензии секако се ефектите што фискалната политика може да ги има врз растот, што зависи од повеќе фактори, како што се големината на јавните финансии, структурата на приходите и расходите, степенот на институционална развиеност на една економија, како и изворите на финансирање на буџетскиот дефицит, чијашто комбинација може да делува и врз просторот за финансирање и раст на приватниот сектор во економијата. Во овој контекст, целта на овој прилог е да се направи едноставна динамичка и споредбена анализа на големината и структурата на државните финансии во Македонија, на тој начин да се даде слика за евентуалните промени во големината на приходите и расходите и нивната структура и да се покаже дали Македонија значително се разликува во поглед на големината и структурата на јавните финансии во однос на дел од земјите на ЦИЈИЕ.

**Динамичката анализа на јавните расходи во Македонија во периодот 2005-2015 година не упатува на позначителни поместувања на учеството на јавните расходи во БДП** (графикон 1), коешто во 2015 година изнесува 32,7% од БДП и е речиси непроменето во споредба со 2005 година, кога изнесува 32,5%. Гледано според динамиката, во рамки на овој период, мало зголемување на расходите се забележува во два периода - во 2008 година (кога учеството на расходите во БДП се зголеми од 31,5% во 2007 година на 33,8% во 2008 година), што главно е поврзано со растот на капиталните расходи, и во 2012 година (раст на учеството од 32% на 33,4% од БДП), одразувајќи го растот на повеќе категории на тековни трошоци. Имајќи предвид дека ова е период во којшто најмногу се чувствуваа ефектите од кризата и беа преземени неколку пакети антикризни мерки, поместувањата кај расходите можат делумно да се поврзат и со ваквиот контекст. Слична динамика се забележува и кај расходите на општата влада.

**Гледано од аспект на одделните категории расходи, кај тековните трошоци коишто се главната расходна категорија (просечно учество од околу 89% во анализираниот период)** не се забележуваат значителни структурни поместувања. Промена којашто би можела да се издвои, но релативно слаба, е намалувањето на делот наменет за стоки и услуги, за сметка на растот на учеството на останатите трансфери<sup>87</sup>. Тешко е да се оцени какви се економските ефекти од овие промени. Намалувањето на учеството на расходите за стоки и услуги, во основа, би значело намалување на јавната потрошувачка, којашто во одреден дел може да биде „непродуктивна“, да го стеснува просторот за приватниот сектор и со тоа, неповолно да делува врз економијата. Сепак, потребна е подетална анализа на видовите трошоци и нивната динамичка промена за да може да се оценат ефектите од овие поместувања.

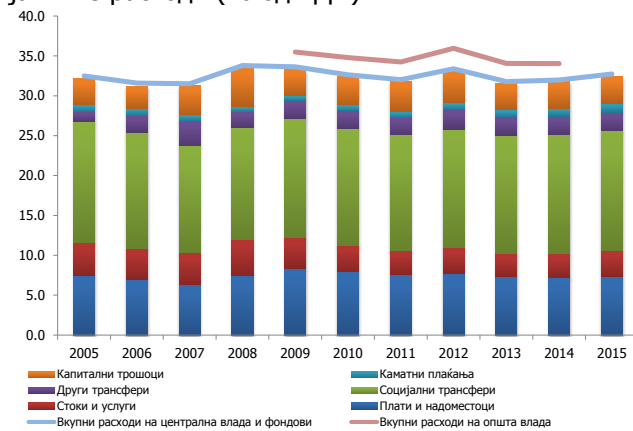
<sup>86</sup> Во согласност со расположливоста на конзистентна серија податоци, динамичката анализа се однесува на периодот 2005-2015 година. Во рамки на структурната анализа за Македонија, опфатот на државата е потесен, односно таа ја опфаќа централната влада и фондовите. Во рамки на споредбената анализа за Македонија се користени податоците за општата влада кај споредбата на вкупните расходи, капиталните расходи и вкупните приходи (достапни за периодот 2009-2014 година), додека во споредбената анализа на структурата на расходите и приходите за Македонија се користат податоците на централната влада и фондовите. Извор на податоци за останатите земји е базата на податоци на Светскиот економски преглед на ММФ и базата на податоци ММФ (Government Finance Statistics), а податоците се однесуваат на општата влада (General Government). Временската димензија на овие податоци е до 2013 година, бидејќи тоа е последната година за која се објавени конзистентни податоци за земјите вклучени во анализата (исклучок е Србија каде што последниот расположлив податок е 2012 година). Оттука, споредбената анализа на структурата на расходите и приходите треба да се толкува со одреден степен на резерва.

<sup>87</sup> За пореално согледување на движењето на расходите за стоки и услуги и „останатите трансфери“, за потребите на оваа анализа е направено определено приспособување на оригиналните податоци. Имено, во рамки на спроведувањето на втората фаза од процесот на фискална децентрализација, платите и надоместоците за локалната власт се префрлаат од категоријата „плати и надоместоци“ во категоријата „останати трансфери“ што доведува до пад на учеството на расходите за плати и надоместоци и раст на учеството на останатите трансфери. Со цел да се изолира овој ефект почнувајќи од 2008 година од категоријата „останати трансфери“, се исклучуваат 55% од вкупниот износ (колку што е учеството на трансферите до локалната власт во останатите трансфери во 2010 година, односно последниот расположлив податок), и тој добива третман на расход за плати и надоместоци.

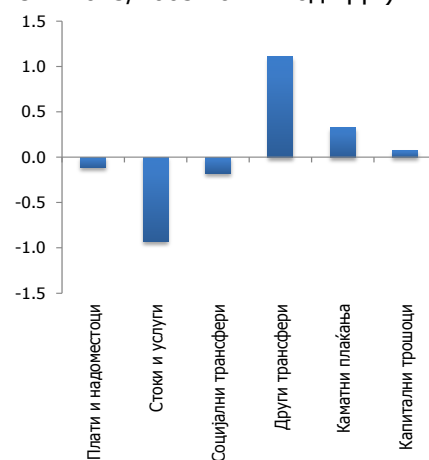


Во доменот на капиталните трошоци (просечно учество од околу 11% во анализираниот период), коишто од аспект на економскиот раст се најзначајната расходна компонента, се забележува мало засилување во 2008 година, но главно, за целиот анализиран период, нивното учество е стабилно. Притоа, треба да се нагласи дека категоријата на капитални трошоци во рамки на централниот буџет не е целосен показател за големината на јавните инвестиции, бидејќи дел од капиталните инвестиции, пред сè во патната инфраструктура, се остваруваат преку останатиот јавен сектор. Генерален заклучок од кратката динамичка анализа е дека јавните расходи се релативно стабилни во изминатите десетина година. Постојат мали структурни поместувања чишто ефекти врз економскиот раст тешко може да се прецизираат. Сепак, како препорака за поддршка на идниот економски раст, а имајќи ги предвид и наодите од емпириските истражувања и карактеристиките на македонската економија, повторно е потребата за натамошно оставање простор за повисоки капитални трошења.

**Графикон 1** Јавни расходи и структура на јавните расходи (% од БДП)



**Графикон 2** Јавни расходи (кумулативни промени 2015/2005 во п.п. од БДП)



Извор: Министерство за финансии на РМ и пресметки на НБРМ.

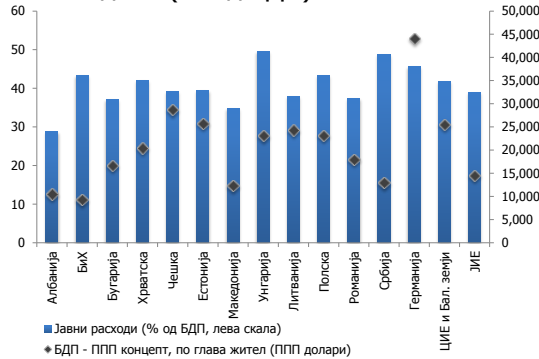
**Компаративно гледано, Македонија се вбројува помеѓу земјите со релативно пониско ниво на буџетски расходи (графикон 3).** Така, во Македонија во 2014 година буџетските расходи на општата влада учествуваат со 34% во БДП (просечното учество на расходите на општата влада во БДП во периодот 2011-2013 година изнесува 34,8%), што е помалку не само од поразвиените економии, туку и од регионот. Од друга страна, Македонија, како земја во развој и земја во транзиција, сè уште е во фаза на градење и унапредување на институционалниот капацитет. Илустративно, доколку како показател за степенот на економска развиеност се земе БДП по глава жител, како најсеопфатен показател, во Македонија овој показател е понизок за 2 пати во однос на просекот на земјите од ЦИЕ и балтичките земји и за понизок 3,6 пати во споредба со Германија (графикон 3). Понискиот степен на развиеност на македонската економија во однос на дел од европските економии упатува на заклучокот дека, и покрај релативно малиот и стабилен јавен сектор, неопходно е внимателно планирање на политиката на јавни расходи, а со цел зголеменото трошење да не предизвика дисторзии во економијата и евентуални негативни ефекти врз економскиот раст.

**Кога станува збор за структурата на јавните расходи, споредбената анализа упатува на заклучокот дека Македонија не отстапува од генералната структура карактеристична за поголемиот дел од европските транзициски економии.** Во Македонија, најголемиот дел од јавните расходи отпаѓаат на тековните трошоци, во чии рамки социјалните трансфери имаат најголемо учество. Капиталните трошења, како и кај останатите земји вклучени во анализата, заземаат значително помал дел од вкупните јавни трошоци. Притоа, во доменот на капиталните трошења Македонија, со просечно учество на капиталните трошења од околу 13,8% во вкупните за периодот 2011-2013 година, таа е помеѓу земјите коишто одвојуваат значителен дел за

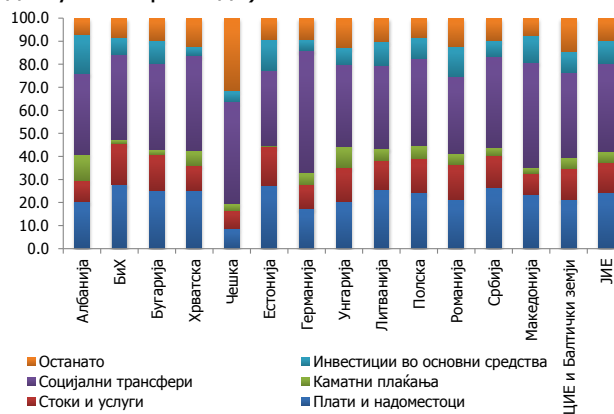


капитални инвестиции (нивното учество во истиот период во земјите од ЦИЕ изнесува 9%, додека во земјите од ЈИЕ е малку повисоко и изнесува 9,9%).

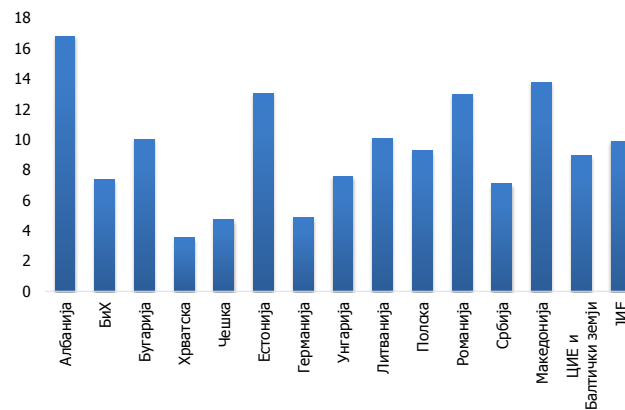
**Графикон 3** Јавни расходи на општата влада во избрани земји во периодот 2011-2013 година (% од БДП)



**Графикон 4** Структура на јавните расходи во периодот 2011-2013 година во избрани земји (% од вкупните расходи)



**Графикон 5** Инвестиции во основни средства на општата влада во периодот 2011-2013 година во избрани земји (% од вкупните расходи)



Извор: Government Financial Statistics and World Economic Outlook Database, International Monetary Fund и пресметки на НБРМ.

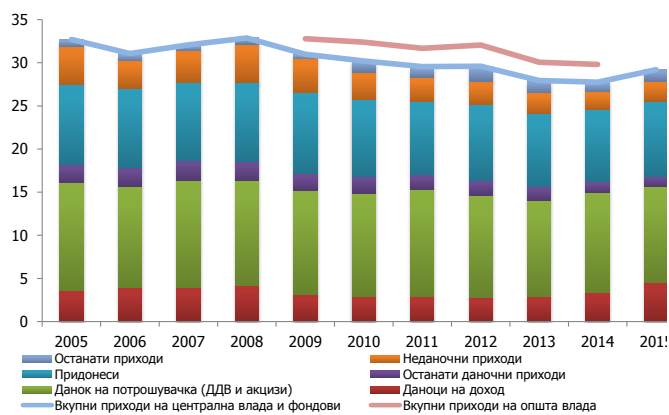
**Дополнителен аспект што може да се анализира во контекст на фискалната политика е согледувањето на буџетската структура низ призмата на големината и структурата на вкупните приходи.** Во овој поглед, теоријата покажува дека растот на директното оданочување на доходот има понеповолни ефекти врз економијата, во споредба со оданочувањето на потрошувачката. Всушност, многу често препораките за фискална консолидација во посткризниот период се засноваат врз оваа теза, односно ја препорачуваат фискалната девалвација (намалување на даночното оптоварување на трудот, а раст на индиректните даноци, како ДДВ), како решение коешто ќе има помалку неповолни последици врз растот.

**Што покажува динамичката анализа на приходите во македонската економија? Во изминатиот десетгодишен период, трендот на учеството на вкупните приходи во БДП е опаѓачки.** Вкупното намалување во 2015 година, во однос на 2005 година, изнесува околу 3,5 процентни поени. Исклучок од оваа патека се 2007 година и 2008 година, кога релативното учество на приходите во БДП забележа раст, што во еден дел може да се објасни со напорите за засилена наплата на даноците, односно намалување на даночната евазија, процес којшто делумно е последица и на дискреционите промени во даночната политика, коишто се случија во тој период. Во 2007 година, беше воведен рамен данок со даночна стапка од 12%, намалена на 10% во 2008 година за персоналниот данок на доход и данокот на добивка, со што значително се намали даночното оптоварување. Овие даночни промени, веројатно придонесоа за склоност за даночна

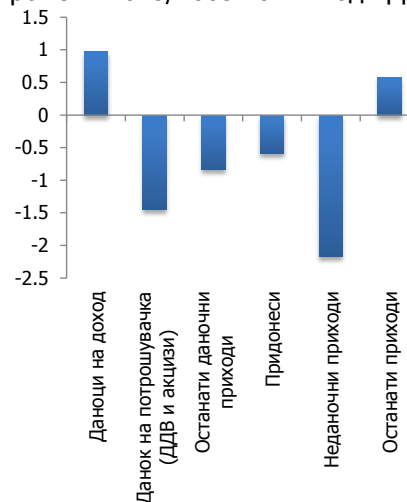


евазија и со тоа имаа првичен ефект на зголемување на дел од даночните приходи во овој период, што е особено видно кај данокот на добивка<sup>88</sup>. Од 2008 година до 2014 година, учеството на приходите во БДП бележи постојан пад, како последица на промените и кај даночните и на неданочните приходи. Слична динамика следат и приходите на општата влада. Во однос на даночните приходи, иако сите компоненти придонесуваат за намалувањето, сепак ефектот е особено изразен кај приходите од данокот на добивка. Во овој период како последица на кризата беше воведена антикризна мерка за ослободување од оданочување на задржаната добивка (2009 година), што го преполови учеството на овој данок во БДП. Преземањето на ваквата дискрециона мерка беше во согласност со тезата за стимулативното делување на помалото директно даночно оптоварување врз растот. Во прилог на ова оди и намалувањето на придонесите во 2009 година, што го намали нивното учество во БДП. Еден дел од овие промени имаа привремен карактер, пред сè антикризната мерка кај данокот на добивка од 2009 година. Со нејзината промена во 2015 година, задржаната добивка повторно е дел од даночната основица, што доведува до раст на приходите од данокот на добивка и нивно повторно враќање на нивото од пред 2009 година. **И покрај ваквите измени, она што може да се согледа од овој кус нарративен дел е дека сепак, најголемите дискрециони промени во даночната политика, коишто се случија во 2006-2007 година, а заради намалување на даночното оптоварување, се направени преку директните даноци, со цел да се намалат трошоците на факторите на производство (труд и капитал).** Оваа „даночна алатка“ беше искористена и на почетокот на кризата во 2009 година, како мерка за ублажување на ефектите од кризата врз корпоративниот сектор.

**Графикон 6** Јавни приходи и структура на јавните приходи (% од БДП)



**Графикон 7** Јавни приходи (кумулятивни промени 2015/2005 во п.п. од БДП)



Извор: Министерство за финансии на РМ и пресметки на НБРМ.

**Погоре дадената констатација, според којашто промените во даночната политика во Македонија ги следеле насоките на промени коишто се помалку штетни за растот, може да се согледа и преку структурата на вкупните приходи.** Анализата на структурата на буџетските приходи покажува дека даночните приходи учествуваат со околу 56%, во просек. Од аспект на одделните даноци, најголемо учество имаат даноците на потрошувачката (данокот на додадена вредност и акцизи), коешто во просек изнесува близу 40%. Релативната тежина на директните даноци на доход (персонален данок и данок на добивка) е значително помала и изнесува околу 11%. Исклучок е сепак 2015 година, кога учеството на оваа група се зголемува на 15,5%, како резултат на промените кај данокот на добивка. Иако и кај едната и кај другата категорија, гледано според динамиката, има различни фази на промена на учеството, сепак

<sup>88</sup> Намалувањето на учеството на вкупните приходи во БДП во последниот период може делумно да се поврзе и со формирањето на ТИР-зони, во коишто компаниите се ослободени од плаќање на даноци на доход, а истовремено нивната активност го поттикнува растот на БДП. Процена на овој ефект засега е тешко да се направи.



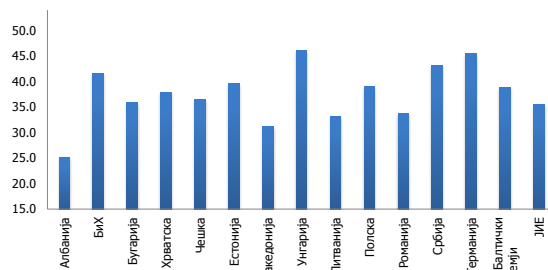
ваквата слика на структурно преовладување на даноците на потрошувачката е присутна во континуитет.

**Споредбената анализа на вкупните приходи покажува дека Македонија влегува во земјите со релативно помал даночен товар, гледан како учество на вкупните приходи во БДП.** Всушност, со исклучок на Албанија, Македонија е земја со најмало ниво на буџетски приходи. Учеството на приходите на општата влада во 2014 година изнесува 29,8% од БДП и е помало од просекот за земјите од ЦИЈИЕ, што изнесува околу 38%, како и од учеството на приходите во Германија, како високо развиена земја.

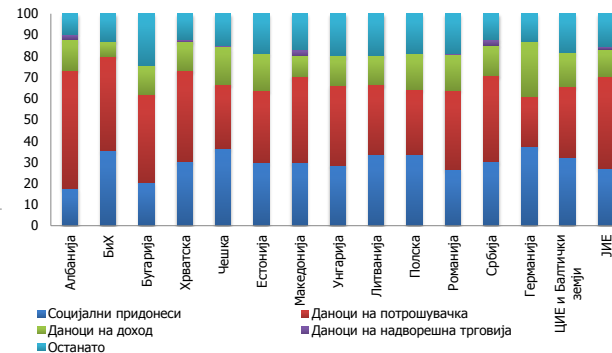
**Наспроти ваквата разлика во големината на буџетски приходи, структурата на буџетските приходи во Македонија делува слично на структурата во регионот.** Сепак, треба да се има предвид дека структурата на буџетските приходи во голема мера е условена од структурата на самата економија. Индиректните даноци, во основа, имаат поголемо учество во економиите коишто се трговски отворени, наспроти затворените економии, додека директните даноци (даноците на доход) имаат поголема тежина во високо развиените економии, наспроти економиите коишто се наоѓаат на помал степен на развиеност. Споредбената анализа на некој начин ја потврдува оваа теза.

Претежната застапеност на даноците на потрошувачка, наспроти директното оданочување е карактеристично за регионот во целина, а оваа карактеристика е најмногу изразена во земјите на ЈИЕ (во најголемиот дел земјите во регионот се отворени економии). Во споредба со Германија, како високо развиена економија, и во Македонија и во регионот учеството на даноците на доход е помало и оваа констатација е валидна и по вклучувањето на придонесите во споредбата, како категорија што исто така е оптоварување на трошоците за факторот труд.

**Графикон 8** Јавни приходи на општата влада во избрани земји во периодот 2011-2013 година (% од БДП)



**Графикон 9** Структура на јавните приходи во периодот 2011-2013 година во избрани земји (% од вкупните приходи)



Извор: Government Financial Statistics, International Monetary Fund и пресметки на НБРМ.

**Во рамки на прилогот беше претставена едноставна динамичка анализа на големината и структурата на јавните приходи и расходи во Македонија, како и споредбена анализа на овие карактеристики со избрана група на земји, главно од регионот.** Анализата покажа дека, главно, најголемиот дел од промените направени во периодот 2005-2014 година биле промени коишто, според теоријата и искуствата, треба да придонесуваат за создавање подобар амбиент за економскиот раст. Во последните десет години, учеството на капиталните расходи е генерално стабилно, а во споредба со земјите од регионот, Македонија се вбројува помеѓу земјите коишто одвојуваат позначителен дел од своите буџети за капитални трошења. Во доменот на даночните политика се направени повеќе дискрециони промени заради намалување на трошоците на факторите на производство (труд и капитал), што создава простор за поголема економска активност, со исклучок на 2015 година кога се повлекуваат дел од привремените антикризни мерки коишто се однесуваат на данокот на добивка. Во споредба со европските транзициски економии и со дел од развиените економии, Македонија има релативно помал јавен сектор, како од аспект на расходната, така и од аспект на приходната страна. Сепак, не треба да се занемари фактот дека



Македонија како земја во развој и земја во транзиција, сè уште има помала економска моќ и е во фаза на градење и унапредување на институционалниот капацитет. Ваквите карактеристики на македонската економија упатуваат на потреба од внимателно планирање на структурните аспекти на фискалната политика.



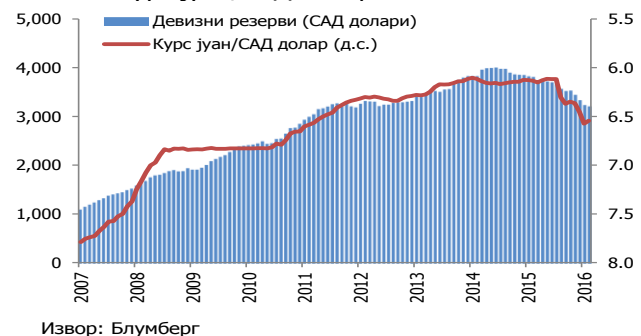
### Прилог 3: Директни и индиректни ефекти од забавувањето на економскиот раст на Кина врз македонската економија

**Еден од тековно поголемите неповолни ризици за растот на глобалната економија е забавувањето на растот на кинеската економија и неизвесноста околу нејзините идни економски перспективи.** По силниот раст во просек од околу 10% до 2010 година, видливо е успорување на динамиката, а ова побавно темпо се очекува да се задржи и во следниот период. Забавувањето го одразува намалувањето на работоспособното население, природниот процес на конвергенција и растот на трошоците за работна сила<sup>89</sup>. Воедно, тоа е последица и на структурниот пресврт на земјата кон нова фаза на развој – т.н. „нова нормала“, во која доминантниот придонес на извозот ќе биде заменет со потрошувачката и растечката улога на услужниот сектор. Имајќи предвид дека Кина е втора по големина светска економија (по американската) со учество од околу 12% во глобалните трговски текови, во рамки на овој прилог даваме кус осврт на можните директни и индиректни ефекти од потенцијалното забавување на економскиот раст на Кина врз македонската економија.

Графикон 1  
Економски раст на Кина (во проценти)



Графикон 2  
Девизни резерви во милијарди САД долари и девизен курс јуан/САД долар



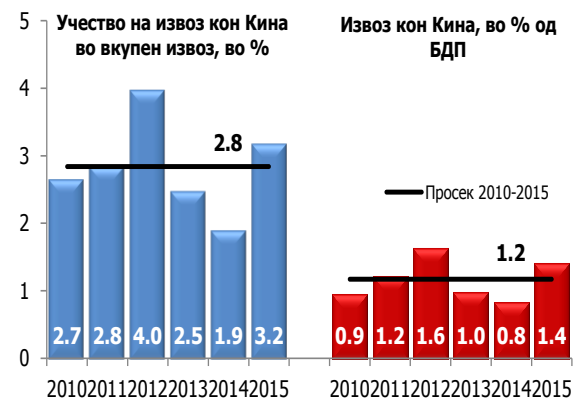
**Директните ефекти врз македонската економија преку трговскиот канал се оценуваат како многу мали.** Во случајот на Македонија, учеството на вкупната надворешнотрговска размена со Кина е релативно ниско и во просек, за периодот од 2010 година до 2015 година изнесува 4,8% од БДП. Притоа, во размената доминира увозната компонента, со просечно учество за истиот период од 5,6% во вкупниот увоз и учество во БДП коешто во просек изнесува 3,6%. И покрај тоа што на извозната страна Кина се вбројува помеѓу десетте најзначајни извозни партнери на Република Македонија, сепак значењето на кинеската економија како извозен партнер е многу мало. Просечното учество на извозот кон Кина во вкупниот македонски извоз за периодот 2010-2015 година изнесува 2,8%, додека просечното учество во БДП за истиот период изнесува 1,2%. Иако директната извозна изложеност кон кинескиот пазар не е висока и иницијално не укажува на значаен ризик, анализирано структурно може да се забележи одредена ранливост. Имено, во извозот кон Кина доминираат производи од металопреработувачкиот сектор, односно дури 94% од извозот кон Кина е извоз на фероникел, што ја прави оваа економија еден од значајните пазари за македонската метална индустрија. Во просек за периодот 2010-2015 година кинескиот пазар апсорбира 13,4% од македонскиот извоз на железо и челик, при што во 2015 година ова учество достигна 21%. **Резимирано, директните ефекти од забавувањето на растот на кинеската економија врз екстерната позиција на земјата, анализирани преку трговскиот канал, се релативно мали. Сепак, постои одредена структурна ранливост во еден од традиционалните сектори, заради концентрацијата на извозот на еден тип на производ**

<sup>89</sup> Процесот на конвергенција доведува до раст на доходот по глава на жител и раст на трошоците за работна сила, со што може да дојде до намалување на ценовната конкурентност на економијата.



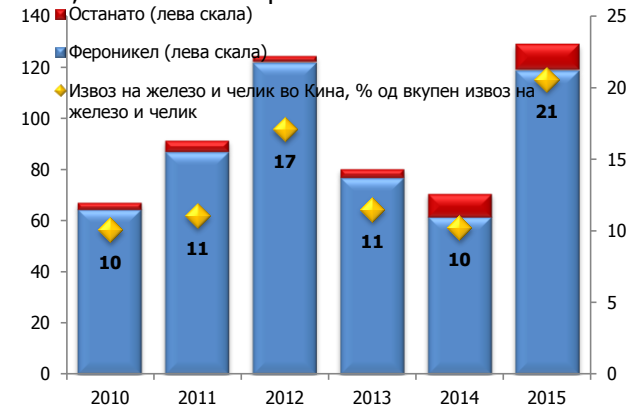
**од металопреработувачкиот сектор каде потенцијално би можеле да се почувствуваат директни ефекти.**

Графикон 3 Извоз на македонските компании во Кина



Извор: ДЗС.

Графикон 4 Структура на македонскиот извоз кон Кина, во милиони евра



**Индириктните ефекти од потенцијалното забавување на економската активност на Кина, може да се согледаат преку анализа на три аспекти: 1/ индириктна трговска поврзаност, 2/ каналот на пренос преку цените на примарните производи и 3/ финансискиот канал.** Индириктните ефекти преку трговскиот канал, пред се можат да се согледаат преку последиците од забавувањето на Кина врз економскиот раст на земјите од ЕУ. Евентуалното забавување на европските економии би се пресликало и врз растот на македонската економија, имајќи предвид дека на овие земји отпаѓа 68,3% од надворешната размената во 2015 година, со што тие претставуваат наш најзначаен трговски партнер. Анализирани динамички, во последните години, земјите од ЕУ значително ја зголемија извозната активност кон Кина од 4% во 2002 година на близу 10% во 2015 година, притоа намалувајќи го извозот кон традиционалните надворешнотрговски партнери (САД и Јапонија). Сепак, и покрај растечкиот обем на извозот, во надворешнотрговската размена на ЕУ и Кина доминира увозот (како и во македонскиот случај) којшто од 10% во 2002 година се зголеми на близу 20% во 2015 година. Овие промени придонесоа за позиционирање на Кина како втор најзначаен трговски партнер на ЕУ (веднаш по САД) со учество во надворешнотрговската рамена на земјите од ЕУ од 14,8% во 2015 година.

**Зголеменото значење на Кина за европските земји во последниот период, беше причина и за појавата на голем број економски истражувања фокусирани на емпириски оцени на ефектите од забавувањето на економскиот раст во Кина. Притоа, генералниот заклучок е дека директната ранливост на земјите од ЕУ од намалената увозна побарувачка на Кина е мала<sup>90</sup>. Во анализа на Европската комисија<sup>91</sup> е направен обид за квантифицирање на ефектите од забавувањето на кинеската економија врз евро-зоната. Така, забавување за 1 п.п. во однос на основното сценарио би довело до намалување на бруто домашниот производ во евро-зоната за 0,2% во тековната и 0,3% во наредната година, споредено со основното сценарио. Во иста насока се и заклучоците на бројните научни трудови кои се обидуваат да ја оценат ранливоста на земјите од ЕУ од забавувањето на Кина преку трговските врски, каде оцените варираат меѓу кумулативен негативен ефект врз земјите на евро-зоната на среден рок од 4,3%<sup>92</sup>, во случај на екстремно сценарио, и 0,1% до 0,15%<sup>93</sup> годишно, во услови на поумерено сценарио за кинеската економија<sup>94</sup>. **Овие оцени за релативно мали ефекти врз****

<sup>90</sup> ECB Economic Bulletin, Issue 7/2015 – Box 1: “Trade links between the euro area and China”, ECB Financial Stability Review, Nov. 2015 – Box 1: “Understanding the links between China and the euro area”.

<sup>91</sup> EC, European Economic Forecast, Autumn 2015 - Box 1.2: “Spillovers from the slowdown in China on the EU economy - channels of contagion”.

<sup>92</sup> Gauvin и Rebillard (2015) вклучуваат постепено забавување на растот на Кина од 6% на 3%.

<sup>93</sup> Feldkircher и Korhonen (2012) користат умерен шок по растот на кинеската економија од 1%.

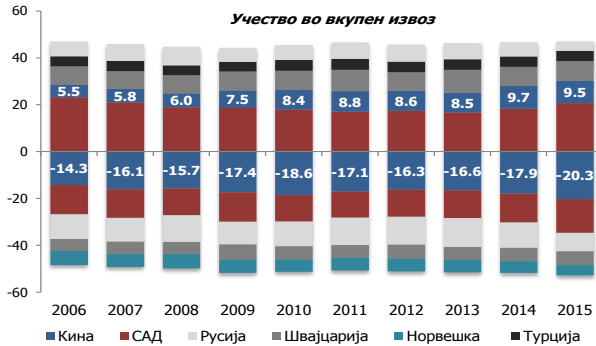
<sup>94</sup> Процентите претставуваат отстапувања во однос на основните проекции за евро-зоната.





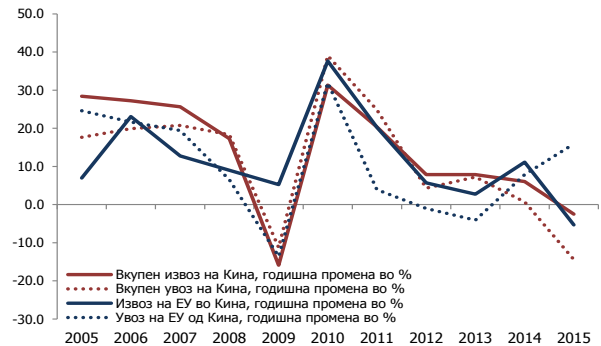
**европските економии упатуваат на мало посредно влијание на забавувањето на Кина врз македонската економија, преку каналот на странската побарувачка.**

Графикон 5 Најзначајни трговски партнери на ЕУ, извоз и увоз (учество во вкупен извоз и увоз)



Извор: Еуростат

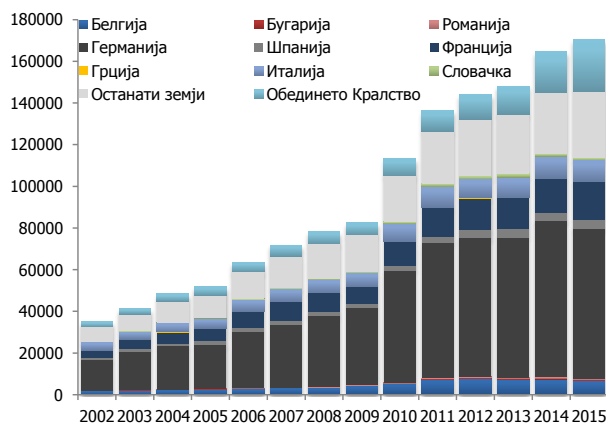
Графикон 6 Динамика на надворешнотрговската размена на ЕУ и Кина



Извор: Еуростат и ММФ.

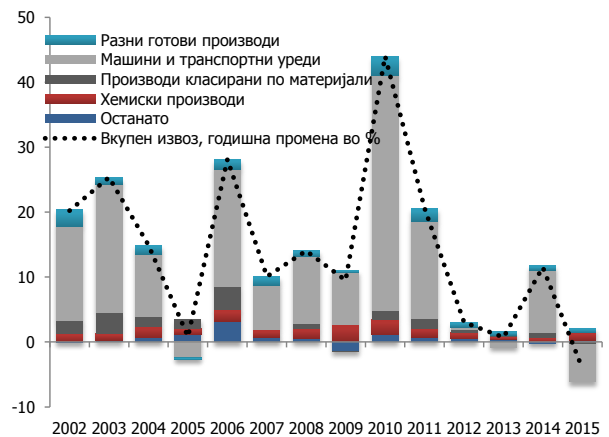
**Друг аспект за оцена на индиректни ефекти врз македонската економија е структурната анализа, гледано преку призмата „земја, трговски партнер - производ“ или поврзаноста преку глобалната производна мрежа (global value chain), која упатува на евентуална ранливост на дел од македонскиот извоз, во сегментот на опрема, машини и возила. Имено, околу 44% во 2015 година од македонскиот извоз кон ЕУ е насочен кон германската економија, при што две третини од него се опрема и машини, односно производи на автомобилската индустрија произведени од страна на новите странски компании. Индиректната ранливост на овој сектор се согледува преку анализата на структурата на извозот на Германија кон Кина, каде исто така се забележува висока концентрација на овој тип на производи (во просек од над 70% учество во вкупниот извоз кон Кина).**

Графикон 7 Извоз на земјите од ЕУ кон Кина (% од вкупен ЕУ извоз кон Кина, 2013)



Извор: Еуростат

Графикон 8 Извоз на Германија кон Кина, по производи (придонес во годишна промена)

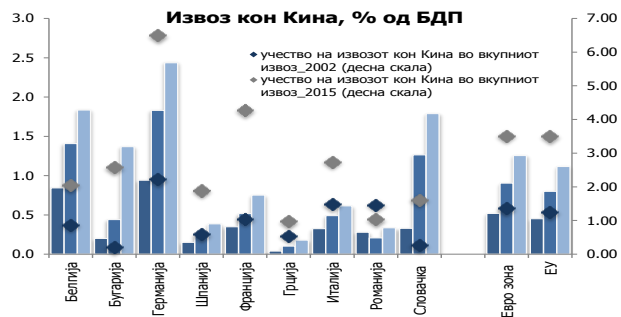


Пренасочувањето на економијата на Кина од досегашната интензивна инвестициска активност, кон развој на услужниот сектор, креира и соодветна промена во увозната структура, со се помал увоз на опрема, машини и возила. Иницијалните ефекти се евидентни и во остварувањата во 2015 година, кога по долг период на позитивни стапки на раст на германскиот извоз во Кина, беше регистриран пад на годишна основа, во целост движен од падот на извезената опрема и возила. Со оглед на тоа што македонскиот извозен сектор е интегриран во глобалната производна мрежа (global value chain), особено преку извозот на новите компании насочен кон германскиот пазар, зголемената ранливост на германската економија како резултат на забавувањето на кинескиот економски раст, упатува на можни индиректни негативни ризици и за македонскиот извоз на



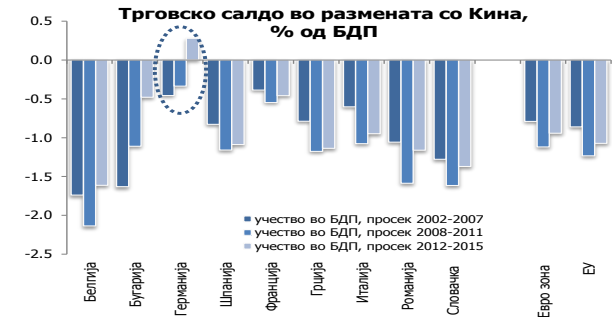
опрема и машини. Сепак, доколку се има во предвид ориентираноста на новите извозни капацитети во домашната економија кон производство на инпути за автомобилската индустрија, се поголемото потпирање на кинескиот раст на приватна потрошувачка би можело да се рефлектира позитивно врз побарувачката за автомобили и соодветно врз овој сектор од домашната економија.

Графикон 9 Извоз кон Кина, како % од БДП



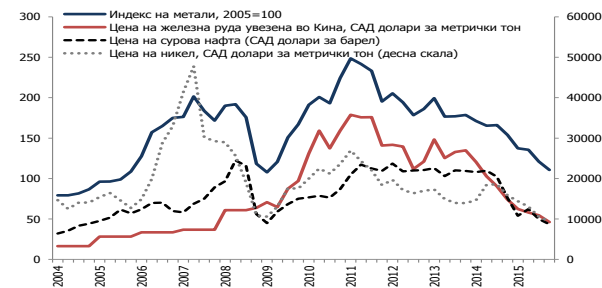
Извор: Еуростат.

Графикон 10 Трговско салдо во размената со Кина, како % од БДП



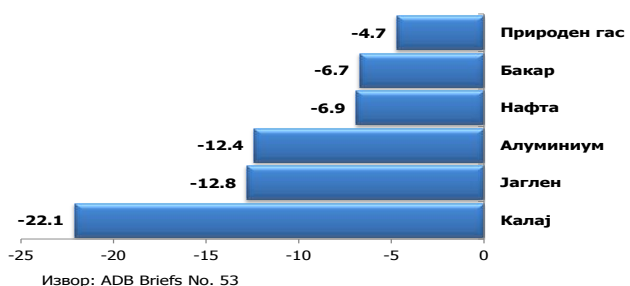
**Забавувањето на економската активност во Кина како втора најголема светска економија се очекува дека ќе има ефекти врз светските цени на примарните производи, но влијанието кај различни производи нема да биде со ист интензитет.** Имајќи предвид дека Кина е значаен потрошувач на метали и јаглен (користи дури половина од глобалното производство) најголемо влијание има врз движењето на светските цени на металите, што впрочем се согледува преку високата корелираност на берзанските цени на металите со движењата и посебно со очекувањата за идните движења на кинеската економија. Од друга страна, Кина користи 12% од светското производство на сурова нафта и 5% од производството на природен гас, што упатува на релативно помало значење на кинеската економија за цените на суровата нафта<sup>95</sup> и природниот гас, во однос на значењето за движењето на светските цени на металите.

Графикон 11 Динамика на цените на металите и суровата нафта



Извор: ММФ.

Графикон 12 Промена на цените на примарните производи при негативен шок од 1 п.п. кај кинеската економија (во проценти)



Извор: ADB Briefs No. 53

Овие констатации ги потврдуваат и емпириските истражувања. Имено, економетриските квантификации на ефектите врз цените на примарните производи укажуваат на изразена сензитивност на цените на металите, со кумулативен пад од 66% во наредните пет години, наспроти 41% пад на цените на нафтата<sup>96</sup> во услови на позначајно забавување на кинеската економија, додека поумерено забавување би предизвикало пад на цените на металите и јагленот за 7%-22% и поблаг пад кај цената на нафтата и природниот гас (од 5% до 7%).<sup>97</sup> Цените на

<sup>95</sup> Берзанските цени на суровата нафта се под силно влијание и на економски и политички фактори коишто не се директно поврзани со Кина.

<sup>96</sup> Gauvin и Rebillard (2015).

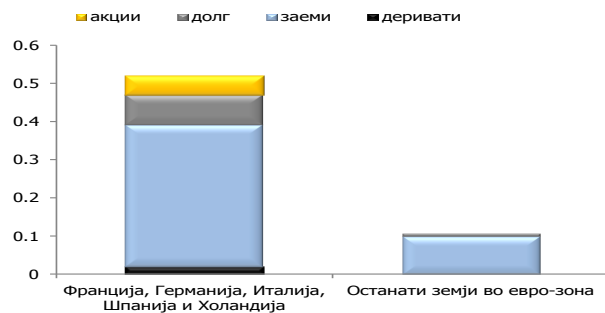
<sup>97</sup> Abaid, Lee, Pundit и Ramayandi (2016).



двата примарни производа се одразуваат врз условите на размена на македонската економија, но со различен ефект. Имајќи предвид дека металите<sup>98</sup> се еден од доминантните извозни производи со учество во вкупниот извоз од 24% во просек за периодот 2010-2015 година, како и просечно учество во БДП од 10%, намалувањето на цените на металите неповолно се одразува врз условите на размена и врз извозната активност на овој сектор. Од друга страна, како земја увозничка на енергија, каде увозот на енергија во просек за периодот 2010-2015 година учествува со околу 17% во вкупниот увоз и со 11% во БДП просечно, пониските цени на енергијата имаат поволен ефект врз условите на размена и врз трговскиот биланс.

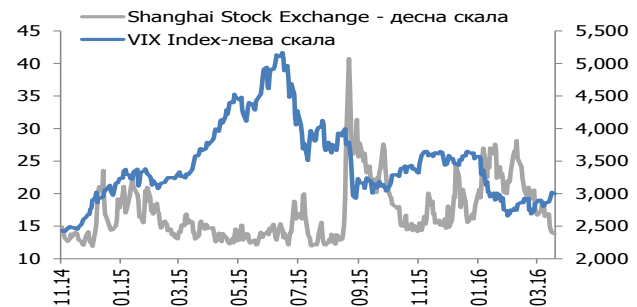
**Трансмисијата на ефектите преку цените на примарните производи може да влијае и врз финансиските институции, доколку тие се директно и/или индиректно изложени кон земји нето-извознички<sup>99</sup> или компании производители на примарни производи.** Во случајот на македонската економија, овие ризици главно може да се анализираат преку изложеноста на финансиските институции од евро-зоната кон трети земји, кои се директно изложени кон Кина. Според ЕЦБ<sup>100</sup>, директните и индиректните ризици за банките од евро-зоната, анализирани преку нивните биланси се оценуваат како релативно ограничени. Во таа насока е и заклучокот од анализата на ММФ<sup>101</sup>, според кој значително влијание врз финансиската стабилност во евро-зоната може да имаат само големите финансиски центри. Сепак, глобалниот шок, кој во третиот квартал на 2015 година ги погоди сите видови на ризична актива, без оглед на ризиците карактеристични за поединечните економии, ја потврди чувствителноста на пазарите на актива на глобално ниво на случувањата во Кина, преку каналот на очекувања. Тоа предизвика промени во портфолијата на актива на глобално ниво, што укажува дека индиректните ефекти од забавувањето на растот на кинеската економија може да имаат поголем ефект од директните.

Графикон 13 Изложеност на банките од еврозоната кон Кина (Кв.4 2014 година; процент од активата на секоја земја)



Извор: ЕЦБ

Графикон 14 Берзански индекси во Шангај и VIX index (ноем. 2014-март 2015, во индексни поени)



Извор: Блумберг

Среднорочните очекувања за кинеската економија предвидуваат просечен раст од 6,5% во наредните пет години, што претставува умерено забавување во однос на претходниот период со стапки на раст од околу 7%, што сепак се смета за потенцијален ризик фактор за глобалната економија. Со оглед на малата директна изложеност на Република Македонија кон Кина преку трговскиот канал, директните ефекти од забавениот раст на кинеската економија врз екстерната позиција на земјата се мали. Сепак, постои одредена структурна ранливост во еден од традиционалните сектори, заради концентрацијата на извозот на еден тип на производ од металопреработувачкиот сектор, додека потенцијалните негативни ефекти врз новите извозни капацитети од забавувањето на кинеската економија поради вклученоста на Македонија во

<sup>98</sup> Извозот на мета вклучува извоз на метални руди, како и извоз на железо и челик.

<sup>99</sup> Според ЕИА (EIA - Energy Information Administration), светските најголеми нето-извозници на нафта од економиите во подем со извоз поголем од 1000 барели на ден во 2013 година се: Саудиска Арабија, Русија, Обединетите Арапски Емирати, Кувајт, Ирак, Нигерија, Венецуела, Катар, Ангола, Казахстан, Алжир и Иран.

<sup>100</sup> ECB Financial stability Review, May 2015 - Box 2: "Lower oil prices and their implications for financial stability in the euro-area".

<sup>101</sup> Espinoza-Vega, M.A, Sole, J. 2010, IMF working paper 10/105, "Cross border financial surveillance: A network perspective".



глобалната производна мрежа, би можеле да бидат ублажени од се поддоминантниот придонес на личната потрошувачка во растот на Кина, што позитивно би се одразило врз глобалната автомобилска индустрија. Ефектите од економските остварувања на Кина врз светските цени на примарни производи се исто така канал преку којшто случувањата во кинеската економија се чувствуваат во домашната економија, со оглед на тоа што промените на овие цени ги менуваат домашните услови на размена.