

НАРОДНА БАНКА НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА



Структурна анализа на странските директни инвестиции во земјите од Централна и Југоисточна Европа – должничка наспроти недолжничка компонента

Весна Стојчевска*

март, 2018 година

Апстракт

Оваа анализа претставува краток осврт на структурата и динамиката на странските директни инвестиции во регионот на ЦИЕ, ЈИЕ и балтичките земји, гледано од аспект на недолжничката, наспроти должничката компонента. Според анализата, заедничка карактеристика за сите три региони е високото учество на директните инвестиции во форма на акционерски капитал, но разлики постојат во релативното значење за вкупните СДИ на останатите компоненти. Така, во балтичките земји, карактеристично е релативно високото учество на реинвестираната добивка, во земјите од ЦИЕ постои порамномерна распределба помеѓу реинвестираната добивка и должничката компонента, додека во економиите од ЈИЕ поизразено е значењето на должничките текови наспроти значењето за останатите групи земји вклучени во анализата. Анализата на структурата и трендовите на СДИ во македонската економија покажува дека структурата на директните инвестиции не отстапува од просекот за регионот на Југоисточна Европа, иако има малку поизразено зголемување на учеството на меѓукомпаниското задолжување како форма на странски инвестиции во економијата. Доколку земјите од соседството, вклучително и Македонија, го следат циклусот на балтичките економии и економиите од ЦИЕ, во иднина може да се очекува сè поголемо значење на реинвестираната добивка како извор на капитал за тековните и инвестициските потреби на компаниите во странска сопственост.

* Дирекција за монетарна политика и истражување. Оваа анализа е објавена и во Кварталниот извештај на НБРМ, февруари 2018 година.

Структурна анализа на странските директни инвестиции во земјите од Централна и Југоисточна Европа – должничка наспроти недолжничка компонента

Странските директни инвестиции претставуваат еден од битните извори на финансирање на економиите на земјите од ЦИЈИЕ по отпочнувањето на процесот на транзиција¹ и ги опфаќаат речиси половината од вкупните меѓународни финансиски обврски на овие земји². Притоа, финансиските текови имаа значајна улога во процесот на транзиција на регионот, помагајќи во трговското отворање на економиите и трговската интеграција, особено со земјите на ЕУ. Исто така, директните инвестиции значително придонесоа за процесот на финансиска интеграција, а истовремено претставуваа и поддршка на процесот на реална и номинална конвергенција на регионот. **Во оваа анализа фокусот е ставен на еден специфичен аспект на СДИ, односно нивната структура од аспект на должничка и недолжничка компонента, со фокус на земјите од регионот на ЦИЈЕ.**

Гледано според динамиката, приливите преку СДИ во земјите од регионот³ бележеа речиси непрекинат раст, коишто забавија со појавата на глобалната финансиска и економска криза. Притоа, во 2007 година просечниот износ за сите анализирани земји достигна 8,9% од БДП, додека просечното учество на СДИ во БДП за периодот 1998-2007 година изнесуваше 5,8%. Светската економска криза остави свои последици и врз приливите врз основа на директни инвестиции во овие економии, чиешто просечно учество во БДП во периодот 2008-2015 година се намали на 3,9% од БДП. Анализирани по региони, најголема промена е забележана кај балтичката група земји и земјите од ЦИЕ, што е и очекувано доколку се има предвид фактот дека овие економии побрзо ги поттикнаа пазарните реформи, го започнаа пристапувањето кон ЕУ и паралелно со тоа ја либерализираа финансиската сметка, отворајќи простор за побрз влез на директни инвестиции во домашната економија. По силниот раст на СДИ во периодот до 2007 година, во наредните години тие забавија, првенствено како ефект на светската економска криза, но е веројатно и заради промените во самите економии⁴. Од друга страна, кај земјите од ЈИЕ ефектот од кризата врз приливите од директни инвестиции иако е очигледен, сепак е значително поумерен, што делумно е резултат на поумерените приливи во оваа група земји пред кризата. За илустрација, во периодот 1998-2007 година просечните СДИ во земјите од ЦИЕ изнесуваа 5,4% од БДП, а во балтичките земји 6,4%, за разлика од периодот по кризата кога просечното учество во БДП позначително им се намали на 2,8% и 3,7%, соодветно. Од друга страна кај земјите од ЈИЕ не е забележано позначително забавување помеѓу двата периоди, односно просечните СДИ во БДП се намалија од 5,9% на 4,7%. Умереноста на забавувањето делумно може да се поврзе и со фактот што и покрај кризата, во поголем дел од земјите во оваа група продолжија структурните реформи. Показателите на ЕБРД за земјите од ЈИЕ во периодот по 2007 година покажуваат понатамошен напредок во сферите како што се трговската отвореност, ценовната либерализација, напредок во процесот на пазарна либерализација, преку

¹ Анализата се фокусира на економиите од централна, источна и југоисточна Европа и балтичките земји за периодот 1998-2015 година (земји од ЦИЕ - Чешка, Полска, Унгарија, Словачка и Словенија; ЈИЕ – Хрватска, Бугарија, Македонија, Албанија, БиХ, Србија и Романија; балтички земји – Естонија, Латвија и Литванија). Податоците за странските директни инвестиции се однесуваат на категоријата „обврски“ од статистиката на билансот на плаќања, како показател за приливите од нерезиденти врз основа на странски инвестиции.

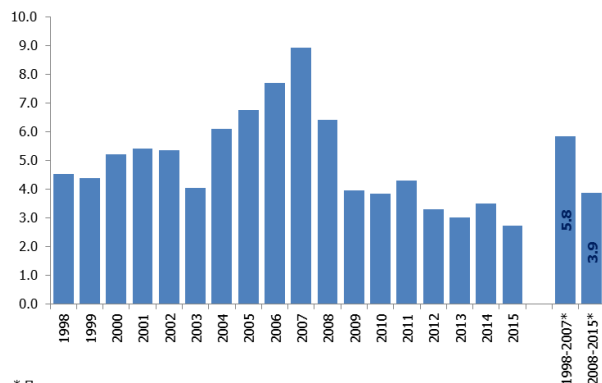
² 25 Years of Transition Post-Communist Europe and the IMF – IMF, 2014.

³ Со исклучок на 2003 година.

⁴ Веројатно една од причините е и процесот на реална конвергенција, што може да предизвика неповолни промени во конкурентноста на овие економии (види на пример „25 Years of Transition Post-Communist Europe and the IMF – IMF, 2014“).

промоција на конкурентноста и во делот на владеењето на правото. Позитивните промени, надополнети со политиката за активно привлекување странски директни инвестиции од поголем дел на земјите од регионот доведе до зголемување на интересот на странските инвеститори за регионот, и покрај светската економска криза.

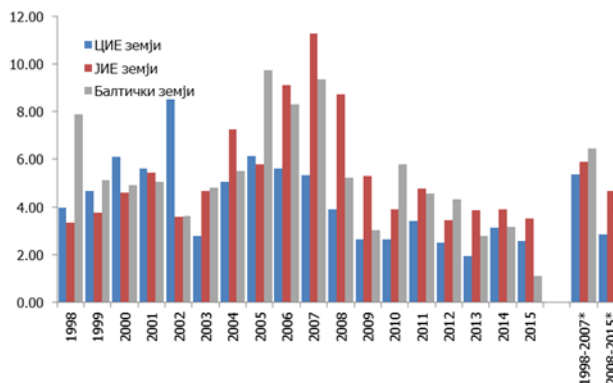
Графикон 1 Просечен износ на СДИ во анализираните земји, како % од БДП



* Просек за наведените периоди.

Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

Графикон 2 Просечно учество на СДИ во БДП по региони



Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

Постојат повеќе димензии преку коишто може да се анализираат СДИ, а еден аспект на којшто поретко се става фокус во економската литература и којшто ќе биде предмет на анализа во овој прилог е нивната структура, гледано од аспект на недолжничката наспроти должничката компонента. Имено, СДИ се состојат од три основни форми, **сопственички (акционерски) капитал, реинвестирана добивка и финансиски и трговски заеми помеѓу заемно поврзаните субјекти.** Сите овие форми имаат посебни карактеристики, со свои предности, но и одредени слабости. **Така, првите две компоненти се форми на недолжнички капитал** и соодветно не влијаат врз нивото на надворешниот долг на земјата домаќинка. Покрај тоа, сопственичкиот капитал и реинвестираната добивка се стабилна форма на капитал, со значително помал ризик од реверзибилни движења во однос на останатите финансиски текови. Сепак, растот на добивката го зголемува ризикот за трансфер на профитот кон матичните компании, преку дивиденди, што може неповолно да делува врз расположливиот капитал во домашната економија. **Должничката компонента, односно финансиските и трговски заеми помеѓу заемно поврзаните субјекти** го зголемуваат надворешниот долг на земјата домаќинка, а воедно наметнуваат и трошоци за каматни отплати. Сепак, позајмувањето од матичните компании (меѓукомпаниски долг) често се користи како инструмент за финансирање на оперативните и инвестициските активности, со оглед на лесниот и едноставен пристап до овој извор на финансирање. Во литературата не постојат многу истражувања коишто посочуваат на клучните фактори што ја одредуваат структурата на финансирање во поглед на изборот на должнички наспроти недолжнички извори на финансирање. Сепак, општо, како некои битни детерминанти на структурата на финансирањето, може да се наведат карактеристиките на компаниите, финансиската стратегија на матичната компанија и формата на СДИ-вложувањето (гринфилд наспроти браунфилд-инвестиции), дејноста во којашто е направена инвестицијата, како и соодветните регулаторни барања во конкретните дејности, карактеристиките на инвеститорот, неговата организациска форма и развојна стратегија, развојната фаза на директната инвестиција, односно од циклусот и начинот на финансирање на компаниите и потребите за финансирање коишто тие ги имаат и даночната регулатива на земјата домаќинка и земјата на потекло на инвеститорот. **Во продолжение, анализата дава осврт на структурата на СДИ токму од аспект на споменатите компоненти, споредба на структурата во одделните подрегиони, како и динамичка споредба на трендовите во периодот пред и по глобалната криза.**

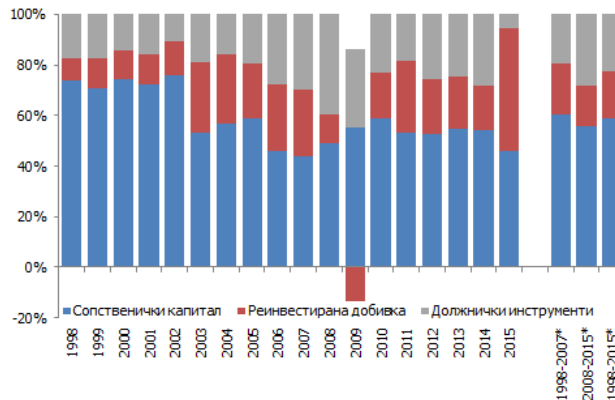
Графикон 3 Структура на просечните СДИ во анализираниите земји, како % од БДП



* Просек за наведените периоди.

Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

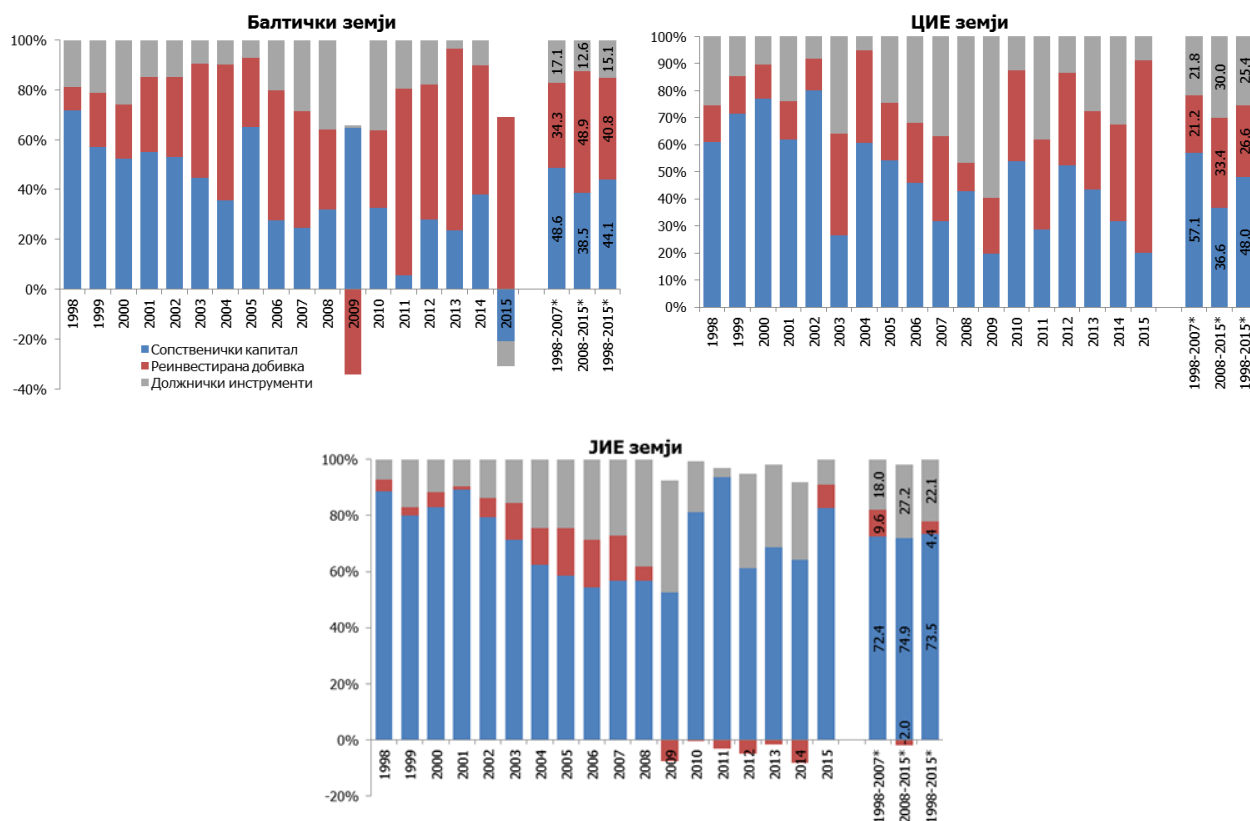
Графикон 4 Структура на збирните СДИ во анализираниите земји, како % од вкупните СДИ



Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

Структурната анализа укажува на најголемо учество на акционерскиот капитал кај трите подрегиони, но и на одредени разлики во релативното значење за вкупните СДИ на останатите две компоненти. На ниво на целиот регион, најголемо учество во структурата на СДИ има акционерскиот капитал, коешто за периодот 1998-2015 година изнесува близу 60%, во просек. Еден од факторите за ваквата структура е секако и процесот на приватизација, којшто беше изразен особено во почетните фази на транзицијата и којшто значеше прилив на приватен капитал во сопственичка форма во овие економии. Релативното значење на реинвестираната добивка и должничката компонента на СДИ се доста блиски, со учество од 18,6% и 22,5%, соодветно. Сепак, преку генералната слика не можат да се воочат спецификите помеѓу поодделните региони, како и динамичките промени во структурата на инвестициите и токму од таа причина во продолжение се задржуваме на овие два аспекта. Имено, доколку се анализираат одделните региони, се забележува дека заедничка карактеристика за сите три региони е високото учество на директните инвестиции во форма на акционерски капитал. Така, за целиот период на анализа, кај балтичката група земји најголем дел од директните инвестиции се во форма на акционерски капитал (44%), но и во форма на реинвестирање на остварената добивка (41%), што е речиси избалансирано учество на овие две компоненти, додека должничката компонента има мало значење за вкупните странски инвестиции. Кај земјите од ЦИЕ, акционерскиот капитал е најзастапен со близу 50% во текот на анализираниот период, додека преостанатиот дел е рамномерно распределен помеѓу реинвестираната добивка и меѓукомпаниското задолжување. Наспроти ова, економиите од ЈИЕ бележат највисоко учество на сопственичкиот капитал од 73%, учество што е стабилно низ годините. Она што, исто така, се забележува кај овие земји е незначајната улога на реинвестираната добивка (само 4% учество) како извор на нов странски капитал во овој регион, наспроти должничките инструменти, чие просечно учество во вкупните директни инвестиции е 22%.

Графикон 5 Структура на СДИ по региони, како % од вкупните СДИ



Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

Во согласност со глобалното забавување на финансиските текови во периодот по светската финансиска криза, се забележува и соодветно забавување во приливите од странски директни инвестиции во регионот. Во изминатите две децении, овие земји претрпеа значителна промена во речиси сите економски и политички аспекти, што имаше и соодветен одраз врз согледувањата на странските инвеститори на поединечните земји и согледувањата кон регионот во целост. Притоа, доколку периодот на анализата се разгледува преку два потпериоди се согледуваат различни заклучоци. **Првиот период од 1998 до 2007 година**, се карактеризира како период на либерализација на овие пазари, пазарни реформи, активирање на процесот за пристапување кон ЕУ и пристапување на дел од земјите кон ЕУ⁵, како и период на повolen меѓународен економски амбиент и зголемена инвестициска активност. Дополнителен фактор за високите приливи на директни инвестиции во целокупниот регион е активниот процес на приватизација во периодот на деведесеттите и почетокот на две илјадитите, со тоа што

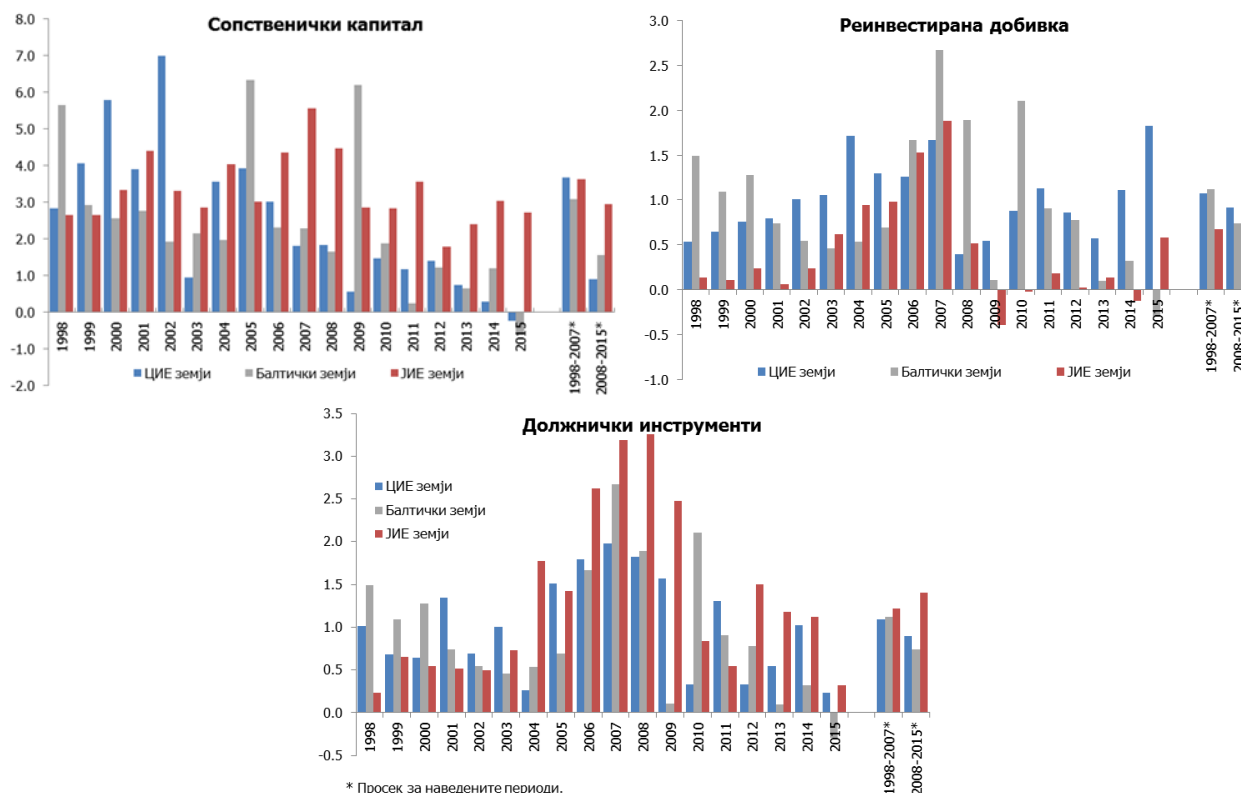
⁵ Земјите од анализата имаат различен статус во однос на членството во ЕУ. Балтичките земји и земјите од ЦИЈЕ се членки на ЕУ од процесот на проширување во 2004 година, Бугарија и Романија пристапија кон ЕУ во 2007, додека Хрватска во 2013 година. Преостанатите земји од ЈИЕ се со статус на земји кандидатки за членство, со исклучок на БиХ, каде што статусот е земја потенцијална кандидатка.

приватизацијата се спроведуваше со различна динамика кај поодделните земји. Општо земено, процесот порано започна кај балтичките и земјите од ЦИЕ. Во вакви услови приливите врз основа на странски директни инвестиции значително се зголемија. **Вториот период од 2008 до 2015 година** е периодот кога се случи светската економска криза и се чувствуваа нејзините последици, што значеше понеповолно екстерно окружување и генерална инвестициска воздржаност. Но, тоа беше и периодот кога дел од анализираниите земји (земјите од ЦИЕ и балтичките земји) станаа дел од ЕУ. Податоците укажуваат на позначително намалување на приливите од директни инвестиции, анализирани како учество во БДП, во периодот по 2008 година во целиот регион, при што забавувањето е поизразено кај балтичките економии и земјите од ЦИЕ, во споредба со земјите од нашето соседство.

Од аспект на компонентите на СДИ коишто придонесуваат за ваквите остварувања, кај балтичките економии и земјите од ЦИЕ, намалувањето на директните инвестиции во периодот 2008-2015 година во споредба со периодот 1998-2007 година во поголем дел произлегува од сопственичкиот капитал, чиешто просечно учество во БДП се намали од 3,6% на 1% кај земјите од ЦИЕ, односно од 3,1% на просечни 1,6% од БДП кај балтичките економии. Од друга страна, намалувањето на СДИ кај економиите од Југоисточна Европа, иако е послабо, произлегува од двете недолжнички компоненти истовремено, а она што е специфично е малку повисокото меѓукомпаниско задолжување помеѓу двата периода, со просечно учество во БДП од 1,2% во периодот пред кризата и пораст на 1,4% по 2008 година⁶. Воедно, во овој период просечниот износ на СДИ е највисок во овој регионот. Нема јасна причина за ваквите движења кај земјите од ЈИЕ, но потенцијално разликата со останатите две групи на економии може да се должи на зголемената атрактивност на регионот за вложување на странските инвеститори, коишто поради големата неизвесност во светската и европската економијата, новиот капитал во регионот го пласираа во форма на меѓукомпаниски долг, како форма на СДИ којашто нуди поголема мобилност во однос на акционерскиот капитал.

⁶ Точните причини со коишто би се објаснила структурата на СДИ во земјите на ЈИЕ не може со сигурност да се утврдат. Сепак, како можни причини за ваквата структура на СДИ во регионот на ЈИЕ, односно незначителното учество на реинвестираната добивка и стабилноста на меѓукомпаниските текови, се даночниот систем, односно моделите на оданочување, согледувањето за ризик на инвеститорите за овие економии, структурата на СДИ по дејности, профитабилноста на овие компании, како и на соодносот на одлеаните дивиденди и новосоздадената вредност којшто во овој регион е висок.

Графикон 6 Структура на СДИ по региони, како % од БДП



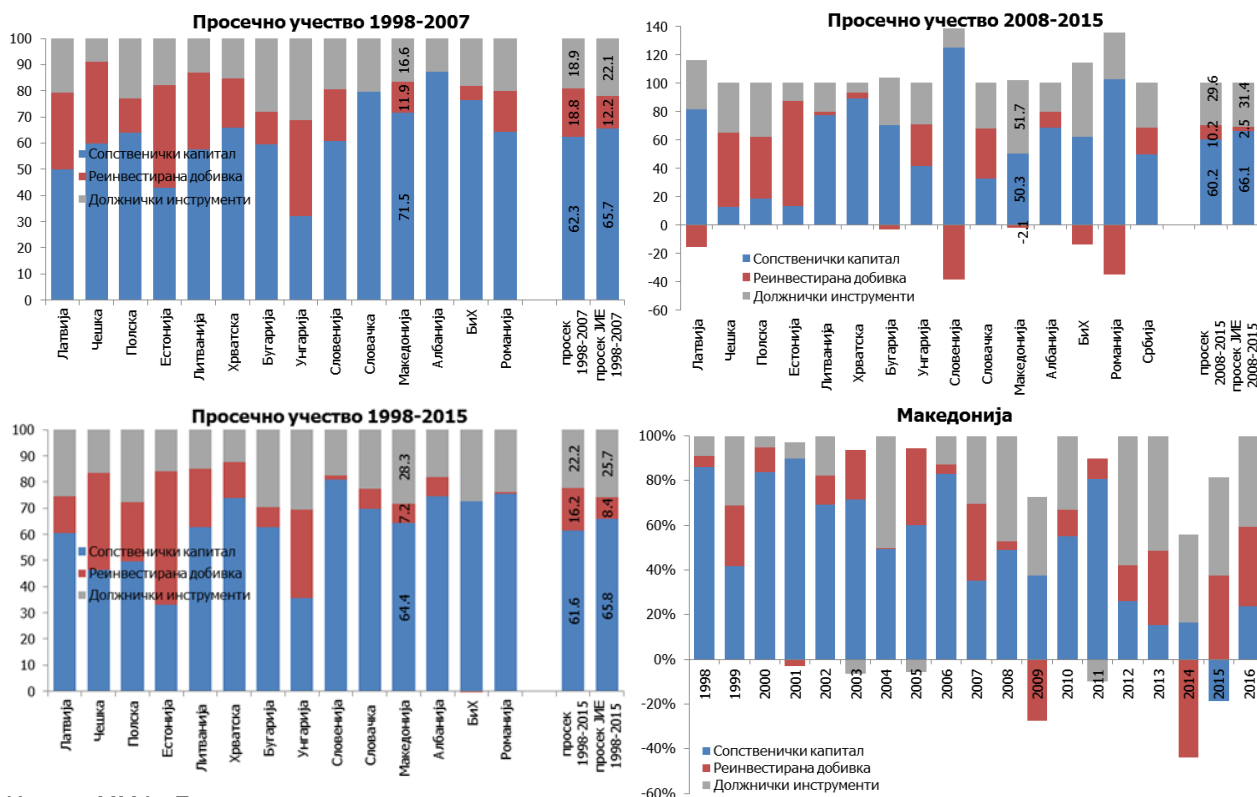
Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

Во следниот дел на анализата фокусот е ставен на македонската економија. Анализата на податоците за Македонија посочува дека соодносот на должничката наспроти недолжничката компонента на СДИ не отстапува значително од просекот на земјите од ЈИЕ опфатени со анализата. Имено, акционерскиот капитал е главната форма преку којашто директните инвестиции влегуваат во земјата. Како и кај просекот од земјите од ЈИЕ, реинвестираната добивка нема значајна улога во креирањето на новите странски инвестиции во земјата⁷, а значително е и учеството на СДИ во форма на меѓукомпаниско задолжување во вкупните странски инвестиции. Гледано според динамиката, во периодот до 2007 година, учеството на сопственичкиот капитал во вкупните СДИ изнесуваше 72%, во просек, малку повисоко од просекот на анализираниите земји, додека должничката компонента со учество од 17% е на ниво на просечната. Од друга страна, со реинвестирана добивка од само 12% од вкупните СДИ, значително отстапуваме од целокупниот просек. Единствено кај Албанија и Босна и Херцеговина, релативното значење на оваа компонента од директните инвестиции е помало во овој период. **Наредните осум години по кризата укажуваат на одредена промена во**

⁷ Согласно со податоците од билансот на плаќања на анализираниите економии, земјите од групата на ЈИЕ имаа повисок сооднос помеѓу дивидендата декларирана за исплаќање и доходот од СДИ, во однос на останатите две групи земји, што укажува на можност за повисок одлив на новосоздадената вредност кон матичните економии. Ова е особено изразено во периодот 2008-2015 година.

структурата на странските инвестиции во нашата економија. Имено, просечно за 2008 до 2015 година, приливите се избалансирани – меѓукомпаниските заеми имаат учество од 52% проценти во вкупните, наспроти учеството од 50% на сопственичкиот капитал. Релативното учество на реинвестираната добивка во овој период е благо негативно, што е случај и во дел од останатите анализирани земји, како Словенија, Романија, Латвија и Бугарија. Сепак, во последните две години се забележува позначителен раст на учеството на реинвестираната добивка во вкупните СДИ.

Графикон 7 Структура на СДИ по земји, во %



Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

Извор: НБРМ и ДЗС.

Општо земено, овој краток осврт на структурата и динамиката на странските директни инвестиции во регионот на ЦИЕ, ЈИЕ и балтичките земји (без притоа подлабоко да се навлегува во причините за разликите во динамиката и структурата на овие текови по региони), покажува дека заедничка карактеристика за сите три региони е високото учество на директните инвестиции во форма на акционерски капитал, но разлики постојат во релативното значење за вкупните СДИ на останатите две компоненти. Така, во балтичките земји, карактеристично е релативно високото учество на реинвестираната добивка, во земјите од ЦИЕ постои порамномерна распределба помеѓу реинвестираната добивка и должничката компонента, додека во економиите од ЈИЕ изразено е значењето на должничките текови наспроти значењето за останатите групи земји вклучени во анализата. Гледано според динамиката, периодот пред 2008 година е период во којшто приливите од странските директни инвестиции го достигнаа највисокото ниво во овој регион. Воедно, овој период се одликуваше со поголема стабилност во структурата на СДИ, како на агрегатно ниво, така и по поединечни земји, наспроти поблиската историја, каде што поради серија глобални фактори, како и промени во

структурата на економиите, забележливи се позначителни поместувања во структурата. Анализата на структурата и трендовите на СДИ во македонската економија покажува дека структурата на директните инвестиции не отстапува од просекот за регионот на Југоисточна Европа, иако има малку поизразено зголемување на учеството на меѓукомпаниското задолжување како форма на странски инвестиции во економијата. Доколку земјите од соседството, вклучително и Македонија, го следат циклусот на балтичките економии и економиите од ЦИЕ, во иднина може да се очекува сè поголемо значење на реинвестираната добивка како извор на капитал за тековните и инвестициските потреби на компаниите во странска сопственост.