

Народна банка на Република Македонија
Дирекција за истражување



Работен материјал

**ЈАЗОТ ПОМЕЃУ ШТЕДЕЊЕТО И ИНВЕСТИЦИИТЕ ВО
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА И НЕГОВОТО
ФИНАНСИРАЊЕ**

Подготвил:

М-р Маја Кадиевска Војновиќ

Јули, 2009 година

Содржина:

Вовед	3
1. Макроекономска рамка за истражување на јазот помеѓу штедењето и инвестициите во националната економија и негово финансирање	4
2. Историска анализа на јазот помеѓу штедењето и инвестициите во Република Македонија	7
3. Стапката на национално и домашно штедење во РМ и детерминантите	10
3.1 Детерминанти на штедењето	13
4. Финансирање на негативниот јаз помеѓу штедењето и инвестициите и меѓусекторски финансиски релации во РМ	19
5. Заклучок	22

Прилози

Користена литература

Вовед

Глобалната економска рецесија и неизвесноста за времетраењето на истата ги мобилизира економските аналитичари за истражување на ефектите од кризата врз домашните економии. И покај тоа што причините за почетокот на кризата многумина ги идентификуваат во пазарот на недвижности во САД, јасно е дека финансиската и капитална либерализација, коишто земаа замав во последните неколку декади, придонесоа во голем дел за појава на кризата. Глобализацијата претставена преку трговска и уште позначајно, финансиска поврзаност на нациите, услови прелевање на капиталот од земјите коишто остваруваа суфицити во тековните сметки во оние коишто има константна потреба за финансирање на дефицитите во тековните сметки. Со други зборови, ниското трошење на Азиските земји во развој и високото трошење на индустријализираните држави (САД), условија појава на дисбаланси во штедењето и инвестициите. Појавата на кризата покажа дека одржувањето на овие нерамнотежи неможе да опстојува, односно дека во иднина потребно е разгледување на односите на штедењето и инвестициите во националните економии. Ваквото неокласично гледиште е спротивно на кејнзијанскиот правец којшто го завземаа повеќето развиени светски економии за совладување на негативните ефекти од кризата. Сепак, реакцијата на високоиндустријализираните економии соодветствува со можноста за континуирано задолжување во глобални рамки, додека за повеќето земји во развој, клучно е прашањето за обезбедување на потребното ниво на финансирање на растечките дефицити во тековната сметка во услови на глобален недостаток од ликвидност. Затоа, насоченоста на маркоекономската политика во земјите во развој треба да биде во правец на зголемување на домашната акумулација за одржување на потребно ниво инвестициска активност, односно обезбедување на услови за подолгорочен економски раст.

Имајќи го предвид понискиот степен на финасиска интегрираност на РМ во глобални рамки, финасиската светска криза не го зафати домашниот финансиски сектор. Сепак, понискиот степен на финансиска интегрираност на РМ во услови на глобален недостиг на ликвидност значи и помали странски извори за финансирање на дефицитот на тековната сметка. Воедно, трговската интегрираност на РМ значајно го погоди реалниот сектор и се одрази со намалување на девизните приливи од извозот. Следствено, во наредниот период, главен проблем на којшто треба да се насочи макроекономската политика е одржувањето на надворешната рамнотежа. Дека овој проблем ќе го задржи фокусот на ностителите на макроекономската политика е фактот на веќе нарушената рамнотежа, претставена со високиот дефицит во тековната сметка во 2008 година и притисоците врз домашната валута. Одржувањето на стабилноста на домашната валута со забрзан одлив на девизни резерви од почетокот на кризата, го наметна прашањето за мерките коишто треба да претставуваат одговор на растечките притисоци во екстерниот сектор.

Креирањето на макроекономските мерките во голем дел ќе зависи од согледувањето на неколку главни прашања: Зошто во РМ има дефицити во тековната сметка? На што се должи значајното проширување на дефицитот во последните две години? Дали негативниот јаз се должи на ниското штедење? Кои се причините за ниското ниво на штедење? Кој сектор во економијата главно генерира притисоци врз надворешната рамнотежа? Каква е состојбата на паричните текови? Дали расте домашниот долг на приватниот сектор?

Во обид да се даде одговор на овие прашања, структурата на овој работен материјал е следна: во првиот дел е презентирана макроекономската рамка на анализата, вториот дел обезбедува слика за штедењето и инвестициите во економијата, третиот го анализира движењето на стапката на штедење и детерминантите на штедењето и четвртиот дел во фокусот го има финасирањето на дефицитот во тековната сметка и меѓусекторските финансиски релации во РМ. На крај се заклучните согледувања.

1. Макроекономска рамка за истражување на јазот помеѓу штедењето и инвестициите во националната економија и негово финансирање

Почетна основа за анализа на јазот помеѓу штедењето и инвестициите во националната економија и неговото финансирање претставува поврзаноста на националните сметки и надворешно-трговскиот биланс, односно трансакциите помеѓу резидентите и нерезидентите кои се однесуваат на реалната економија (или нефинансиските трансакции):

$$GDP = C + G + I + XM$$

финална потрошувачка

каде:

GDP = Gross Domestic Product (Бруто домашен производ)

C = Private Consumption (Приватна потрошувачка)

G = Public Consumption (Јавна потрошувачка)

I = Gross Investments (Бруто инвестиции)

XM = Net, Exports of goods and services

(Нето извоз - трговски биланс од стоки и услуги)

Покрај доходот создаден во домашната економија (GDP), за анализата значен е и поширокиот доходен агрегат, односно Бруто националниот расположив доход (GNDY) којшто го содржи и нето доходот (разликата помеѓу доходот на резидентите заработен во странство и доходот на нерезидентите заработен во земјата) и ги содржи нето тековните трансфери со странство. Овој доходен агрегат е основа за согледување на поврзаноста на националните сметки и тековната сметка на платниот биланс на домашната економија:

$$GNDY = C + G + I + \underbrace{XM + NY + NCT}_{CAB}$$

каде:

GNDY = Gross National Disposable Income

(Бруто национален расположив доход)

CAB = Current account balance

(биланс на тековна сметка)

NY = Net, Income

(нето доход)

NCT = Net, Current Transfers

(нето тековни трансфери)

Со реорганизирање на идентитетот, односно со одземање на потрошувачката (приватна и јавна) од Бруто националниот расположив доход се добива националното штедење:

$$\underbrace{GNDY - C - G}_S = I + CAB$$

односно:
следствено:

$$S = I + CAB$$

$$CAB = S - I = -S_f$$

кадешто: S = национално штедење
Sf = странски заштеди

Значи, промените во салдото на тековната сметка се одраз на промените во штедењето и инвестициите во националната економија. На ваков начин се добива слика за врската помеѓу домашната економија и надворешниот сектор, што значи дека во услови на пониско ниво на национално штедење (како резултат на повисока домашна побарувачка од националниот доход) од инвестициите во земјата, јазот помеѓу штедењето и инвестициите детерминира дефицит во тековната сметка, кој мора да се покрие со странски заштеди. Или со други зборови, во услови кога националните заштеди не се доволни за покривање на посакуваното ниво на инвестиции, дел од инвестициите се покрива со странски заштеди, коишто може да се јават во облик на позајмувања или во облик на финансиран капитал.

Јазот помеѓу штедењето и инвестициите може да се подели по сектори, приватен и јавен сектор, со цел да се утврди кој сектор генерира негативен јаз и какви мерки треба да се превземат:

$$CAB = (Sp - Ip) + \underbrace{(Sg - Ig)}_{\text{Буџетски дефицит}}$$

Доколку се утврди дека државата има континуирано повисоки трошења од заштеди (буџетски дефицити) и доколку заштедите на приватниот сектор не се доволни за покривање на буџетскиот дефицит, во тој случај неминовно доаѓа до појава на дефицити во тековната сметка (twins deficits). Во овој случај, одржувањето на надворешната рамнотежа треба да се постигне со затегање на фискалната политика. Од друга страна, доколку приватниот сектор е причина за континуиран негативен јаз помеѓу штедењето и инвестициите во националната економија, тогаш неминовно е затегање на потрошувачката преку политиките од страна на побарувачката (фискалната и монетарната политика). Потребата од рестриктивни политики се јавува во услови на континуирано повисока апсорпција од расположлив доход и неможност за одржливо финансирање на дефицитот во тековната сметка:

$$GNDY = \underbrace{C+G+I}_A + \underbrace{XM+NY+NCT}_{CAB} \quad \text{кадешто: } A = \text{Absorption (апсорпција)}$$

односно: $GNDY = A + CAB$
 следствено: $CAB = GNDY - A$

Финсирањето на јазот помеѓу штедењето и инвестициите во националната економија, односно финансирањето на дефицитот во тековната сметка се остварува преку капитални трансфери од странство, странски директни инвестиции, портфолио инвестиции, трговски кредити, заеми и други облици на задолжување во странство, и преку девизните средства на банките и централната банка:

$$CAB = CT + FDI + \Delta NFB + \Delta NFA \quad \text{кадешто:}$$

CT = Capital Transfers, net
 (капитални трансфери, нето)
 FDI = Foreign Direct Investments, net
 (странски директни инвестиции, нето)

ΔNFB = Net Foreign Borrowing
(задолжување во странство, нето)
 ΔNFA = Net Foreign Assets
(промена на нето девизните средства)

Задолжувањето во странство може да биде и од приватниот сектор и од државата. Промената на девизните средства се однесува на промената на нето девизните средства на домашните депозитарни банки и на промената на нето девизните резерви на државата кај централната банка:

$$\Delta NFB = \Delta NFBp + \Delta NFBg$$
$$\Delta NFA = \Delta NFAb + \Delta NIR$$

кадешто:

$\Delta NFBp$ = Net Foreign Borrowing, private sector
(задолжување во странство на приватен сектор, нето)
 $\Delta NFBg$ = Net Foreign Borrowing, government sector
(задолжување во странство на сектор држава, нето)
 ΔNFA = Net Foreign Assets, banks
(промена на нето девизните средства на банки)
 ΔNIR = Net Foreign Reserves
(промена на нето девизни резерви)

Поврзаноста на паричните текови во рамки на домашната економија, односно меѓусекторската финансиска поврзаност, може да се согледа преку одделна анализа на финансирањето на јазот на приватниот сектор и на јазот на државата:

$$Ip-Sp = \Delta DCp + \Delta NFBp$$

кадешто:

ΔDCp = the change in domestic credits to the private sector
(промена во домашните кредити на приватен сектор)

$$G-T = \underbrace{\Delta NDCg}_{\text{Буџетски дефицит}} + \Delta NFBg + \Delta ODB$$

Буџетски дефицит

G = Total government expenditure
(вкупни буџетски расходи)
 T = Total government revenue
(вкупни буџетски приходи)
 $\Delta NDCg$ = the net change in domestic bank credit to the government sector
(нето промена на домашни банкарски кредити до државниот сектор)
 ΔODB = other domestic financing
(останато домашно финансирање)

Наведените равенки покрај тоа што ја покажуваат финансиската поврзаност на домашните сектори со странство ја покажуваат и финансиската поврзаност на секторите во домашната економија. Така, банкарскиот сектор се јавува како интермедијатор на финансиските трансакции до останатите сектори во економијата. Приватниот сектор се јавува како должник кон банкарскиот сектор, но во исто време и доверител на парични средства, додека во однос на државата тој се јавува само како доверител на парични средства. Државата може да се јави како нето должник или нето доверител на парични средства во однос на

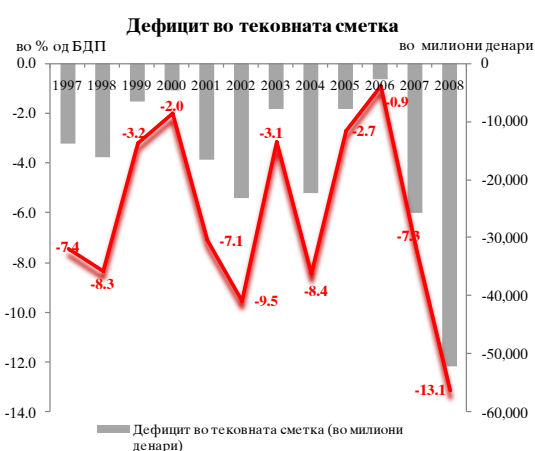
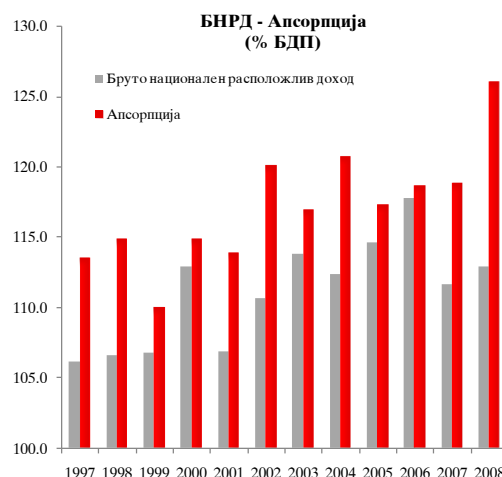
банкарскиот сектор и може да се јави како должник во однос на приватниот сектор.

2. Историска анализа на јазот помеѓу штедењето и инвестициите во Република Македонија

Континуираниот дефицит во тековната сметка на платниот биланс на Република Македонија од осамостојувањето па наваму, е индикатор за негативен јаз помеѓу бруто националното штедење и бруто инвестициите. Националното штедење не ја задоволува инвестициската побарувачката ($S - I = CAB$), или со други зборови апсорпцијата (A) е повисока од бруто националниот расположлив доход ($GNDY - A = CAB$). Следствено, негативниот јаз се финансира од странство, односно екстерниот сектор (странските заштеди) го пополнува јазот помеѓу националното штедење и инвестициите во земјата ($CAB = - Sf$). Со тоа, РМ се јавува како нето должник кон остатокот од светот.

Во изминатиот дванаесетгодишен период од 1997 до 2008 година, движењето на националното штедење е променливо, додека бруто инвестициите имаат постабилна динамика. Имено, учеството на бруто националното штедење во БДП варира околу просекот за периодот од 15,7%, додека учеството на бруто инвестициите е повисоко и во просек изнесува 21,8%. Повисокото учество на инвестициите од учеството на штедењето значи негативен јаз, односно дефицит во тековната сметка, којшто во просек изнесува околу 6,1% од БДП. До стеснување на негативниот јаз доаѓа во неколку подпериоди: 1999 - 2000 година, 2003, 2005 и 2006 година, заради поинтензивниот раст на штедењето во однос на растот на инвестициите.

Од 2007 па наваму, учеството на националното штедење годишно се намалува, додека учеството на инвестициите бележи зголемување. Односот на бруто националното штедење и БДП се намали за околу 6 процентни поени, колкушто се зголеми односот на бруто инвестициите и БДП. Ниското ниво на штедењето во овој период произлезе од високата финална потрошувачка (приватна и јавна), чијшто раст го надмина растот на БНРД. Интензивниот раст на финалната потрошувачка и засилената инвестициска активност условија значајно проширување на дефицитот во тековната сметка. Во 2007 година дефицитот во тековната сметка се прошири за 370 милиони евра или за 9 пати на годишна основа и во 2008 година за дополнителни 436 милиони евра или за 2 пати на годишна основа. Воедно, дополнителен фактор којшто влијаеше на расположливиот доход за штедење на националната економија беше одливот на инвестиран доход од страна на странските инвеститори (во 2007 и 2008 година беше исплатен висок износ на дивиденди). Во 2008 година дојде и до намалување на приливите врз основа на тековни трансфери од странство.

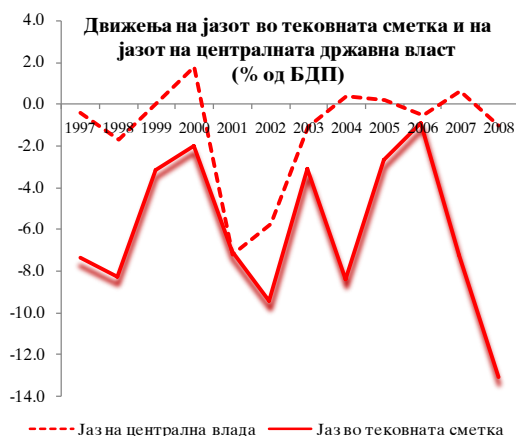
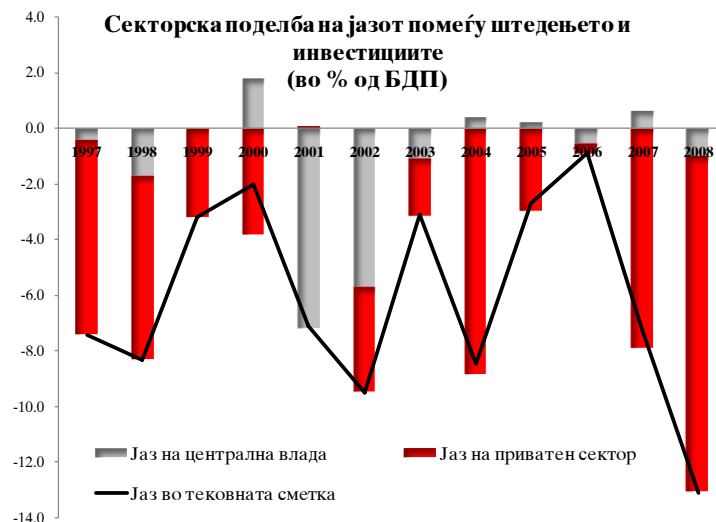


Секторизацијата на јазот помеѓу бруто националното штедење и бруто инвестициите покажува на приватниот сектор како главен генератор на негативниот јаз. Во анализата, приватниот сектор е претставен како резидуал, односно ги влучува домаќинствата, непрофитните институции кои служат на домаќинствата, претпријатијата, останатите финансиски корпорации и локалната влада. Пониското штедење на приватниот сектор од нивото на приватните инвестиции го прави овој сектор нето должник и зависен од домашно и странско финансирање. Учеството на приватниот сектор во бруто националното штедење во последните неколку години (од 2004 година па наваму) во просек изнесува околу 80%, додека неговото учество во бруто инвестициите е околу 85%. Во однос на БДП, приватниот сектор заштедува во просек околу 13%, а инвестира околу 20% од БДП (прилог 1). Она што е карактеристично за последните две години е започнатиот тренд на намалување на штедењето на приватниот сектор, во услови на континуиран раст на инвестициите. Детерминантите за намалување на штедењето на приватниот сектор во овој период се многубројни, но сите заедно покажуваат на интензивен раст на потрошувачката, којашто го супституира штедењето. Сепак, анализата за однесувањето на приватниот сектор треба да се третира со одредена доза на претпазливост, заради фактот што приватниот сектор претставен како резидуал ја опфаќа и локалната власт, што укажува дека еден сегмент од однесувањето на приватниот сектор е преценето или однесувањето на држава во дел и подценето.

Централната државна власт (вклучително и фондовите) се јавува како директна причина за негативниот јаз во тековната сметка само во годините на

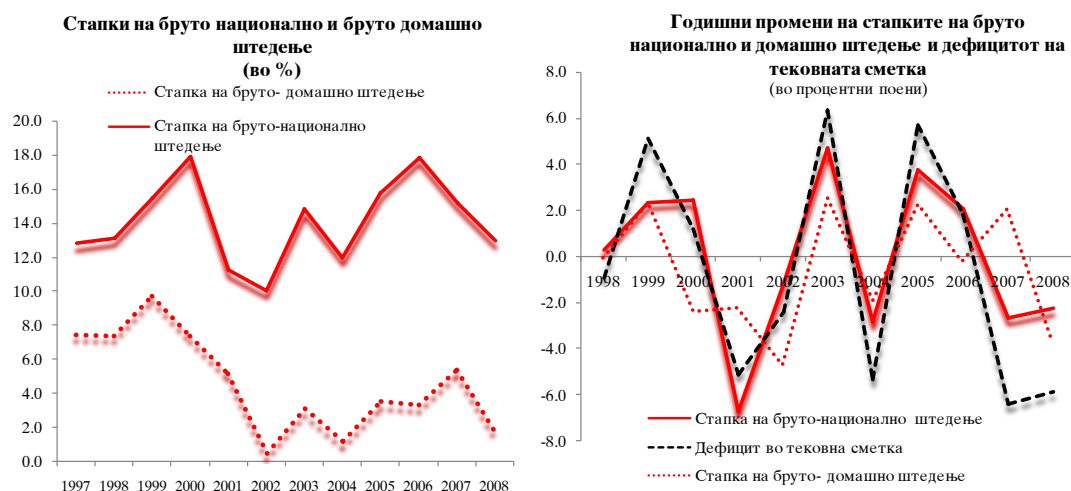
политичка нестабилност. Во останатите години, прудентната фискална политика обезбедува речиси избалансирано буџетско салдо. Тоа значи дека, јавната потрошувачка и капиталните инвестиции на државата се движат во рамки на собраните средства од даноци и останати давачки, што не генерира значајни притисоци за екстерно и домашно задолжување. Во последните две години учеството на штедењето на државата во вкупното национално штедење се зголеми за 10 процентни поени и достигна 27%. Паралелно со растот на штедењето на државата раст остварија и инвестициите, но со позабавено темпо што не предизвика значајно проширување на јазот (во 2008 година дефицитот изнесуваше 1% од БДП, додека во 2007 година беше реализиран суфицит од 0,6% од БДП).

И покрај нецелосната секторизација, високиот негативен јаз на приватниот сектор е индикатор за ниско ниво на штедење на домаќинствата и фирмите, односно за недоволно ниво на доходот за задоволување на потрошувачката и инвестициите. Затоа, детерминантите за штедењето треба главно да се разгледуваат од аспект на домашниот приватен сектор. Сепак, треба да се има предвид влијанието на фискалната политика врз штедењето на приватниот сектор и воопшто, врз штедењето во националната економија.



3. Стапката на национално и домашно штедење во РМ и детерминантите

Стапката на бруто национално штедење¹ и стапката на бруто домашно штедење² во Република Македонија во последните дванаесет години се ниски и варијабилни. Просечната стапка на бруто национално штедење изнесува 14%, што е под просекот на Источноевропските земји (од 20%, прилог 2). Најниска стапка на национално штедење се забележува во годините на политичка нестабилност (од 11,2% и 10%), додека највисоки стапки се остварени во 2000 и 2006 година (од 17,8%). Проширувањето или ситеснувањето на дефицитот во тековната сметка во најголем дел се објаснува со промената на стапката на бруто национално штедење. Кога стапката на бруто националното штедење бележи пад, дефицитот во тековната сметка се проширува, и обратно. Сепак, во последните две години, покрај падот на стапката на националното штедење, растот на бруто инвестиции дополнително го зајакна проширувањето на дефицитот на тековната сметка. Стапката на бруто национално штедење во овој период се сведе на 13% од 17,8% колкушто изнесуваше во 2006 година.



Движењето на стапките на национално и домашно штедење е идентично, но нивото значајно се разликува. Стапката на домашно штедење е значајно пониска од стапката на национално штедење и во просек изнесува 4,6% од БДП, далеку од просекот на Источноевропските земји (од околу 20%, види прилог 3). Сепак, споредбата на стапките на бруто домашно штедење со земјите во регионот (Југоисточните европски земји) укажува дека кај некои соседни држави постои и негативно домашно штедење (прилог 4). Разликата помеѓу националното и домашното штедење е во тоа што последното го вклучува само сегментот од домашниот доход (БДП), којшто останува по задоволување на финалната потрошувачка, додека националното ги опфаќа заштедите коишто произлегуваат од бруто националниот расположив доход (БНРД) по задоволување на финалната потрошувачка. Со други зборови, домашното штедење го покажува заштедениот дел од новосоздадениот доход на домашната економија, односно го исклучува доходот којшто е создаден во странство од страна на резидентите врз основа на инвестиции или тековниот трансфер на средства од странство од нерезидентите - иселеници. Во 2008 година, стапката на

¹ Стапката на бруто национално штедење е пресметана како однос помеѓу бруто националното штедење (БНРД минус финална потрошувачка) и БНРД.

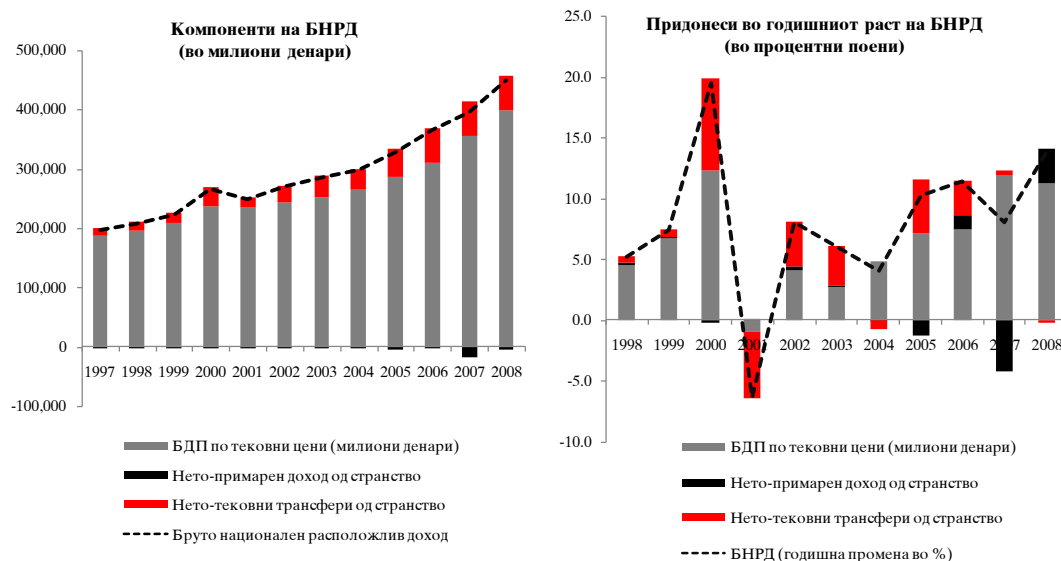
² Стапката на бруто домашно штедење е пресметана како однос помеѓу бруто домашното штедење (БДП минус финална потрошувачка) и БДП.

домашното штедење се сведе на 1,7%, наспроти 4% колку што изнесуваше во предходните три години. *Ниската стапка на домашно штедење покажува дека домашната финансиска сила е незадоволителна (ниско ниво на капитал) за генерирање на одржлив и повисок економски раси (Solow model за економскиот раст).*

Повисоката стапка на национално од стапка на домашно штедење покажува дека покрај домашно создадениот доход, тековните трансфери од странство³ се значаен извор на средства за домашната економија. Во последните дванаесет години, тековните трансфери од странство на нето основа се позитивни, односно придонесуваат позитивно кон создавање на БНРД и значајно влијаат врз промените на БНРД. Сепак, имајќи во предвид дека изворот на податоци за овие приливи и одливи на девизни средства во најголем дел е менувачкото работење, нивното влијание врз доходот треба да се интерпретира со претпазливост. Така, одливот во менувачко работење (односно конверзијата на денарските во девизни средства на населението) не значи и одлевање на доход, туку само посочува на валутната супституција при што еден дел останува надвор од банкарскиот ситем т.н. "заштеди под перница". Со тоа, овој одлив практично ги зголемува девизните средства на домаќинствата, коишто во голем дел ги одразуваат нивните заштеди. Од друга страна, дел од приливот на менувачки пазар што ја претставува размената на девизните во денарски средства на населението и може да потекнува од стари заштеди, го надополнува тековниот доход. Значи, со вкучување на нето приливите од менувачкото работење, пресметката на БНРД, покрај нето приватните трансфери од странство, во дел го одразува и доходот создаден од сивата економија но и доходот којшто е создаден во минатото.

Во услови на нецелосна капитална либерализација и ниска интегрираност во меѓународните финансиски пазари влијанието на доходот од и кон странство врз БНРД е маргинализирано. Притоа, доходот од странство на нето основа за целиот период е негативен, односно незначително го намалува нивото на БНРД. Тоа се должи на повисоките одливи од приливи на доход (камати, дивиденди) врз основа на заеми, кредити, странски директни и портфолио инвестиции и други пласмани на финансиски средства. Сепак, *одливиите на доходот кон странство добија на значење во 2007 година.* Зголемените странски директни инвестиции и домашната економска експанзија, којашто ја зголеми профитабилноста на странските инвестиции, услови висок одлив на доход кон странство (дивиденди) во 2007 година и со тоа влијаеше врз намалување на нивото на БНРД. Во 2008 година, придонесот на нето доходот во растот на БНРД беше позитивен, заради пониските одливи на доход кон странство во однос на 2007 година.

³ Овој трансфер на средства од странство се реализира преку официјални банкарски канали (дознаки, ренти, пензии и инвалидни) и дел преку неофицијални канали во кеш, чијашто процена се врши врз основа на податоците од менувачкото работење. Притоа, најголемиот дел од нето приватните трансфери (околу 60%) се однесуваат на приливите во кеш проценети преку менувачкото работење, кои покрај тоа што ги опфаќаат официјалните приливи на девизи од нерезидентите -иселеници, во голем дел го одразуваат и присуството на сивата економија (нерегистриран извоз на стоки и услуги, нерегистрирана вработеност или исплата на плата во странска валута, нерегистрирани плаќања со девизи во домашниот платен промет) но и конверзија на заштедите од една во друга валута, при што еден дел останува надвор од банкарскиот ситем.



Траекторијата на националното штедење се совпаѓа со траекторијата на штедењето во рамки на банкарскиот систем⁴. Исклучок претставува само 2001 година, кога голем дел од заштедите од под перница се интегрираа во рамки на банкарскиот систем заради евроконверзијата, додека тековното национално штедење забележа намалување. Тоа значи дека растот на штедењето во рамки на банките произлезе од старите, а не од тековните заштеди. Во 2002 година, штедните приливи во банките беа негативни, што се должеше на повлекување на дел од средствата кои предходно беа депонирани заради евроконверзијата. Во последните пет години е забележан тренд на зголемено штедење во рамки на банкарскиот систем. Во овој период, околу 40% од тековното бруто националното штедење се канализира во рамки на банкарскиот систем. Сепак, во 2008 година дојде до забавено зголемување на финансиските средства на приватниот сектор и до намалување на депозитите на државата коишто се чуваат во НБРМ.



⁴ Вклучително и депозитите на државата коишто се чуваат на трезорската сметка во НБРМ.

3.1 Детерминанти на штедењето

Непостојаната траекторија на штедењето во Република Македонија упатува на влијанието на мноштво фактори од економска и неекономска природа. Како фактори кои имаат влијание врз нивото на штедење во литературата обично се наведуваат: нивото и растот на доходот, стапките на поврат (каматните стапки), финансиската и капитална либерализација, фискалната политика, одделни демографски фактори и внатрешно политичката стабилност. Сепак, потребно е да се направи дистинкција помеѓу факторите на штедењето на приватниот сектор и факторите кои го детерминираат штедењето на јавниот сектор. Така, докажано е дека приватните заштеди се респонзивни на демографски варијабли, на социјалните трансфери од државата, на длабочината на финансискиот систем, додека заштедите на државата не се респонзивни на овие варијабли. Од друга страна, заштедите на државата се погодени од специфичен вид на фактори кои не ги поаѓаат приватните заштеди, како што е политичката нестабилност и развојот на институционалниот капацитет. Заедно, и приватното и штедењето на државата се условени од реалниот раст на доходот и од состојбата на тековната сметка односно од странските заштеди (Edwards, 1995).



Како најзначаен фактор којшто има силно влијание врз штедењето на приватниот сектор⁵ е доходот и однесувањето на потрошувачите (преференците на потрошувачите). Емпириските студии кои ја тестираат врската помеѓу доходот и штедењето на приватниот сектор наоѓаат позитивен знак на нивната релација. Во тестирањето на врската помеѓу доходот и штедењето се поаѓа од теориите на потрошувачката, имајќи предвид дека штедењето претставува супституција на потрошувачката. проблемот на оптимизирање на одлуките за потрошувачка и штедење се нарекува меѓувременско буџетско ограничување (intertemporal budget constraint). Спротивно на традиционалната Кејнзијанска хипотеза (КН - Keynesian hypothesis) која ја врзува потрошувачката за тековниот доход (маргиналната склоност кон потрошувачка се движи од 0 до 1), хипотезите во коишто агените се рационални и во своите одлуки ја инкорпорираат иднината,

⁵ Во литературата, кога се анализираат детерминантите на штедењето на приватниот сектор, овој сектор вообичаено се поистоветува со секторот население.

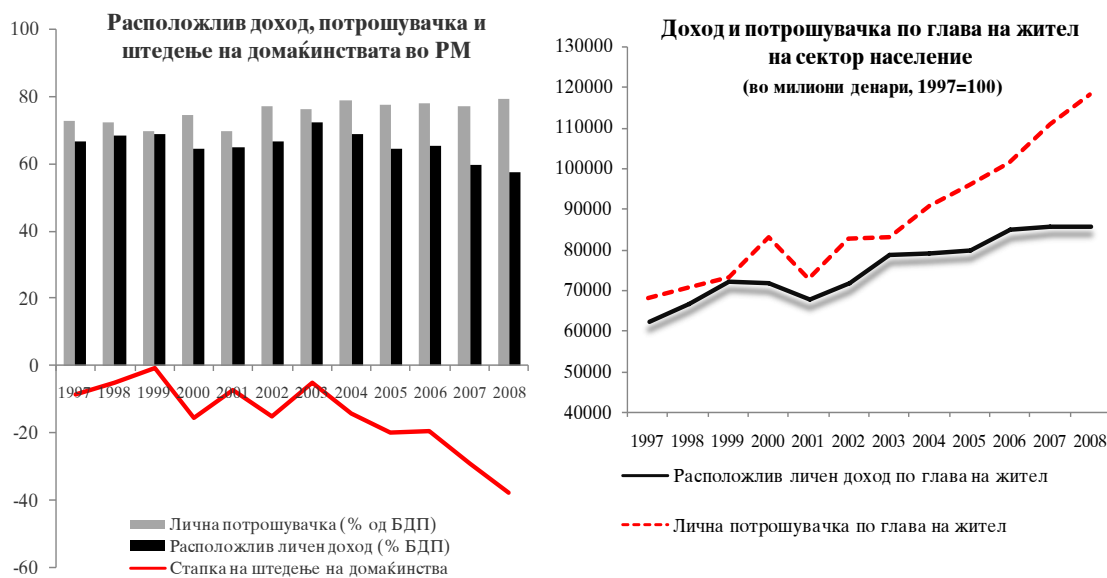
хипотеза на животниот циклус (LCH - life cycle hypothesis) и хипотеза на перманентниот доход (PIH - permanent income hypothesis), прават дистинкција помеѓу постојаниот дел на доходот и транзиторниот дел од доходот (или непостојан, екцесивен дел од доходот којшто се однесува на бонуси, заработки од инвестиции и сл.). Според овие хипотези, постојаниот дел од доходот целосно се насочува за потрошувачка, додека непостојаниот дел на доходот во поголем дел се насочува за штедење. Според PIH, растот на доходот би требало да го редуцира штедењето кај потрошувачите кои се насочени кон иднината. Со други зборови, растот на доходот ја зголемува тековната потрошувачка кај овие агенти, во антиципација на очекувани повисоки приливи на доход и во иднина. Спротивно, LCH дозволува штедењето да биде позитивно условено од растот на доходот, се додека растот на доходот е помеѓу различни возрастни групи (Schmidt-Hebbel et al., 1998). Имено, според LCH потрошувачката се третира како константна (порамнета, измазнета), односно луѓето позајмуваат во текот на годините на студиите и почетниот период на работа (кога доходот е мал), штедат во продуктивните години на работа, и ја трошат заштедата во периодот на пензионирање. Значи, според оваа хипотеза штедењето варира во текот на животниот циклус на еден економски агент.

Емиriskата анализа за Република Македонија укажува на висока маргинална склоност за потрошувачка од страна на секторот население, и следствено ниска маргинална склоност за штедење. Тестирањето на традиционалната Кејнзијанска хипотеза⁶ покажа дека потрошувачката на населението е високо сензитивна на промена на расположливиот доход⁷, односно дека растот на тековниот доход силно ја стимулира потрошувачката. Високата респонзивност на потрошувачката на растот на доходот значи ниска респонзивност на штедењето. Во отсуство на тестирање на останатите поразвиени хипотези, заклучоци за однесувањето на потрошувачите може да се изведат врз база на субјективни оценки. Имено, во последните две години, растот на расположливиот доход на домаќинствата (во најголем дел заради платата) се прелеа во поинтензивен раст на личната потрошувачка, што доведе до редуцирање на тековното штедење кај населението. Во овој период, растот на потрошувачката на населението покрај со раст на доходот, значајно се финасираше и преку зголемена задолженоста на населението во рамки на банкарскиот систем. Ваквото однесувањето на населението во РМ може да се третира според PIH, кадешто тековната потрошувачка се зголемува во антиципација на повисоки приливи на доход во иднина. Сепак, продолжениот раст на потрошувачката на населението и во 2008 година, во услови на појава на глобална криза може да индицира на нерационално однесување на потрошувачите. Генерално, негативниот јаз помеѓу доходот и потрошувачката на населението којшто се јавува подолг временски период, укажа дека *домаќинствата се дефицитен сектор* во Република Македонија, односно дека тековно повеќе трошат одколку што заштедуваат. Тоа укажува дека голем дел од потрошувачката најверојатно е резултат на *навикиите*, коишто придонесуваат за побавно прилагодување на потрошувачката на промената на клучните детерминати. Покрај наведеното, однесувањето на секторот население во РМ, односно негативното штедење укажува дека не е доминантен ни **мотивот на претпазливост**. Овој мотив е значаен во економиите коишто имаат вријабилан доход и земји кои остваруваат значаен дел од доходот од земјоделство. Така, за да

⁶ Тестирањето на оваа хипотеза е дел од процесот на моделирање и прогнозирање на БДП од страна на дирекција за истражување.

⁷ Распожливниот доход на домаќинствата е пресметан од страна на дирекција за истражување. Пресметката е опфатена во работниот материјал "Распожливниот доход на домаќинствата во Република Македонија, фундаменти и макроекономско влијание".

се измазни потрошувачката во услови на варијабилан доход, сегментот на населението коешто има аверзија кон ризик го зголемува штедењето. Како индикатори за неизвесност во литературата најчесто се користат инфлацијата (за макроекономска волатилност) и конфликти (за политичка нестабилност). Сепак, и покрај економската и политичката неизвесност во претходниот период, однесувањето на населението во РМ укажува на изостанување на аверзијата кон ризик. Ова особено се однесува за последните години кога стекнатата внатрешна макроекономска стабилност (ниска стапка на инфлација) и политичката стабилизација се одразија со пониско приватно штедење во РМ.



Во последните две години, стагнацијата на реалниот расположив личен доход по глава на жител, при засилен реален раст на личната потрошувачка по глава на жител е причина за продлабочување на негативното штедење на секторот население во РМ. Анализата на доходот и потрошувачката по жител и по константни цени (без ефектот на цените) ја покажува реалната слика за растот на доходот, односно можноста за штедење. Во услови на ниско реално ниво на доход и при истовремено повисоко реално ниво на потрошувачка, јасно е зошто штедењето на секторот население е негативно. Тоа укажува дека во РМ слабиот раст на доходот не е доволен за задоволување на потрошувачката и воедно за стимулирање на штедењето. Затоа, мерките на економската политика треба да бидат насочени кон стимулирање на економскиот раст преку зајакнување на структурните реформи (т.е. политиките за поттикнување на понудата) подржани со прудентна монетарна и фискална политика со цел да се дестимулира на високата финална побарувачка, којашто условува висок увозот.

Покрај доходот, како значајна детерминанта на штедењето се наведуваат и каматните стапки, финансиската и капиталната либерализација. Влијанието на реалните каматни стапки врз штедењето на националната економија е широко дискутирана и емпириски тестирана тема. Според економската теорија, растот на реалните каматни стапки треба да предизвика раст на приватни заштеди. Сепак, реакцијата на штедењето на промената на каматните стапки зависи од јачината на ефектот на супституција и на ефектот на богатство. Под ефектот на супституција се подразбира замената на потрошувачката со штедење во услови на раст на реалните каматни стапки (одложена потрошувачка). Имено, растот на реалните каматни стапки ја намалува потрошувачката и го зголемува

штедењето. Под ефект на богатство се подразбира промена во агрегатната побарувачка предизвикана од промената на пазарната вредност на хратите од вредност (акции, обврзници), злато или имот. Растот на пазарната вредност на овие средства, предизвикува чувство на зголемување на богатството (и покрај тоа што не е зголемен кешот) и со тоа влијае врз зголемување на потрошувачката и го дестимулира штедењето. Растот на повратот од вложувањето во финансиски средства ја стимулира потрошувачката, додека го дестимулира штедењето.

Од емпириска гледна точка, многу автори не наоѓаат значајна респонзивност на приватните заштеди на промената на каматните стапки, што е случај и во РМ. Со тестирање на функцијата на потрошувачката на домаќинствата во РМ не е најдена долгорочна значајна врска помеѓу потрошувачката и каматните стапки, што можеби произлегува од влијанието на многубројните екстерни и интерни структурни шокови врз домашната економија. Сепак, визуелната инспекција укажува дека во последните неколку години, порелаксираната монетарна политика доведе до намалување на каматите стапки, што евидентно се прелеа во раст на потрошувачката на домаќинствата. Од крајот на 2007 година и во текот на 2008 година, дополнителен фактор којшто влијаеше врз одлуките за потрошувачката/штедење беше и засилената инфлација, којашто услови негативни реални каматни стапки. Така, од просекот околу 7,6% во периодот од 1998-2004 година, во последните четири години просечната реална каматна стапка на денарските депозити се сведе на 1,6% (или околу 3% исклучувајќи го периодот на повисока инфлација).

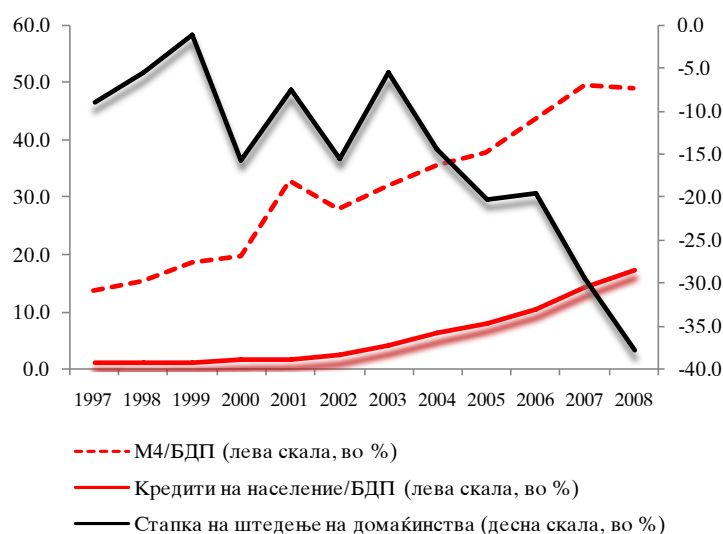


Релаксирањето на условите за позајмување условува пониско штедење. Порелаксираните домашните услови за позајмување (претставени преку состојбата или текот на кредитите до приватниот сектор или преку состојбата на монетарните агрегати) делуваат во насока на зголемување на тековната потрошувачка и со тоа во насока на намалување на тековното штедење. Сепак, финансиската либерализација, којашто во поширока смисла го вклучува и јакнењето на институционалниот капацитет на банките и централната банка како и со зголемувањето на финансиската длабочина (преку дивезификација на финансиските инструменти расположливи за штедење) има позитивен ефект врз штедењето.

Во РМ, во последните неколку години релаксираните условите за финансирање доведоа до намалување на приватните заштеди. Индикаторот за

степенот на монетизираност (М4/БДП) во периодот од 1997-2004 година изнесуваше 20% учество на М4 во БДП, додека во последните пет години двојно се зголеми на 40% учество на М4 во БДП. Паралелно, во истиот период значајно беше зголемена и кредитната поддршка на секторот население. Кредитите на населението од посечно учество на 2% во БДП во периодот од 1997-2003 година, во послениите пет години достигнаа 11% од БДП (или 14% во последните три години). Зголемената финансиска интермедијација, ја зголеми достапноста на средства за финансирање на потрошувачката и се одрази со намалување на тековното штедење на домаќинствата. Сепак, анализирано на подолг рок, зајакната доверба во банкарскиот систем и развојот на пазарот на капитал, континуирано придонесуваат за канализирање на штедењето на приватниот сектор во рамки на банките и во останатите финансиски инструменти.

Степен на финансиска длабочина и стапка на штедење на домаќинства



Покрај, релаксирањето на домашните услови за финансирање, негативен ефект врз националното штедење има и капиталната либерализација. Достапноста на домашните субјекти до надворешно финансирање односно релаксирањето на бариерите за задолжување во странство делува во насока на намалување на приватните, но и на јавните заштеди.

Малата респонзивност на штедењето на промените на каматните стапки, ги принудила економските аналитичари за пронаоѓање на алтернативни мерки за стимулирање на штедењето. Алтернативни мерки за поттикнување на штедењето може да се најдат и во фискалната политика.

Затоа, во литературата како значајна детерминанта на штедењето се третира и насоката на фискалната политика. Спроведување на експанзивна фискална политика - остварувањето на буџетски дефицити го намалува приватното штедење и условува појава на дефицити во тековната сметка (twin deficits). Зголемената јавна потрошувачка или намалените даноци влијаат негативно врз штедењето на приватниот сектор. Сепак, влијанието на промените во фискалната политика врз штедењето во голем дел зависи од реакцијата на потрошувачите. Во прилог на ова може да се спомене реформата во даночната политика во РМ од крајот на 2006 година, со која се намали даночното оптоварување на доходот на вработените и фирмите. Реформата беше насочена кон ослободување на дел од доходот со цел стимулирање на потрошувачката или штедењето. Намалувањето на даноците и растот на платите на јавниот сектор ја

поттикнаа потрошувачката на домаќинствата, но не и штедењето имајќи ја предвид претходно дадената констатација за однесувањето на секторот население. Така, зголемената приватна и јавна потрошувачка доведе до раст на финалната потрошувачка, којшто го надмина растот на доходот и во услови на засилен раст на инвестициите доведе до проширување на дефицитот во тековната сметка. Влијанието на зголемената јавна потрошувачка врз намалувањето на приватните заштеди, односно фактот дека јавната потрошувачка не е замена за приватната потрошувачка е истражувано во емпириската литература (Schmidt-Hebbel et all., 1998). Ваквото влијание на фискалната политика врз нивото на приватното и воедно врз нивото на националното штедење е согласно со Кејнзијанското гледиште за влијанието на фискалната политика. Спротивно на него, во литературата постои и Рикардово гледиште, според кое секое намалување на даноците кое се финансира со издавање на долг е пратено со штедење на резидентите, во антиципација на понатамошното зголемување на даноците за отплата на новиот долг на државата. Анализирајќи го однесувањето на домашните субјекти и воедно земајќи ја предвид глобална економска рецесија којашто доведе до затегнување на достапноста до странски средства за финансирање, остварувањето на дефицити во домашниот буџетот може да претставува директен ризик за понатамошно проширување на дефицитот во тековната сметка и индиректен, преку влијанието врз приватното штедење.

Како можни фискални мерки за поттикнување на приватното штедење некои автори ја неведуваат промената за повисоко оданочување на потрошувачката, наспроти повисоко оданочување на доходот, што може да услови поголема внимателност во целата економија (Edwards, 1995). Воедно, се смета дека растот на јавното штедење доведува до раст на бруто националното штедење во економијата, и покрај тоа што емпириската врска помеѓу јавните заштеди и приватните заштеди е негативна. Сепак, овој ефект не е единечно пропорционален, односно еден за еден. Притоа, зголемувањето на јавното штедење е поефикасно ако се реализира со намалување на расходите, отколку со зголемување на оданочувањето (Corbo and Schmid-Hebbel, 1991).

Покрај наведените детерминанти кои главно се однесуваат на влијанието на политиките од страна на побарувачката (монетарната и фискалната политика), влијание врз националното штедење има и типот на **пензискиот систем во државата**. Функционирањето на државен пензиски систем (pay-as-you-go) кадешто тековните вработени плаќаат за пензиите на пензионерите, влијае во насока на намалување на вкупното штедење. Од друга страна, пензискиот систем којшто е целосно базиран на пензиски фондови, има позитивен ефект врз штедењето. Кај ваквиот тип на пензиски систем, посиромашните слоеви на населението, или оние коишто се соочуваат со неможност да позајмуваат, штедат повеќе за периодот на пензонирање, отколку оние коишто тоа го прават доброволно. Со тоа, реформата во пензискиот систем, со која се воведува три-столбен систем во РМ во наредниот период се очекува да влијае во насока на зголемување на штедењето на приватниот сектор и со тоа на бруто штедењето во економијата.

Хетерогеноста на населението, разгледувана од аспект на демографските карактеристики (просечната старост, местото на живеење) и од **аспект на наследство, богатство, доходот** имаат влијание врз штедењето. Зголемувањето на непродуктивното население (населението надвор од работната сила, пример пензионерите) влијае врз намалување на штедењето. Повисокиот степен на урбанизација го намалува претпазливото штедење и со тоа влијае на намалување на вкупното штедење. Наследството го зголемува богатството или



доходот и со тоа влијае позитивно врз штедењето. Во РМ, постои умерен тренд на намалување на учеството на населението на возраст помала од 15 и поголема од 65 години во вкупната работноспособна популација, што индицира на можност за зголемување на заштедите од страна на делот од популацијата којашто е работноспособен. Овој однос, во последните неколку години е намален од 49% на 44%.

4. Финансирање на негативниот јаз помеѓу штедењето и инвестициите во РМ и меѓусекторски финансиски релации

Во изминатите дванаесет години, нето приливите на капитално-финансиската сметка (или кратко капиталните приливи) во најголем дел беа или го надминуваа потребното финансирање на негативното салдо на тековната сметка. Исклучок претставуваат 2002 и 2008 година кога заради пониските капиталните приливи од дефицитот во тековната сметка, финансирањето на одминатниот дел се изврши со девизните резерви на РМ. Главна причина за притисокот врз девизни резерви во 2002 година покрај високиот дефицит во тековната сметка, беше и ниската покриеност со СДИ и повлекувањето на девизните средства на населението од банките по нивната акумулација на крајот од 2001 заради евроконверзијата. Во 2008 година, намалувањето на девизните резерви се случи во услови на значајно проширен негативен јаз во тековната сметка (заради зголемениот увоз во услови на интензивен раст на финалната потрошувачка и инвестициите), намалени приливи од СДИ, одливи врз основа на портфолио инвестиции и повлекувања на мал дел од девизните депозити во банките од страна на населението. Спротивно, во подпериодите 1999-2000 година и 2005-2006 година, дојде до значајно стеснување на дефицитот во тековната сметка, така што капиталните приливи го надминаа потребното финансирање и придонесоа за подобрување на состојбата на девизните резерви.



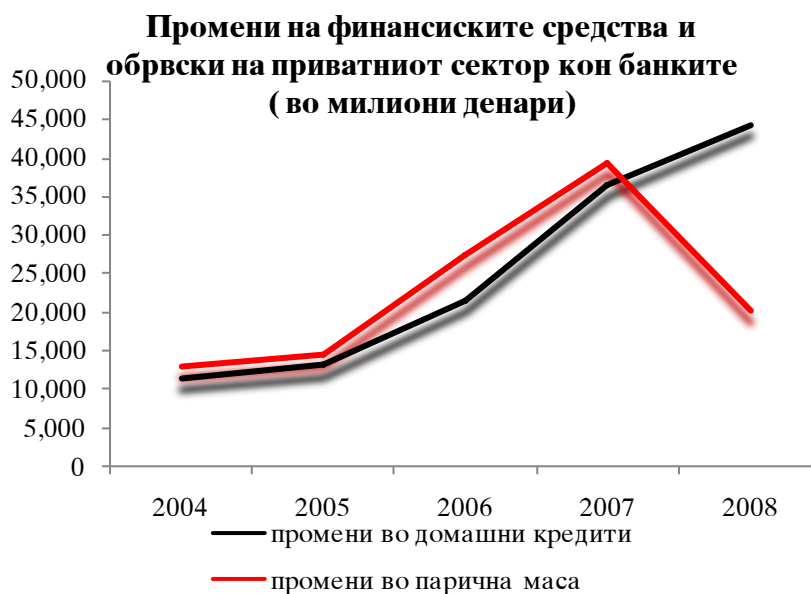
И покрај тоа што структурата на капиталните приливи е варијабилна, во просек, во изминатите дванаесет години доминантен тек е долгорочното финансирање во форма на странските директни инвестиции (СДИ). Во периодот од 1997 до 2003 година, финансирањето на негативниот јаз се извршуваше и со нето задолжување (трговските кредити и заеми), чиешто учество значајно се намали во последните пет години (за речиси 2,6 пати). Наспроти тоа, зајакна учеството на СДИ (во 2006 и 2007 година) и задолжувањето во форма на портфолио инвестиции (во 2005 и 2006 година). Вака изменетата структура на финансирање, во услови на економска експанзија услови повисок одлив на доход кон странство и директно се одрази врз нивото на БНРД.

Странските директни инвестиции од 2006 година па наваму покриваат најголем дел од негативниот јаз на приватниот сектор. Учеството на СДИ во покривање на негативниот јаз значајно се зголеми (на 78% од 46%), додека учеството на задолжувањето се намали (на 23% од 55%, главно заради пониското задолжување во 2007 година). Сепак, под влијание на глобалната економска криза во 2008 година дојде до годишно намалување на СДИ и до повторно зголемување на финасиските обврски на приватниот сектор кон странство. Изменетата структура на финансирање којашто може да се задржи и во наредниот период, значи отежнат пристап до стабилни долгорочни извори на финансирање на негативниот јаз на приватниот сектор и понатамошно зголемување на задолженоста на приватниот сектор кон странство.

За разлика од приватниот сектор, во изминатите неколку години државата не креираше притисоци за надворешно задолжување. Наспроти тоа, добрата фискална позиција овозможи предвремена отплата на главнина по странски долг (во 2006 и 2007 година), со што државата ги намали своите обврски кон странските доверители. Во 2008 година и покрај зголемената потреба за дополнително странско финансирање заради буџетскиот дефицит од 1% од БДП, покривањето на истиот во најголем дел се изврши преку повлекување на депозитите на државата во НБРМ.

Нето девизните средства на банкарскиот сектор (депозитарните институции вклучително и НБРМ) во последните две години бележат намалување. Анализирано само од аспект на банките, трендот на умерено зголемување на девизните обврски кон странство започна од 2005 година па наваму, додека во 2008 година дојде и до значајно намалување на девизните средства на банките. За разлика од банките, во периодот од 2005-2007 година значајно се подобруваше состојбата на девизните резерви на НБРМ, додека во 2008 година дојде до намалување на нето девизните резерви на НБРМ. Намалувањето на девизните резерви претставува сигнал за кусок на странски приливи за финансирање на негативниот јаз во тековната сметка.

Покрај странските извори за финансирање, високиот негативен јаз на приватниот сектор во последните неколку години се финансираше и преку домашни извори, што доведе до зголемување на неговиот домашниот долг. Растот на финансиските обврски на приватниот сектор кон депозитарните институции во периодот 2006-2007 година во просек изнесуваше 67%, колкушто изнесуваше просечното зголемувањето на финансирански средства. Сепак, растечкиот јаз помеѓу штедењето и инвестициите на приватниот сектор во 2008 година се одрази со забавување на приливите на финансиски средства на приватниот сектор во рамки на депозитарните институции (за 49% помалку на годишна основа), во услови кога долгот на приватниот сектор кон банките дополнително се зголеми (за 21%).



Централната државна власт, во последните две години ги намали своите финансиски обврски кон приватниот сектор⁸, но ги намали и финансиските средства во рамки на депозитарните институции. Имено, во 2007 и 2008 година, дојде до значајно повлекување на депозитите на државата од трезорската сметка во НБРМ. Намалувањето на финансиските средства на државата кај НБРМ, во услови на намален прилив на приходи и задржан континуитет на буџетски расходи ја зголемува потребата за мобилизирање на домашни и странски извори на финансирање. Тоа значи дека во наредниот период може да се очекува

⁸ Финансиските обврски на државата кон приватниот сектор се однесуваат на трансакциите по основ приливи од приватизација, продажба на акции кои државата ги поседува во акционерските друштва и нето приливи од издадени хартии од вредност.

зголемување на домашниот долг на државата и зголемено екстерно задолжување на државата.

Заклучок

Пониското ниво на бруто национално штедење од нивото на бруто инвестициите во РМ доведува до појава на дефицити во тековната сметка. Со други зборови, апсорпцијата константно е повисока од бруто расположливиот национален доход, што наметнува потреба од странски средства за финансирање на негативниот јаз.

Во последните две години (2007 и 2008 година), дефицитот во тековната сметка се прошири за 9 пати и за 2 пати на годишно ниво, при започнат тренд на намалување на *бруто националното штедење и раст на бруто инвестициите*. Стапката на бруто национално штедење во овој период се сведе на 13% (од 17% во 2006 година) и стапката на домашно штедење забележа значајно намалување (на 1,7% наспроти 4% во последните три години). Намаленото штедење беше супституирано од високата финална потрошувачка (приватна и јавна), чијшто раст го надмина растот на БНРД. Интензивниот раст на финалната потрошувачка и *засилена инвестициска активност* се одразија со зголемување на увозот и вложување на трговскиот биланс. Воедно, дополнителен фактор кој го намали расположливиот доход за штедење беше одливот на инвестиран доход (во 2007 година) и пониското ниво на тековни приватни трансфери од странство (во 2008 година).

Секторизацијата на јазот помеѓу бруто националното штедење и бруто инвестициите покажа на приватниот сектор како главен генератор за проширување на негативниот јаз во тековната сметка. Во последните две години, *штедењето на приватниот сектор се намали, додека инвестициите забележаа раст*. Растот на постојаниот дел од доходот (платата), падот на реалните каматни стапки, релаксирањето на условите за позајмување, експанзивната фискална политика се детерминантите коишто доведоа до раст на потрошувачката, којашто го супституираше штедењето на приватниот сектор. И покрај тоа што финансирањето на негативниот јаз на приватниот сектор во најголем дел се изврши преку странски директни инвестиции, во 2008 година дојде по повторно зголемување на екстерното задолжување. Воедно, продолжи трендот на зголемување на домашниот долг кон банкарскиот сектор, односно финансиските обврски на приватниот сектор дополнително се зголемија за 21%, наспроти забележаното пониско депонирање на финансиски средства.

Влијанието на централната државна власт во проширувањето на дефицитот во тековната сметка беше директно (во 2008 година) и индиректно преку влијанието врз штедењето на приватниот сектор (од 2007 па наваму).

Од денешна перспектива, финансирањето на нерамнотежа во тековната сметка добива на значење во услови на глобална економска рецесија проследена со забавен проток на капитал. За наредниот период, значајно е одржување на избалансирано или позитивно буџетско салдо. Ваквата потреба произлегува од моменталната светска констелација, којашто не ветува лесен пристап до странски средства за финансирање. Остварувањето на високи дефицити во државниот буџет, при ниско ниво на штедење од страна на приватниот сектор, ја зголемува потребата од екстерно задолжување, коешто при глобален недостаток на ликвидност може да се реализира само по висока цена. Воедно, зголеменото финансирање на дефицитот со домашни извори (преку пазарот на државни

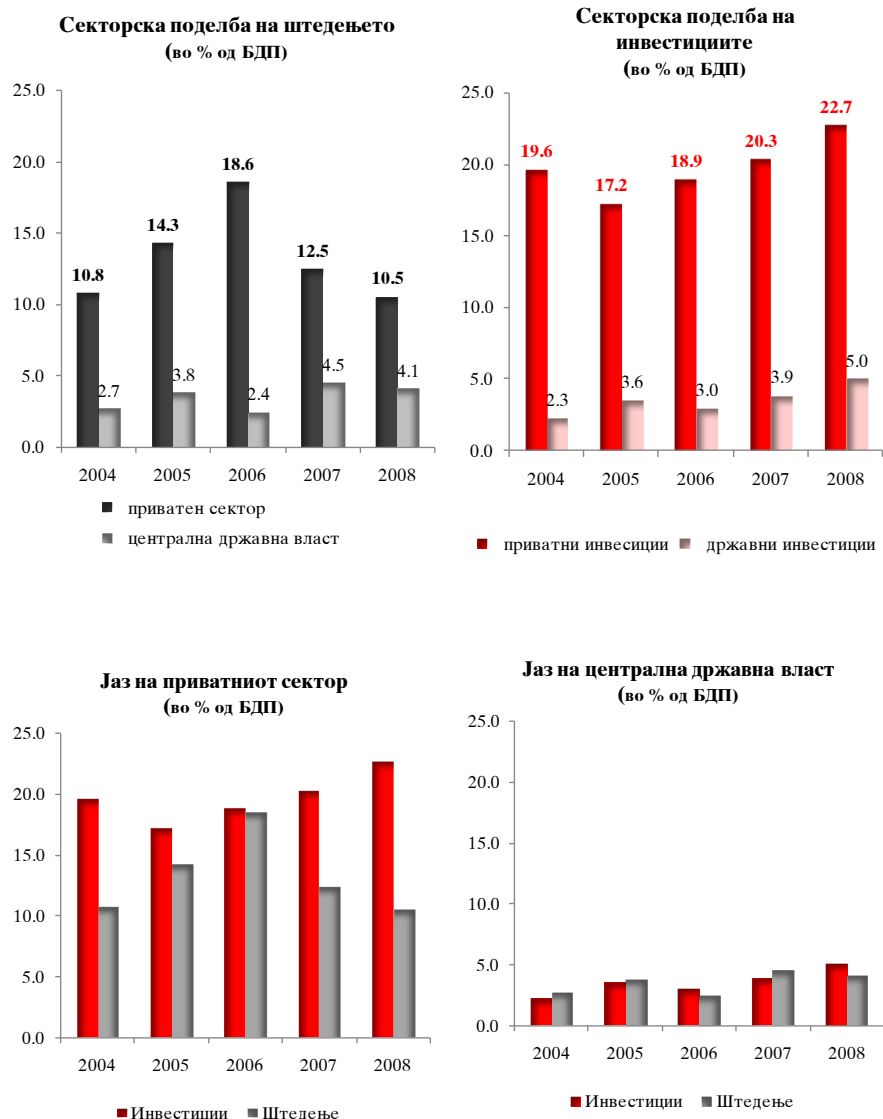
хартии од вредност, каде што најголемо учество имаат банките) на подолг рок може да ги истисне инвестициите на приватниот сектор (crowding out). Остварувањето на дефицити во буџетот и во тековната сметка (twin deficits) на подолг рок, може да изврши натамошен притисок врз официјалните девизни резерви на државата, а со тоа и притисок за девалвација на домашната валута.

Затоа, мерките на макроекономската политика треба да се насочат кон зголемување на домашната акумулација, односно кон зголемување на домашното штедење со цел да се обезбеди одржување на инвестициската активност и воедно да се ублажат ефектите од прелевањето на рецесијата. Согласно изведените согледувања, одржувањето на надворешната рамнотежа може да се реализира само преку затегање на политиките од страна на побарувачката.

Прилози

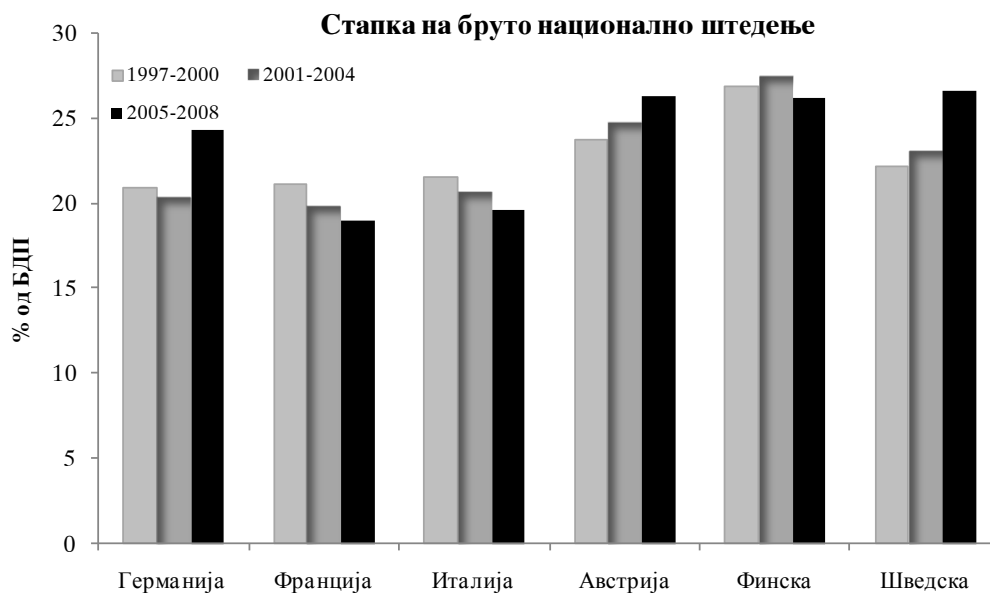
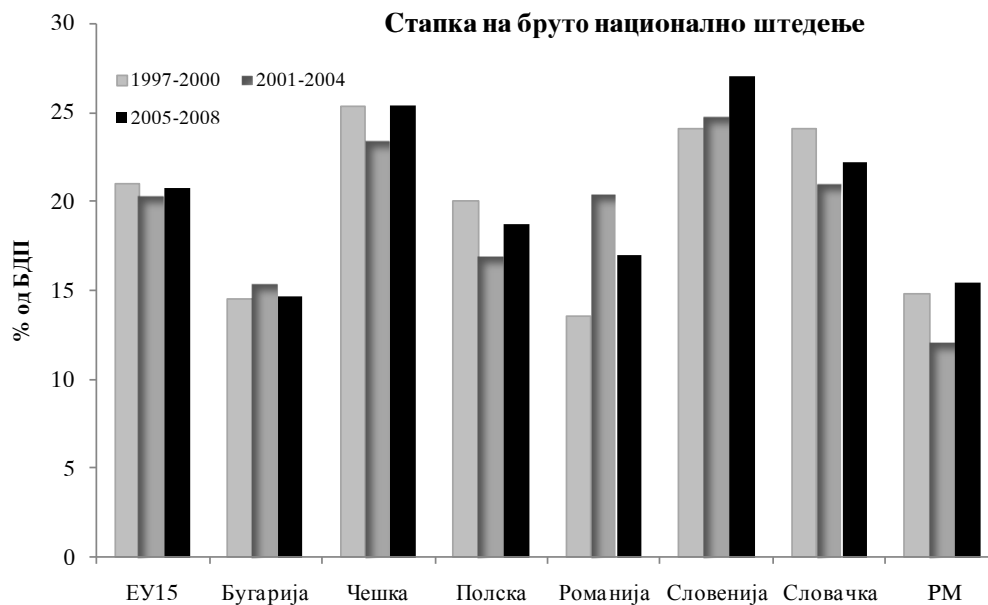
Прилог 1

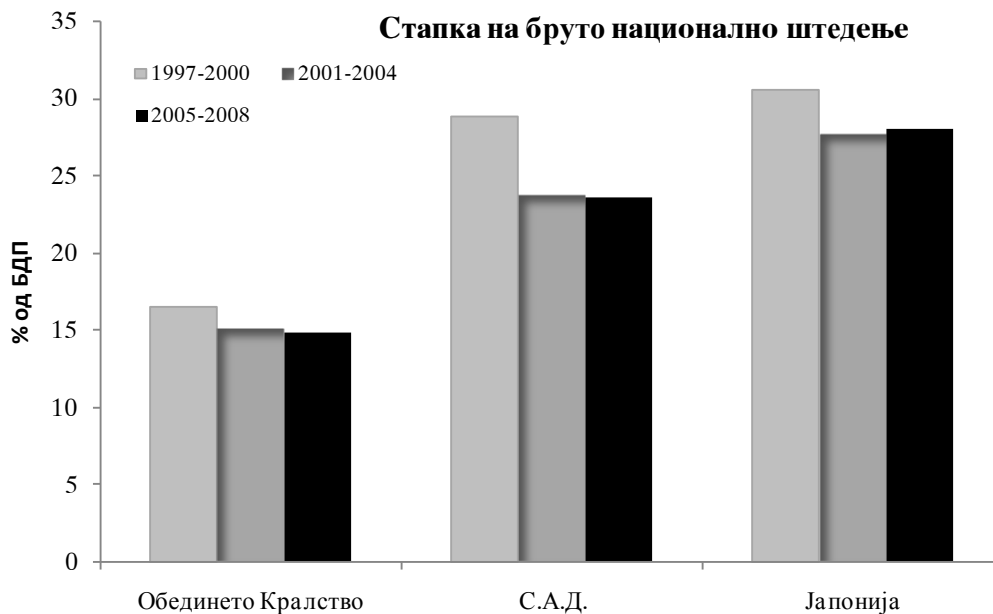
Секторска поделба на јазот помеѓу штедењето и инвестициите



Прилог 2

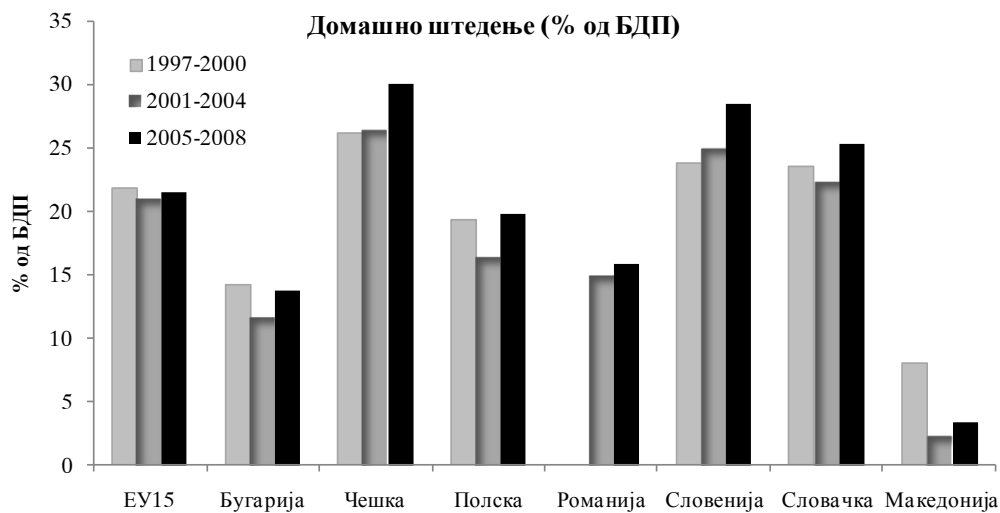
Компаративна анализа на стапките на бруто национално штедење во земјите од Источна Европа, селектирани земји членки на ЕУ и високоиндустријализирани земји

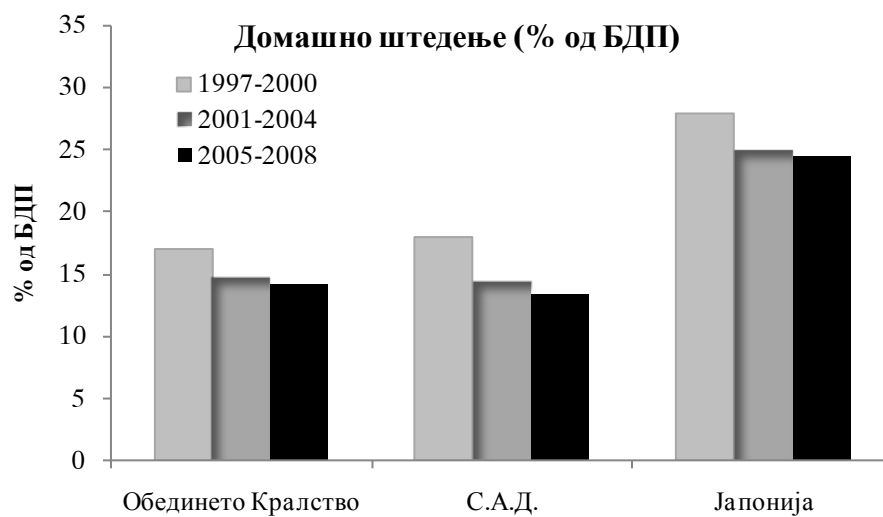
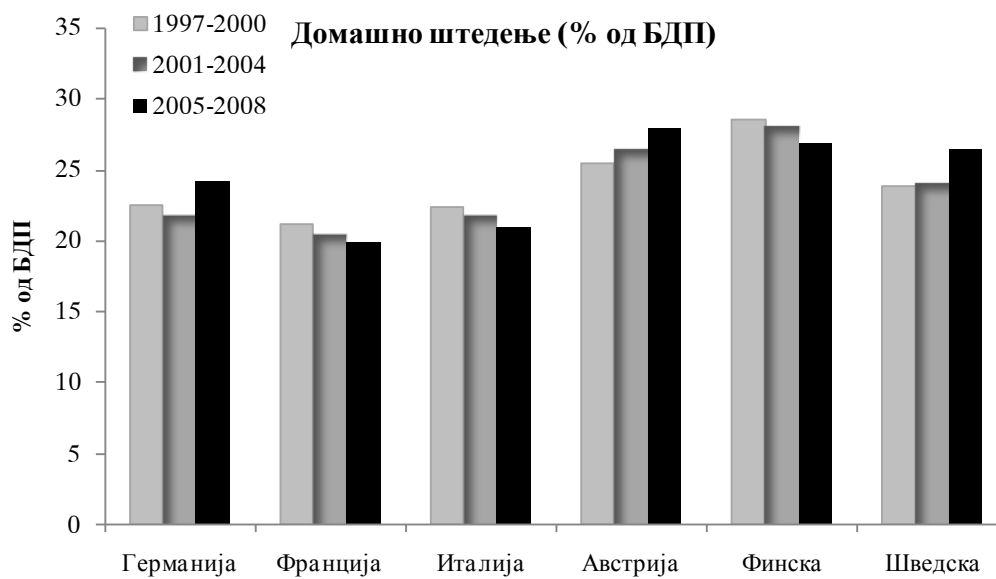




Прилог 3

Компаративна анализа на стапките на бруто домашно штедење во земјите од Источна Европа, селектирани земји членки на ЕУ и високоиндустријализирани земји





Прилог 4

Компаративна анализа на стапките на бруто домашно штедење во земјите од регионот

	Албанија	Србија	Босна и Херцеговина	Црна Гора	Хрватска	Турција	Косово
1996	-6.7				12.5		
1997	-7.5	5.2			11.8		
1998	-2.4	1.5			14.5	23.3	
1999	7.3	3.7			14.6	19.3	
2000	14.0	2.7			15.1	17.8	
2001	19.1	-3.5		-0.2	17.9	19.2	-63.1
2002	14.0	-3.5		-5.8	18.1	19.2	-51.6
2003	13.9	1.1		-1.0	20.3	16.5	-47.5
2004	10.8	9.5	-18.3	0.6	21.7	16.8	-9.7
2005	13.0	12.1	-20.1	0.2	22.6	16.5	-11.9
2006		12.6	-16.6	-4.2	23.9	17.1	-11.5
2007					24.1	16.5	

Извор: Еуростат

Корисена литература:

Dornbusch R., Fischer S. and Startz F. (2001). Macroeconomics, McGraw-Hill Companies, Inc.

Edwards S., (1995). "Why are Saving Rates so Different Across Countries?: An International Comparative Analysis". *National Bureau of Economic Research Working Paper No. 5097*.

Mankiw N. G., Macroeconomics (1997) World Publisher, Inc.

Gujin L. and Schramm R. M. (2006). "A Decade of Flow of Funds in China (1995-2005)".

Hurnik, Jaromir. "Introduction to a Fiscal Model and Its Use." Joint Vienna Institute. 14 July 2009.

Loayza N., Schmidt-Hebbel K. and Serven L. (1998). "What Drives Saving Across the World?" *Cambridge - Risk, Information & Quantity Signals Paper series No. 47*.

United States. Federal Reserve Board. "Speech by Governor Edward M. Gramlich." March 2005. July 2009
<<http://federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050302/default.htm>>

World Economic Outlook, September 2005