

**Народна банка на Република Македонија**



**Квартален извештај  
февруари 2018**



## Содржина

<b>Вовед</b> .....	<b>3</b>
<b>I. Макроекономски движења</b> .....	<b>6</b>
<b>1.1. Меѓународно економско окружување</b> .....	<b>6</b>
<b>1.2. Домашна понуда</b> .....	<b>12</b>
<b>1.3. Агрегатна побарувачка</b> .....	<b>16</b>
1.3.1. Лична потрошувачка .....	17
1.3.2. Јавна потрошувачка .....	18
1.3.3. Инвестициска потрошувачка .....	18
1.3.4. Нето извозна побарувачка .....	20
<b>1.4. Вработеност и плати</b> .....	<b>20</b>
<b>1.5. Инфлација</b> .....	<b>23</b>
<b>1.5.1. Тековна инфлација</b> .....	<b>24</b>
<b>1.5.2. Инфлациски очекувања</b> .....	<b>26</b>
<b>1.6. Биланс на плаќања</b> .....	<b>28</b>
Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК) .....	31
1.6.1. Меѓународна инвестициска позиција и бруто надворешен долг .....	37
<b>II. Монетарна политика</b> .....	<b>41</b>
<b>2.1. Ликвидност на банките</b> .....	<b>43</b>
<b>III. Движења на финансиските пазари</b> .....	<b>45</b>
<b>3.1. Меѓубанкарски пазар со необезбедени депозити</b> .....	<b>46</b>
<b>3.2. Пазар на државни хартии од вредност</b> .....	<b>46</b>
<b>IV. Монетарни и кредитни агрегати</b> .....	<b>50</b>
4.1.1. Монетарни агрегати .....	51
4.1.1. Кредитна активност .....	55
<b>V. Јавни финансии</b> .....	<b>58</b>
Прилог 1: Алтернативна Беверицова крива .....	62
Прилог 2: Структурна анализа на странските директни инвестиции во земјите од Централна и Југоисточна Европа – должничка наспроти недолжничка компонента .....	64



## Вовед

**Во текот на четвртиот квартал од 2017 година, НБРМ не ја промени поставеноста на монетарната политика, при што основната каматна стапка беше задржана на нивото од 3,25%. Тековната монетарна поставеност беше оценета како соодветна, во услови на натамошни оцени за стабилност на економските основи и отсуство на нерамнотежи во економијата.** Најновите податоци не сигнализираа поголеми отстапувања во однос на проекциите во сегментите коишто се клучни за монетарната политика. Воедно, во услови на подобрена девизна ликвидност на банките, поместувањата на девизниот пазар во четвртото тримесечје беа поволни и НБРМ интервенира со нето-откуп на девизи. Сите показатели за адекватноста на девизните резерви се задржаа во сигурната зона. Во однос на штедењето на домаќинствата, забележително беше постојано зголемување од август наваму, што укажа на понатамошно стабилизирање на очекувањата и довербата. Сепак, и натаму депозитите во странска валута придонесоа за најголемиот дел од растот на штедењето на населението во овој период<sup>1</sup>. При вакви остварувања, а кога сè уште постојат ризици, пред сè во однос на валутните склоности на субјектите, монетарната политика и натаму е непроменета.

**Ризиците во поглед на макроекономските проекции не се значително променети, во споредба со октомвриските согледувања, иако оние коишто се однесуваат на глобалното окружување се малку поповолни.** Имено, на крајот на 2017 година, глобалните економски податоци беа подобри од очекуваните, особено во еврозоната, што услови и нагорна ревизија на оценката за раст на овој регион, како наш клучен трговски партнер. Воедно и движењата на финансиските пазари кон крајот на 2017 година покажуваат зајакнат оптимизам на инвеститорите, особено на берзите во САД и Европа. Сепак, и покрај поволната глобална макроекономска состојба и подобрените согледувања за наредниот период, сè уште постојат ризици, поврзани со глобалните протекционистички тенденции, ефектите од излегувањето на Велика Британија од Европската Унија, затегнувањето на глобалните финансиски услови и геополитичките тензии.

**Споредбата на последните макроекономски показатели од домашната економија со нивната проектирана динамика во рамки на октомврисиот циклус проекции не упатуваат на некои поголеми отстапувања.** Објавените податоци за БДП за третиот квартал покажуваат годишен раст на БДП од 0,2%, што претставува малку пониско остварување од проектираната стапка од 0,7%, но просечната промена на БДП во првите три квартали е во целост во рамки на октомвриските оцени, со оглед на направената ревизија на податоците за првата половина од годината. Остварениот раст во третиот квартал произлегува од нето извозната побарувачка, додека домашната побарувачка имаше негативен придонес кон растот. Во однос на поединечните компоненти, највисок индивидуален придонес има извозот на стоки и услуги, чијшто раст, како и во претходниот квартал, во најголем дел се поврзува со активноста на индустриските капацитети со странски капитал. Од компонентите на домашната побарувачка, позитивен придонес и натаму има личната потрошувачка, иако се забележува мало забавување на растот. Бруто-инвестициите, под влијание на послабите остварувања на градежниот сектор, и натаму се намалуваат, но забележливо е позначително забавување на негативната стапка, што исто така е во согласност со тековната проекција. Тековно расположливите високофреквентни податоци за четвртиот квартал упатуваат на поповолни поместувања во економијата, во однос на движењата во третиот квартал. Во иста насока се и резултатите од анкетите за деловните тенденции коишто упатуваат на сигнали за задржување на довербата на економските субјекти, што, пак, е во согласност со проектираното движење за подобрување на состојбата во последното тримесечје од годината. На годишна основа, **октомвриската проекција<sup>2</sup> предвидува економски раст од**

<sup>1</sup> Се однесува на монетарните податоци заклучно со ноември, како расположливи податоци во периодот на носење на монетарните одлуки.

<sup>2</sup> Во октомври 2017 година е направена надолна корекција на очекуваниот економски раст за 2017 од 2,5% на 0,5%. Очекувањата за растот во 2018 година се непроменети (3,2%, на годишно ниво).



**0,5% во 2017 година и зголемување на растот на 3,2% во 2018 година и 3,5% во 2019 година.** Се очекува дека главен носител на растот ќе биде извозот, а од компонентите на домашната побарувачка, солиден позитивен придонес се очекува од потрошувачката на домаќинствата. Воедно, за разлика од 2017 година, во 2018 година и 2019 година се очекува дека и придонесот на инвестициите ќе биде во позитивната зона.

**Во четвртиот квартал од годината дојде до очекувано забрзување на годишниот раст на домашните цени, од 1,6% во третиот на 2,2% во четвртиот квартал. За целата 2017 година, стапката на инфлација изнесува 1,4% и главно е во рамки на октомвриската проекција (проектирана просечна инфлација од 1,3%).** Инфлацијата во 2017 година речиси во целост произлегува од растот на базичната компонента, во услови на неутрален придонес од прехранбената и минимален позитивен придонес од енергетската компонента. Во услови на остварувања што главно се во согласност со проекцијата, ризиците во поглед на очекуваната инфлација за 2018 година и 2019 година (умерено забрзување и достигнување 2%) и натаму се поврзани со неизвесноста околу очекуваното движење на цените на примарните производи.

**Податоците за надворешниот сектор** изразени преку позицијата на билансот на плаќања покажуваат умерено подобри остварувања во однос на проекциите кај тековната сметка, додека позицијата на финансиската сметка е понеповолна од очекуваната. Во третиот квартал, тековната сметка забележа суфицит од 183,1 милион евра (1,8% од БДП), којшто е повисок во споредба со проекцијата од октомври, одразувајќи го повисокиот суфицит од очекуваниот кај салдото на стоките и услугите. Од друга страна, во рамки на финансиската сметка се остварени нето-одливи од 278 милиони евра (2,7% од БДП), што претставува послабо остварување во однос на октомвриските очекувања, во услови на позначајни негативни отстапувања кај странските директни инвестиции и трговските кредити. Анализирани според динамиката, салдото на тековната сметка во третиот квартал бележи подобрување на годишна основа, при повисок суфицит кај услугите и кај секундарниот доход. Кај финансиската сметка, остварени се нето-одливи, наспроти високите нето-приливи во третиот квартал од 2016 година кога беше издадена петтата еврообврзница. Најновите податоци за **брuto девизните резерви** за четвртото тримесечје упатуваат на квартален раст, што е подобро остварување од очекуваното во октомвриските проекции. Во однос на расположливите податоци за надворешниот сектор за четвртиот квартал, тие сè уште не се доволни за да можат да се извлечат целосни заклучоци за причините за ваквите отстапувања. Податоците за надворешната трговија, заклучно со ноември, упатуваат на остварувања подобри од очекуваните, додека последните податоци за нето откупената странска ефектива на менувачкиот пазар упатуваат на движења во рамки на очекуваните со октомвриската проекција. **Октомвриската проекција за периодот 2018-2019 година предвидува умерен раст на девизните резерви на збирна основа и задржување на показателите за адекватност во сигурната зона.**

Во четвртиот квартал од годината, **кредитната активност на банкарскиот сектор забрза**, што е карактеристика за движењата на кредитниот пазар за крајот на годината, особено во текот на декември. Анализирани според секторите, забрзаниот кредитен раст произлегува од зголемената кредитна поддршка на корпоративниот сектор, којашто објаснува најголем дел од новото кредитирање во последниот квартал, што е вообичаено за овој период од годината. Кредитите на домаќинствата растат и во четвртиот квартал, но малку послабо во однос на претходниот период, при што освен потрошувачките кредити, поголем позитивен придонес во растот имаа и станбените кредити. На годишна основа, кредитниот раст ги надмина очекувањата од октомвриската проекција (од 4,6%), при што вкупните кредити се повисоки за 5,8%. Анализирани од аспект на факторите што влијаат врз кредитниот пазар, анкетните истражувања покажуваат позитивни поместувања и на страната на побарувачката, и на страната на понудата на кредити. Така, во услови на задржан раст на економската активност и поволни услови на



кредитирање од банкарскиот сектор, приватниот сектор и натаму ја зголемува побарувачката на кредити. Здравата солвентна и ликвидносна позиција на банките и зголемената конкуренција во банкарскиот сектор се фактори коишто и натаму имаат стимулативно влијание врз понудата на кредити. Во однос на изворите на финансирање, **во последниот квартал беше забележан силен раст на вкупните депозити**, со што годишната стапка на раст на вкупните депозити во декември изнесува 5,2% и е над проекцијата за крајот на годината (од 3,6%). Растот на вкупните депозити во последниот квартал произлегува од истовременото зголемување на депозитите на домаќинствата и на претпријатијата. Се очекува дека депозитната база на банките ќе се зголемува и во следниот период, обезбедувајќи стабилни извори за финансирање на кредитниот раст, којшто, пак, според октомвриската проекција, во следните две години ќе се движи помеѓу 6 и 7%.

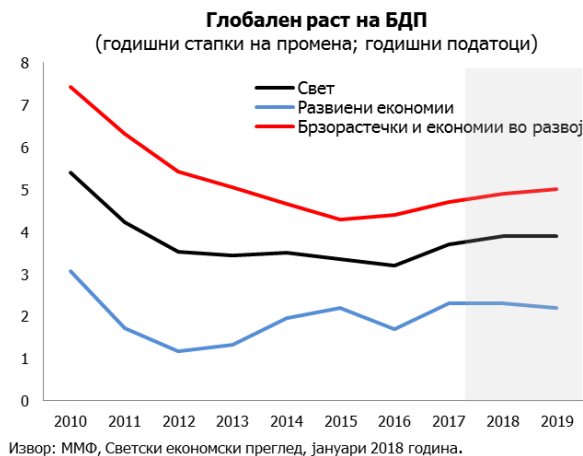
**Сè на сè, остварувањата не упатуваат на позначителни отстапувања во однос на основното сценарио во сегментите коишто се клучни за монетарната политика, при што се задржани оцените за стабилноста на економските основи. Воедно, тековниот биланс на ризиците се оценува како поповолен во однос на потенцираниот во рамки на октомвриските проекции.** Податоците за економската активност за третиот квартал и расположливите податоци за четвртиот квартал упатуваат на постепено подобрување на состојбата во економијата. Исто така, остварената стапка на инфлација за 2017 година е главно во согласност со проекцијата. Во последното тримесечје економијата е посилно поддржана и од банкарскиот сектор, при што растот на кредитирањето на приватниот сектор во 2017 година ги надмина октомвриските очекувања, во услови кога и депозитната база ги надмина проекциите. Ваквите поместувања испраќаат сигнали за понатамошно стабилизирање на очекувањата и довербата на домашните економски субјекти. Надворешната позиција на економијата и понатаму се оценува како стабилна, при што движењата кај девизните резерви се поволни, а показателите за адекватноста на девизните резерви и натаму се движат во сигурната зона. Сепак, во услови кога сè уште постојат ризици за остварувањето на проекцијата, НБРМ и во следниот период внимателно ќе ги следи состојбите, заради навремено и соодветно приспособување на монетарната политика.



## I. Макроекономски движења

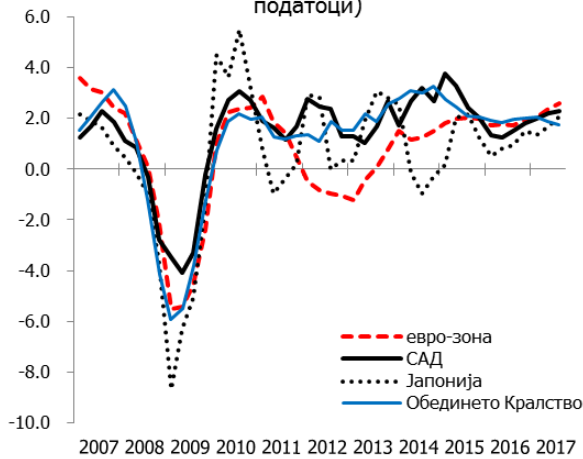
### 1.1. Меѓународно економско окружување<sup>3</sup>

Глобалната економија бележи солиден раст и во третиот квартал од 2017 година. Раст на економската активност се забележува како кај развиените земји, така и кај земјите во развој. Притоа, во рамки на развиените економии, позабележително закрепнување беше забележано во еврозоната, каде што во третиот квартал од 2017 година реалниот БДП порасна за 2,6% на годишна основа. Ова претставува највисока стапка на раст во последните, речиси седум години. Постојните оценки на меѓународните финансиски институции упатуваат на понатамошно закрепнување на глобалната економија, но истовремено се потенцираат и ризиците околу проекциите коишто сè уште постојат. Овие ризици се однесуваат на среден рок и главно се поврзани со можноста за растечки протекционизам во трговијата, затегнување на глобалните финансиски услови, но и на политичката неизвесност во која значителен удел има излегувањето на Велика Британија од Европската Унија. Во третиот квартал од 2017 година, стапката на инфлација на светско ниво беше пониска во однос на вториот квартал. Сепак, на почетокот на четвртиот квартал од 2017 година дојде до одредено забрзување на инфлацијата на светско ниво, поттикнато од растот на цените на нафтата. Очекувањата за глобалната инфлација за следните две години упатуваат на нејзино умерено забрзување, во услови на раст на цените на примарните производи, но и понатамошно закрепнување на побарувачката.

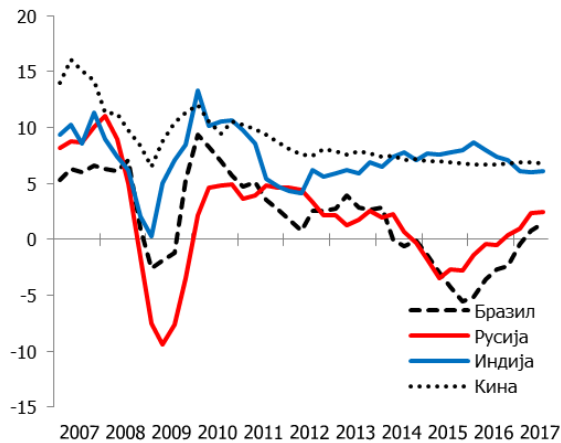


Глобалната економска активност се карактеризира со солидни остварувања во третиот квартал од 2017 година. Притоа, карактеристична е релативна дисперзираност на глобалното закрепнување. Во еврозоната, растот во третиот квартал изнесуваше 2,6%, делумно поттикнат од стимулативната монетарна политика на ЕЦБ. Ова претставува највисока стапка на раст, по онаа измерена во првиот квартал од 2011 година кога изнесуваше 2,9%. Солидна стапка на раст во овој период забележа и американската економија, којашто во третиот квартал од 2017 година изнесуваше 2,3% на годишна основа, поддржана од домашната побарувачка. Од друга страна, британската економија и натаму забавува, и покрај зголемената конкурентност заради депрецијацијата на девизниот курс и стимулот од растот на еврозоната. Така, растот на реалниот БДП во Велика Британија во третиот квартал изнесуваше 1,7% на годишна основа, што е пониско од стапката на раст од 1,9% во вториот квартал. Овие остварувања делумно се последица на намалувањето на личната потрошувачка, во услови на депрецијација на британската фунта, зголемување на инфлацијата и со тоа, намалување на реалниот

<sup>3</sup> Анализата се заснова врз „Светскиот економски преглед“ на ММФ, ажурирање јануари 2018 година; Економскиот билтен на ЕЦБ; соопштенијата на „Маркит економикс“; „Глобалните економски изгледи“ на Светската банка; извештаите на „Блумберг“, „Рубини глобал економикс“, „Капитал економикс“, „Ројтерс“ и на „Трејдинг економикс“, месечните извештаи на Меѓународната енергетска агенција и неделните извештаи на Банката на Грција.

**Реален раст на БДП во развиените земји**  
(годишни процентуални промени; квартални податоци)

Извор: ОЕЦД.

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

Извор: ОЕЦД и ММФ.

доход на домаќинствата. Во однос на брзорастечките економии, и во оваа група земји во третиот квартал се забележува умерено подобрување на економските остварувања, при што, покрај солидниот раст на кинеската економија и Индија, и економијата на Бразил бележи раст втор квартал по ред, а забрзување на економскиот раст се забележува и во Русија.

**Високофреквентните анкетни показатели – ПМИ соодветствуваат со зголемената економска активност на глобално ниво.**

Просечната вредност на ПМИ во четвртиот квартал од 2017 година изнесува 54,2 индексни поена, што е повисоко од просечната вредност во третиот квартал кога изнесуваше 53,9 поени. Зголемената просечна вредност на ПМИ во четвртиот квартал укажува на поволни очекувања на пазарните субјекти за претстојните движења во економијата.

**Според најновите согледувања на ММФ од јануари 2018 година, се оценува дека глобалниот раст за 2017 година ќе изнесува 3,7% во 2017 година, а за 2018 и 2019 година се очекува негово забрзување и достигнување до 3,9%, соодветно.** Се очекува дека понатамошното закрепнување во глобални рамки ќе биде поддржано од поволните финансиски услови и позитивните очекувања, што ќе претставуваат дополнителен стимул на растечката побарувачка. Проекциите за растот се ревидирани нагоре во однос на октомври<sup>4</sup>, пред сè како последица на ревизите на очекуваниот раст за развиените економии.

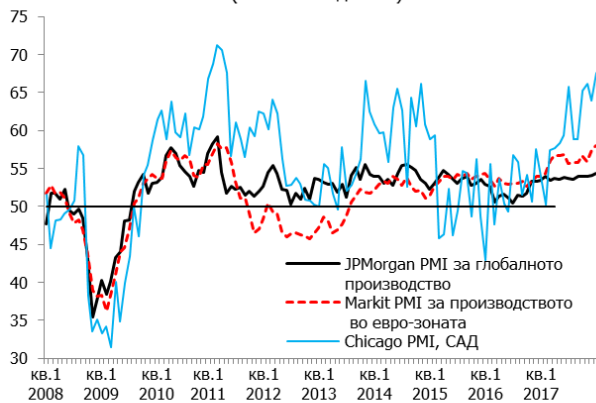
**Ризиците за глобалната економска активност и натаму се неповолни на среден рок.** Како најзабележителни неповолни ризици се истакнуваат зголемувањето на протекционизмот во трговијата, ненадејното затегнување во глобалните финансиски услови, турбуленциите поврзани со процесите на либерализација и реформите во Кина, како и вкупната политичка нестабилност којашто делумно произлегува од преговорите за идните релации помеѓу Велика Британија и Европската Унија.

<sup>4</sup> Проекциите од октомври 2017 упатуваа на раст на реалниот БДП на светско ниво од 3,6% во 2017 година и 3,7% во 2018 и 2019 година.





### Индикатори за глобалната економска активност (месечни индекси\*)



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

### Глобална инфлација (годишни процентни промени, месечни податоци)



Извор: ММФ.

**Во првите два месеца од четвртиот квартал од 2017 година дојде до минимално забрзување на инфлацијата на светско ниво.** Забрзување на инфлацијата во првите два месеци од четвртиот квартал од 2017 година е забележливо и кај развиените, но и кај брзорастечките економии. Имено, просечната стапка на инфлација во периодот октомври-ноември изнесуваше 1,8% кај развиените земји (1,7% во третиот квартал), додека, пак, кај брзорастечките економии таа изнесуваше 4,9% (4,8% во третиот квартал). На светско ниво, годишната стапка на инфлација на почетокот од четвртиот квартал изнесуваше 3,7% (3,6% во третиот квартал). Како една од главните причини за забрзувањето на инфлацијата се наведува зголемувањето на цените на нафтата. Од друга страна, пак, во последниот период се забележува минимален пад кај цените на неенергетските производи.

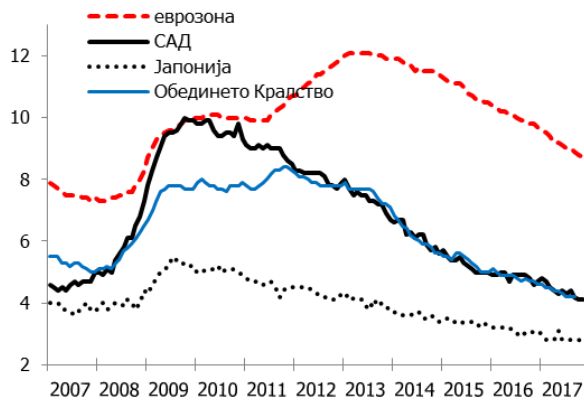
**Економскиот раст на еврозоната продолжи и во третиот квартал од 2017 година.** Растот на реалниот БДП во еврозоната во третиот квартал од 2017 година изнесува 0,6% на квартална основа, што претставува незначително забавување во споредба со растот од вториот квартал којшто изнесуваше 0,7%. Од аспект на најголемите земји во еврозоната, забележливо е забрзувањето на економската активност во Германија и Италија, додека, пак, одредено забавување на растот е воочливо во Франција и Шпанија. Гледано на годишно ниво, во еврозоната, во третиот квартал од 2017 година, реалниот БДП порасна за 2,6%, што е повеќе од 2,4% измерени во вториот квартал и воедно е највисока стапка на раст во изминатите речиси седум години. Растот на личната потрошувачка е еден од главните двигатели на вкупниот раст на економската активност во еврозоната, поддржана од поволните движења на пазарот на труд. Конкретно, во септември стапката на невработеност во еврозоната се намали на 8,9%, од 9% во август. Значителен придонес во вкупниот раст на економската активност има и инвестициската активност, а во помала мера и нето-извозот, во услови на подобрување на глобалното окружување. Придонес кон солидните економски остварувања во еврозоната има и стимулативната монетарна политика на ЕЦБ. Според последните декемвриски проекции на ЕЦБ, во следните години се очекува постепено забавување на економската активност во





### Стапка на невработеност во развиените економии

(процент; сезонски прилагодени; месечни податоци)



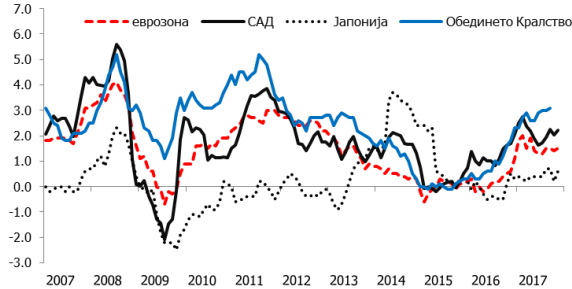
Извор: Еуростат.

еврозоната, при што се предвидува дека растот на реалниот БДП во еврозоната ќе изнесува 2,4% во 2017 година, 2,3% во 2018 година, 1,9% во 2019 година и 1,7% во 2020 година.<sup>5</sup>

Кај годишната стапка на инфлација во еврозоната нема промени во четвртиот квартал во однос на третиот квартал од 2017 година и таа изнесува 1,4%. Гледано на среден рок, се очекува дека инфлацијата ќе расте постепено, па така според најновите проекции на ЕЦБ од декември, таа би изнесувала 1,5% во 2017 година, 1,4% во 2018 година, 1,5% во 2019 година и 1,7% во 2020 година. Во споредба со проекциите од септември 2017, инфлацијата е ревидирана нагоре поради повисоките цени на нафтата и храната.

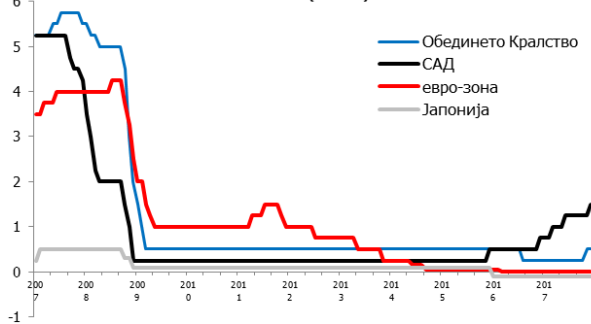
### Стапки на инфлација во развиените земји

(годишни процентуални промени; месечни податоци)



Извор: Еуростат и национални статистички заводи.

### Референтни каматни стапки во развиените земји (во %)



Извор: Централни банки.

Во последното тримесечје, дел од централните банки на развиените земји направија промени во монетарната политика, поточно нејзина „нормализација“. Така, по зголемувањето на каматата во јуни, на редовниот состанок на декември, ФЕД донесе одлука за повторно зголемување на основната каматна стапка за 0,25 п.п. Со тоа, номиналната каматна стапка на ФЕД се движи во распонот 1,25-1,5%. Порастот на каматната стапка во најголема мера се должи на оценките на ФЕД за подобрени услови на пазарот на труд и умерен раст на економијата. Промени во монетарната политика во текот на четвртиот квартал направи и Централната банка на Англија. Имено, Банката на Англија на состанокот во ноември ја зголеми основната каматна стапка за 0,25 п.п., за првпат од јули 2007 година, при што таа сега изнесува 0,5%. Порастот на каматната стапка е одраз на оценките на

<sup>5</sup> Во декември ЕЦБ изврши нагорна ревизија на проекциите од септември, според коишто растот на реален БДП во еврозоната се предвидуваше дека ќе изнесува 2,2% во 2017 година, 1,8% во 2018 година и 1,7% во 2019 година.



Извор: Бундесбанк.



Банката на Англија за пораст на инфлацијата над таргетот од 2%. Од друга страна, ЕЦБ одлучи да ја задржи тековната каматна стапка, при истовремено продолжување, но со помал обем (30 милијарди евра месечно), на програмата за квантитативно олеснување до септември 2018 година. Според комуникацијата на ЕЦБ, доколку е потребно, програмата може да продолжи и по септември 2018 година. Централната банка на Јапонија не направи промени во поставеноста на монетарната политика, задржувајќи ја основната каматна стапка од -0,1%.

**Во четвртиот квартал од 2017 година беше забележана минимална депрецијација на американската валута во однос на еврото од 0,3%, во просек, во однос на третиот квартал на 2017 година.** Гледано на годишна основа, во четвртото тримесечје вредноста на САД-доларот во однос на еврото се намали за 8,4%, при што во декември 2017 година, еден САД-долар во просек се разменува за 0,849 евра. Притоа, падот во најголема мера се должи на поповолните економски остварувања од очекуваните во еврозоната.

**Во четвртиот квартал од 2017 година, цената на нафтата забележа значаен пораст во однос на цената во третото тримесечје од 2017 година.** Така, во четвртиот квартал просечната цена на нафтата изразена во евра изнесуваше 52,2 евра за барел, што претставува раст од 18,5% на квартална основа. Порастот на цената на нафтата, во најголема мера, е одраз на зголемената глобална побарувачка, намаленото ниво на залихи<sup>6</sup> и продолжувањето на договорот на земјите од ОПЕК и Русија за намалување на производството на нафтата<sup>7</sup>. Гледано на годишно ниво цената на нафтата изразена во евра забележа раст од 12,3%.

**Цените на неенергетските примарни производи во четвртиот квартал забележаа раст од 1,2%, во споредба со**

<sup>6</sup> Во првата половина од декември, беше затворен еден од клучните нафтови во Северното Море, поради дефект. Очекувањата се дека репарацијата ќе трае околу три недели, следствено допринесувајќи во прекин на снабдувањето на околу 10 милиони барели нафта.

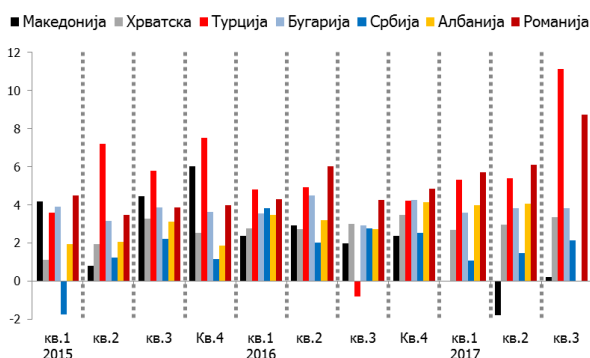
<sup>7</sup> На 30.11.2017 година земјите-членки на ОПЕК и Русија донесоа одлука за продолжување на мерката за намалување на производството на нафта за дополнителни девет месеци, односно до крајот на 2018 година, чија цел е намалување на залихите на овој енергент на глобално ниво. Исто така, други земји производители на нафта коишто не се земји-членки на ОПЕК, вклучувајќи ја и Русија, го поддржаа продолжувањето на договорот, при што ќе се произведуваат 1,8 милиони барели помалку на ден сè до декември 2018 година. Дополнително, на мерката се приклучија и Нигерија и Либија, земји кои не беа претходно дел од договорот.



Извор: Светска Банка месечна база на податоци.

**цените во третото тримесечје.** Анализирано по групи производи, растот на цените на неенергетските примарни производи во најголем дел се должи на растот на цените на металите, коишто забележаа раст од 4,5% во однос на претходниот квартал. Од друга страна, цените на храната останаа на слично ниво како и во претходниот квартал. Кварталниот пораст на цените на металите изразени во евра во најголема мера се должи на порастот на цените на никелот, бакарот и оловото, од 9,9%, 7,2% и 6,5%, соодветно во однос на третиот квартал од 2017 година<sup>8</sup>. Порастот на цените во најголема мера е одраз на очекувањата за зголемена побарувачка на овие метали од страна на автомобилската индустрија<sup>9</sup>. Од друга страна, гледано на годишна основа, цените на примарните неенергетски производи изразени во евра забележа пад од 5,3%, додека цените изразени во долари забележаа раст од 3,4%, што во најголема мера е резултат на депрецијацијата на вредноста на САД-доларот во однос на еврото.

**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.

**Трендот на позитивни економски остварувања на земјите од регионот продолжи и во третиот квартал од 2017 година.** Така, забрзување на растот во третиот квартал од 2017 година забележаа сите земји од регионот. Највисок раст во регионот во овој квартал забележа Турција (11,1%). Забрзан раст забележаа и економиите на Романија, Бугарија и Србија, од 8,7%, 3,9% и 2,1%, соодветно. Растот во овие земји во најголема мера произлезе од домашната побарувачка и од инвестициите. Солиден раст од 3,4% забележа и економијата на Хрватска, главно предизвикан од извозната побарувачка.

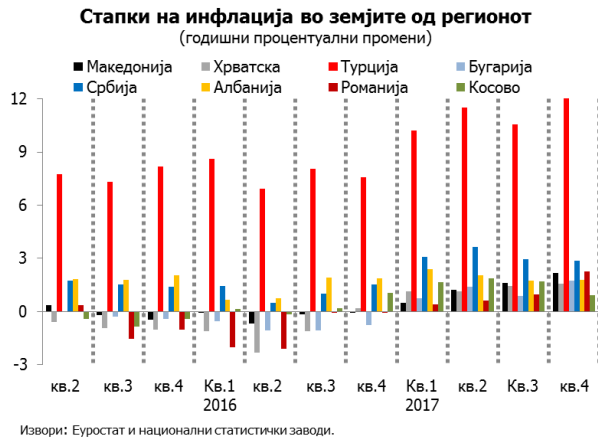
**Во четвртото тримесечје од 2017 година, движењата на стапката на инфлацијата во земјите од регионот беа во различна насока.** Така, Турција, Романија, Албанија и Бугарија забележаа забрзување на нивото на цените во четвртиот квартал од 2017 година. Порастот на инфлацијата во овие земји, во најголем мера

<sup>8</sup> Порастот на цените на металите изразени во САД-долари во најголема мера се должи на значителниот пораст на цените на бакарот, железото и никелот, од 12%, 13,3% и 14,1%, соодветно во однос на вториот квартал од 2017 година.

<sup>9</sup><http://www.scmp.com/business/commodities/article/2116772/goldman-lifts-copper-price-forecast-us7050-china-expected-drive>

<http://pubdocs.worldbank.org/en/743431507927822505/CMO-October-2017-Full-Report.pdf>

<http://www.kitco.com/news/2017-12-20/METALS-Lead-hits-2-month-peak-on-strong-winter-demand-deficit-worries.html>



се должеше на порастот на цените на храната. Од друга страна, во Србија, беше забележано мало забавување на инфлацијата во четвртиот квартал од 2017 година. Притоа, понискиот раст на цените во Србија во најголема мера се должеше на помалиот раст на цените на храната.

## 1.2. Домашна понуда

**По падот на економската активност во првата половина на годината, бруто домашниот производ во третиот квартал од 2017 година забележа благ раст од 0,2% на годишна основа. Гледано од страната на понудата, двигател на растот во третиот квартал се секторите „трговија, транспорт и сообраќај и угостителство“, а мал позитивен придонес имаа и земјоделството и дејностите поврзани со недвижен имот. Од друга страна, активноста во градежниот сектор, по падот во првата половина од годината, се намалуваше и во третиот квартал. Овие поместувања во градежништвото следат по неколкугодишен постојан раст, предизвикан од циклусот на јавни инфраструктурни инвестиции, но и од активноста на приватниот сектор. Пониска додадена вредност во третото тримесечје е забележана и во индустријата. Во однос на движењата во четвртиот квартал, најголем дел од расположливите податоци за периодот октомври-ноември за одделните економски сектори упатуваат на поповолни движења во споредба со третиот квартал.**

По неповолните движења во првата половина од годината, бруто домашниот производ во третиот квартал од 2017 година бележи раст од 2,0%, на квартална основа (сезонски приспособен) и од 0,2%, на годишна основа. Гледано по дејности, најголем придонес кон годишниот раст на БДП имаат дејностите: „трговија, транспорт и сообраќај и угостителство“, а пораст на додадената вредност беше забележан и кај земјоделството и дејностите поврзани со недвижен имот. Кај останатите дејности е забележан годишен пад на додадената вредност.

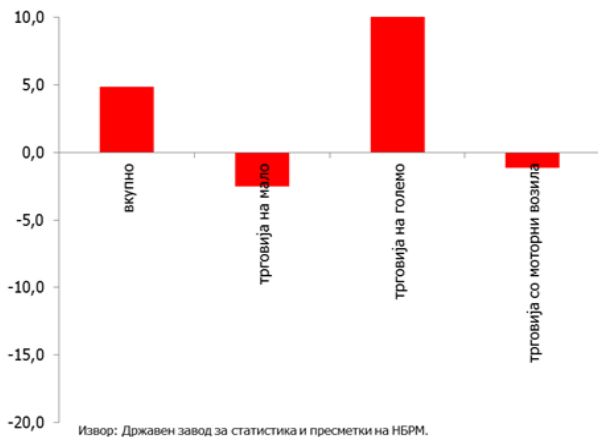


	годишни стапки на раст, во %							придонос во растот на БДП, во п.п.						
	2013	2014	2015	2016	Кв.1 2017	Кв.2 2017	Кв.3 2017	2013	2014	2015	2016	Кв.1 2017	Кв.2 2017	Кв.3 2017
Земјоделство	8,6	3,1	1,9	2,8	1,5	6,7	3,8	0,8	0,3	0,2	0,3	0,2	0,6	0,3
Индустрија	3,7	11,5	4,9	1,4	-3,6	-3,8	-4,1	0,6	1,7	0,8	0,2	-0,6	-0,7	-0,7
од кои кај преработувачка индустрија	9,6	21,5	5,0	4,1	-8,1	-5,2	-5,8	1,0	2,1	0,5	0,5	-1,0	-0,6	-0,7
Градежништво	12,8	5,1	8,0	11,9	-6,5	-17,1	-11,6	0,7	0,4	0,6	0,8	-0,5	-1,2	-0,8
Трговија, транспорт и сообраќај и угостителство	11,1	3,1	1,4	4,2	6,3	4,4	9,8	1,9	0,6	0,3	0,8	1,1	0,9	1,9
Информации и комуникации	4,8	3,4	13,4	6,5	7,1	3,9	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0
Финансиско посредување	-1,4	13,5	8,7	0,9	-2,6	-0,7	-2,6	0,0	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Дејности во врска со недвижен имот	-1,3	0,0	2,7	-0,5	0,7	-3,3	0,9	-0,2	0,0	0,3	-0,1	0,0	-0,4	0,1
Административни и помошни услужни дејности	9,6	6,3	5,9	7,7	0,5	-4,2	-4,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,2
Јавна управа	-7,5	3,2	6,5	1,5	-2,0	-2,5	-2,1	-1,1	0,4	0,8	0,2	-0,3	-0,3	-0,2
Уметност	12,7	11,5	4,5	0,0	-8,0	-9,1	-6,9	0,3	0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Бруто-домашен производ</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,2</b>

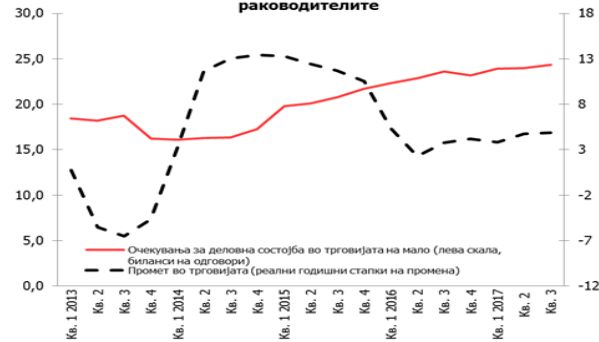
Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

**Поволните движења во трговијата, карактеристични за првата половина од годината, продолжија и во текот на третиот квартал<sup>10</sup>.** Структурно гледано, растот во целост произлегува од трговијата на големо. Кај трговијата на мало и натаму се забележува намалување на вредноста на прометот, поместување коешто не се совпаѓа со резултатите од анкетните истражувања за состојбата во овој сектор. Имено, според Анкетата за деловните тенденции во трговијата на мало<sup>11</sup>, раководителите ја оценуваат тековната деловна и финансиска состојба како малку поповолна во однос истиот период од претходната година. Во однос на факторите коишто влијаат врз работата на секторот, исто како и во претходниот квартал, раководителите го истакнуваат позначителното намалување на ограничувачкото влијание на факторот „големена понуда на пазарот“. **Во периодот октомври-ноември се задржуваат позитивните движења кај прометот во вкупната трговија, при натамошен раст на вредноста на прометот во трговијата на големо. Во трговијата на мало, гледано збирно за двата месеца, дојде до значително забавување на негативната стапка, а во ноември беше забележан и мал раст. Во прилог на ова подобрување се и очекувањата на раководителите во поглед на деловната состојба на претпријатијата во секторот, коишто и за наредните три до шест месеци се поволни.**

**Промет во трговијата 2017 - Кв.3**  
(реални годишни стапки на промена, во %)



**Прометот во трговијата и очекувањата на раководителите**

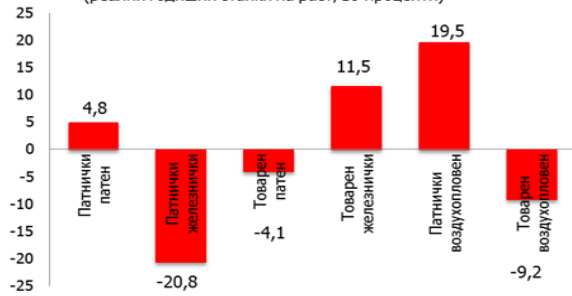


<sup>10</sup> Анализата за движењата во трговијата е направена врз основа на податоците за прометот во трговијата.

<sup>11</sup> Од Анкетата за деловните тенденции во трговијата на мало на ДЗС за третиот квартал на 2017 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.

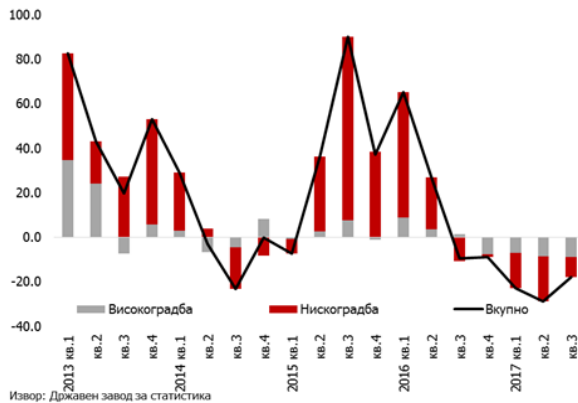


**Сообраќајот и врските во 2017- Кв.3**  
(реални годишни стапки на раст, во проценти)



Извор: Државен завод за статистика.

**Извршени градежни работи**  
(придонес кон реалниот пораст, во п.п.)



Извор: Државен завод за статистика

**Градежништво и очекувања во градежништвото**



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Во поглед на движењата во секторот „сообраќај и врски“, високофреквентните показатели за третиот квартал даваат различни сигнали. Позначителен раст е забележан кај патничкиот воздухопловен сообраќај, а раст бележат и патничкиот патен и товарниот железнички сообраќај. Од друга страна кај останатите видови сообраќај движењата се неповолни. **Малиот број високофреквентни показатели оневозможува формирање прецизна оценка во поглед на движењата во секторот „сообраќај и врски“ во текот на четвртиот квартал, иако тековно расположливите податоци за железничкиот сообраќај упатуваат на поповолни движења во октомври.**

По неколкугодишниот постојан раст на градежната активност, што произлегува пред сè од циклусот јавни инфраструктурни инвестиции, но и од активоста на приватниот сектор, во третиот квартал од 2017 година продолжи намалувањето на градежната активност, што започна од почетокот на годината. Ваквото поместување во еден дел може да се објасни со високата споредбена основа од претходната година, кога доаѓа и до зголемување на учеството на овој сектор во БДП на 12,9% (наспроти 11,1% во 2015 година и околу 10% во периодот 2010 - 2016 година). Гледано низ призмата на високофреквентните податоци, пад на градежната активност е забележан и во доменот на нискоградбата, но и кај високоградбата. Резултатите од анкетите за деловните тенденции во градежништвото<sup>12</sup>, исто така, упатуваат на одредено влошување на согледувањата на раководителите пред сè во доменот на условите за работа. Така, се забележува намален број на раководители кои се изјасниле дека нема ограничувачки фактори за активоста, а како фактори чие неповолно влијание е посебно зголемено ги истакнуваат намалената побарувачка и високите трошоци за труд. Од друга страна, според анкетното истражување, оцените за тековната економска и финансиска состојба на претпријатијата во секторот и натаму се поволни. **Тековно расположливите податоци не упатуваат на позначителни подобрувања во секторот во последниот квартал од**

<sup>12</sup> Се однесува на анкетите спроведени во третиот квартал на 2017 година.





Извор: Државен завод за статистика.  
 \* очекувањата од Анкетите спроведени во октомври и ноември 2016 година.

**годината**, имајќи го предвид намалувањето на вредноста на извршените градежни работи во октомври. И покрај сигналите за продолжување на неповолните трендови во секторот, очекувањата на раководителите на претпријатијата во градежниот сектор за четвртиот квартал од годината во поглед на вработеноста и нарачките се поповолни во однос на истиот период минатата година.

**И во третиот квартал од годината индустријата има негативен придонес кон растот. Намалена активност во секторот се забележува и преку анализата на високофреквентните<sup>13</sup> податоци за физичкиот обем на индустриското производство, коишто упатуваат на пад на производството одразувајќи ги пред сè неповолните движења кај преработувачката индустрија.** Притоа, пониско производство е забележано кај повеќе од половината од одделните сектори во рамки на преработувачката индустрија, а највисок негативен придонес имаат производството на облека, метали и производството на храна. Сепак, анкетните истражувања не упатуваат на позначителни поместувања во однос на општата состојба во секторот. Така, според Анкетата за деловните тенденции во преработувачката индустрија<sup>14</sup>, согледувањата на раководителите во поглед на сегашната економска состојба на претпријатијата, како и сегашната обезбеденост на производството со порачки се малку поповолни во однос на истиот период од минатата година, а стабилен е и степенот на искористеност на капацитетите. Намален оптимизам се забележува во поглед на условите за работа, каде што значително е зголемен бројот на раководители кои сметаат дека има ограничувачки фактори во работењето, при што факторот чиешто ограничувачко влијание посебно се истакнува е недостигот на квалификувана работна сила. **Податоците за индустријата за првите два месеца од четвртиот квартал упатуваат на раст на индустриското производство**, главно одразувајќи ги остварувањата во преработувачката индустрија. Воедно, анкетните истражувања укажуваат на задржување на повољните

<sup>13</sup> Анализата по дејности е направена врз основа на физичкиот обем на индустриското производство заради достапност на податоци за одделните индустриски сектори.

<sup>14</sup> Се однесува на анкетите спроведени во третиот квартал на 2017 година.

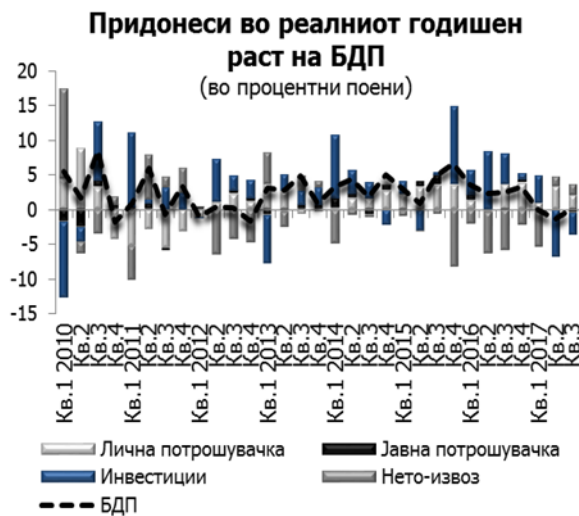




очекувања во поглед на обемот на производство и бројот на вработените во овој сектор во наредните три месеци.

### 1.3. Агрегатна побарувачка

**Од аспект на побарувачката, годишниот раст на БДП од 0,2% во третиот квартал во најголем дел се објаснува со извозот на стоки и услуги, чиј раст, како и во претходниот квартал, најмногу се поврзува со работењето на извозните капацитети со странски капитал, а определен придонес имаат и традиционалните сектори. Од компонентите на домашната побарувачка, позитивен придонес има личната потрошувачка, поддржана од поволните поместувања на пазарот на труд и кредитната поддршка. Сепак, кај оваа компонента во третото тримесечје беше забележано мало забавување на растот. Бруто-инвестициите, под влијание на послабите остварувања на градежниот сектор, и натаму се намалуваат, но забележливо е позначително забавување на намалувањето. Мало намалување забележа и јавната потрошувачка. Гледано од аспект на вкупната домашна побарувачка и нето-извозот, како и во претходното тримесечје, и во третиот квартал нето-извозот имаше позитивен придонес кон растот на БДП, наспроти домашната побарувачка чијшто придонес беше негативен.**



Гледано преку компонентите на побарувачката, годишниот раст на БДП од 0,2% во третиот квартал на 2017 година (квартален раст<sup>15</sup> од 2,0%) се објаснува со позитивниот придонес на нето-извозот, при што извозот, како и во претходниот квартал, е компонента со највисок индивидуален позитивен придонес кон растот, додека негативниот придонес на увозот е позначително намален. Во рамки на домашната побарувачка, продолжи растот на личната потрошувачка, додека бруто-инвестициите и јавната потрошувачка се наоѓаат во негативната зона. Сепак, кај бруто-инвестициите дојде до позначително намалување на негативната годишна стапка од претходниот квартал, што придонесе и за значително намалување на негативниот збирен придонес на домашната побарувачка кон растот.

<sup>15</sup> Кварталните промени на БДП и неговите компоненти се пресметани од сезонски приспособени податоци.



	Годишни стапки на реален раст (во %)							Придонеси кон годишниот реален раст (во п.п.)						
	2013	2014	2015	2016	2017-Кв.1	2017-Кв.2	2017-Кв.3	2013	2014	2015	2016	2017-Кв.1	2017-Кв.2	2017-Кв.3
Лична потрошувачка	1,9	2,2	4,4	3,1	1,3	4,4	2,9	1,4	1,6	3,1	2,1	0,9	2,9	1,9
Јавна потрошувачка	0,5	3,0	3,9	1,9	-0,8	0,4	-3,6	0,1	0,5	0,7	0,3	-0,2	0,1	-0,5
Извоз на стоки и услуги	6,1	16,5	8,5	8,1	8,3	11,0	5,5	2,8	7,2	4,0	3,9	4,0	5,4	2,9
Увоз на стоки и услуги	2,2	14,1	9,9	11,6	13,4	5,6	2,1	-1,4	-8,7	-6,5	-7,5	-8,4	-3,6	-1,3
Бруто инвестиции	0,5	10,7	8,3	13,3	11,4	-18,6	-9,4	0,1	3,1	2,5	4,0	3,6	-6,1	-2,7
Домаќина потрошувачка	1,3	4,4	5,4	5,7	4,0	-2,7	-1,3	1,6	5,2	6,3	6,5	4,4	-3,1	-1,3
Нето извоз*	-6,9	8,0	14,1	21,0	26,4	-5,9	-8,9	1,3	-1,5	-2,4	-3,6	-4,4	1,8	1,5
Статистичка дискрепанца								0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>БДП</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,2</b>

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

### 1.3.1. Лична потрошувачка



**Солидниот раст на личната потрошувачка продолжи и во третиот квартал на 2017 година, иако растот е малку послаб во споредба со претходниот квартал (квартален раст од 2,8% и годишен раст од 2,9%).** Растот на потрошувачката на домаќинствата се објаснува со поволните движења кај масата на плати, масата на пензии, а раст се забележува и кај приватните трансфери<sup>16</sup>. Од високофреквентните показатели за движењето на личната потрошувачка во третиот квартал на 2017 година раст бележат кредитите на населението и увозот на потрошни добра, додека трговијата на мало и домашното производство на потрошни добра бележат пад. Во прилог на остварувањата на личната потрошувачка се и резултатите од анкетните истражувања за довербата на потрошувачите<sup>17</sup> спроведени во третиот квартал на 2017 година, коишто упатуваат на зголемен потрошувачки оптимизам, при поповолни очекувања во поглед на општата економска ситуација, невработеноста, очекуваната финансиска ситуација, како и на можностите за остварување заштеди.

**Се очекува дека растот на личната потрошувачка ќе продолжи и во четвртиот квартал од 2017 година.** Така, согласно со податоците за октомври и ноември, во последниот квартал се очекува натамошен раст на компонентите на расположливиот доход, при солиден раст на

<sup>16</sup> Растот на приватните трансфери во третиот квартал е релативно мал споредено со двоцифрениот годишен раст во вториот квартал што во најголем дел е резултат на ниската споредбена основа од вториот квартал минатата година кога, при ескалација на домашната политичка криза, приватните трансфери позначително се намалија.

<sup>17</sup> Анкета на Европската комисија за потрошувачкиот оптимизам заклучно со септември 2017 година.



Извор: Анкета на Европската комисија и пресметки на НБРМ.

кредитната активност насочена кон населението. Ваквите движења соодветствуваат со резултатите од Анкетата за кредитната активност<sup>18</sup> коишто упатуваат на олеснување на кредитните услови и зголемена побарувачка на кредитите во овој период. Истовремено, сигналите од анкетните истражувања за довербата на потрошувачите<sup>19</sup>, спроведени во четвртиот квартал, упатуваат на задржување на поволните очекувања на потрошувачите во поглед на општата економска ситуација, можностите за штедење, како и очекуваната финансиска ситуација на потрошувачите. Од краткорочните показатели за движењето на личната потрошувачка, раст е забележан кај увозот на стоки за широка потрошувачка, додека трговијата на мало и домашното производство на потрошни добра се намалуваат, но забавено во однос на претходниот период.

### 1.3.2. Јавна потрошувачка



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

Во третиот квартал на 2017 година, **јавната потрошувачка забележа квартален пад од 2,3% и реален годишен пад од 3,6%**. Пониската јавна потрошувачка се објаснува главно со пониските расходи за стоки и услуги. Мало надолно приспособување се забележува и кај трошоците за плати на вработените во јавниот сектор, додека трансферите за здравствена заштита<sup>20</sup> бележат раст.

Податоците за октомври и ноември 2017 година упатуваат на годишен пад на јавната потрошувачка во четвртиот квартал главно заради послабите остварувања кај расходите за стоки и услуги.

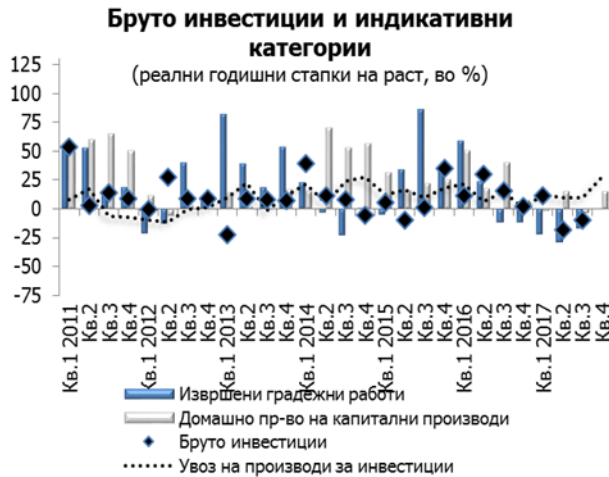
### 1.3.3. Инвестициска потрошувачка

**По релативно силниот пад во претходниот квартал, во третиот квартал на 2017 година се забележува мало подобрување кај инвестициската потрошувачка.** Така, во третиот квартал

<sup>18</sup> Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ, јануари 2018 година.

<sup>19</sup> Анкета на Европската комисија за потрошувачкиот оптимизам заклучно со септември 2017 година.

<sup>20</sup> Погolem дел од овие средства се однесуваат на расходите за стоки и услуги.



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



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

бруто-инвестициите бележат квартален раст од 6,0% (наспроти кварталниот пад од близу 20% во претходниот квартал), што пак доведе и до забавување на годишниот пад на 9,4% (годишен пад од околу 18,6% во вториот квартал). Ваквото поместување кај бруто-инвестициите соодветствува со промените во градежниот сектор каде што, гледано според динамиката, исто така се забележуваат поволни придвижувања. Имено, во третиот квартал значително забави годишниот пад на вредноста на извршените градежни работи, а забавување на падот има и кај додадената вредност во секторот. Сепак, општо гледано, на годишна основа, најголем дел од високофреквентните показатели за движењето на бруто-инвестициите се наоѓаат во зоната на негативни промени. Така, покрај пониската вредност на извршените градежни работи, пад е забележан и кај државните капитални инвестиции, директните инвестиции и кај домашното производство на капитални производи. Дополнително е намалена и кредитната поддршка на претпријатијата, односно долгорочното кредитирање на претпријатијата бележи мал пад, втор квартал по ред.

**Во однос на движењето на бруто-инвестициите во последниот квартал, расположливите високофреквентни податоци упатуваат на движења во различни насоки.** Така, падот на градежната активност продолжува и во октомври, а годишен пад е забележан и кај државните капитални инвестиции. Од друга страна, очекувањата на раководителите во поглед на вкупните порачки и бројот на вработени во градежниот сектор за наредниот тримесечен период се поповолни, гледано на годишна основа. Од останатите показатели, раст бележи увозот на производи за инвестиции, домашното производство на капитални производи и странските директни инвестиции. Исто така, условите за финансирање се поповолни при мал раст на долгорочното кредитирање на претпријатијата којшто следува по два квартала намалување. Ова е во согласност и со анкетните оценки на банките за зголемена побарувачка на корпоративните кредити, при олеснети услови за одобрување за овој период.<sup>21</sup>

<sup>21</sup> Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ, јануари 2018 година.



### 1.3.4. Нето извозна побарувачка

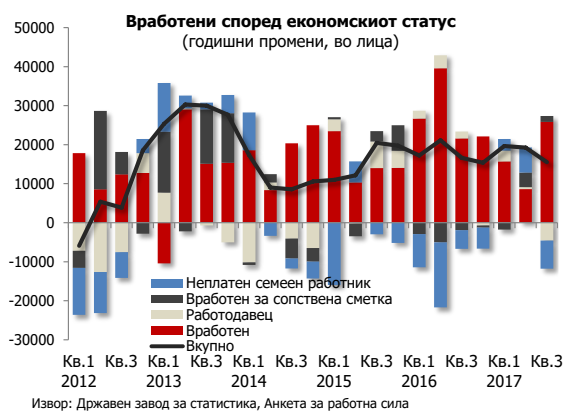
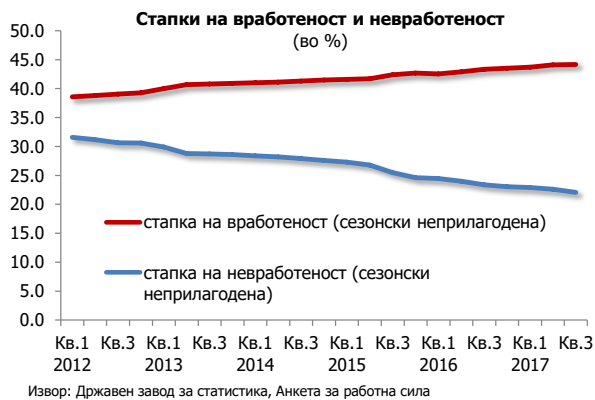


Во третиот квартал на 2017 година, нето-извозот имаше позитивен придонес кон економскиот раст, при повисок годишен раст на извозот од увозот на стоки и услуги. Реалниот извоз на стоки и услуги забележа мал квартален раст од 0,2% и реален годишен раст од 5,5%. Ваквото движење на реалната годишна стапка на раст на извозот претставува мало забавување на неговиот раст во однос на претходниот квартал, но и во овој квартал тој е компонента со највисок позитивен придонес кон растот на БДП. Анализирани според високофреквентната надворешнотрговска статистика, порастот на номиналниот извоз во најголем дел се поврзува со позитивниот придонес од новите индустриски капацитети ориентирани кон извоз, а позитивен е и придонесот на извозот на руди и енергија. Од друга страна, извозот кај дел од традиционалните сектори забележа умерено намалување (понизок извоз на метали, текстил и храна). Динамиката на извозот и домашната побарувачка се одразија и врз увозот на стоки и услуги чиј раст исто така забави во третиот квартал од годината (годишен раст од 2,1% и квартален раст од 1,8%). **Во четвртиот квартал на 2017 година се очекува проширување на трговскиот дефицит**, на што упатуваат номиналните податоци за надворешнотрговската размена за октомври-ноември 2017 година, во услови на повисок раст на увозот од извозот на стоки.

## 1.4. Вработеност и плати

**Показателите за пазарот на труд во третиот квартал упатуваат на натамошни подобрувања на овој пазарен сегмент. Така, бројот на вработени лица, се зголемува и во третиот квартал од 2017 година, но малку побавно. Оваа тенденција е присутна веќе подолг период во континуитет. Истовремено, стапката на невработеност се сведе на 22,1%, што претставува нов историски минимум. Анкетите за деловните тенденции посочуваат на зајакнат оптимизам во поглед на вработеноста во наредниот тримесечен период. На страната на понудата, продолжи годишниот раст на активното население, што започна во последното тримесечје од претходната година. Од друга страна, показателите за конкурентноста и понатаму упатуваат на неповолни поместувања. Така, забележан е годишен пад на продуктивноста на трудот и раст на трошоците за труд по единица производ, но со помала сила во споредба со претходното тримесечје.**





**Растот на вработеноста продолжи и во третиот квартал од 2017 година, но малку послабо.** Така, бројот на вработени лица се зголеми за 2,1%, на годишна основа, додека на квартална основа, за првпат по три години, е забележан мал пад од 0,3%<sup>22</sup>. Нагорно поместување на бројот на вработени лица, на годишна основа, е забележано во поголем дел од дејностите, при што највисок индивидуален придонес кон растот на вкупната вработеност имаат преработувачката индустрија и „транспортот и складирањето“. Како дејности пак со посилен пад на вработеноста се издвојуваат „снабдувањето со електрична енергија и водоснабдувањето“ и „земјоделството“. Во поглед на економскиот статус<sup>23</sup>, како и во претходниот квартал, најмногу вработувања има во категоријата „вработени лица“.

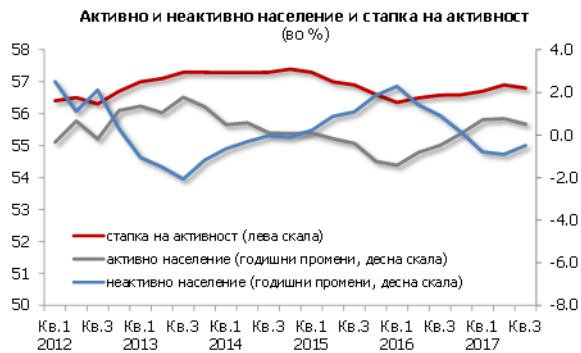
**Стапката на вработеност во третиот квартал на 2017 година изнесува 44,2%,** што претставува годишно зголемување од 0,8 п.п. Истовремено, **агрегираните сигнали од анкетите за деловните тенденции<sup>24</sup> упатуваат на зајакнат оптимизам** кај раководителите на деловните субјекти во поглед на вработеноста за наредниот тримесечен период. Во третиот квартал **стапката на слободни работни места<sup>25</sup> изнесува 1,52%** (1,27% во истото тримесечје од 2016 година). И покрај малите поместувања во нагорна или надолна насока, анализирано на подолгорочна основа, стапката на слободни работни места е релативно стабилна (особено од 2014 година наваму), што, во услови на постојано намалување на стапката на невработеност, упатува на

<sup>22</sup> Анализата на кварталната динамика на вработеноста, невработеноста и на вкупното активно население е направена врз основа на сезонски приспособените податоци.

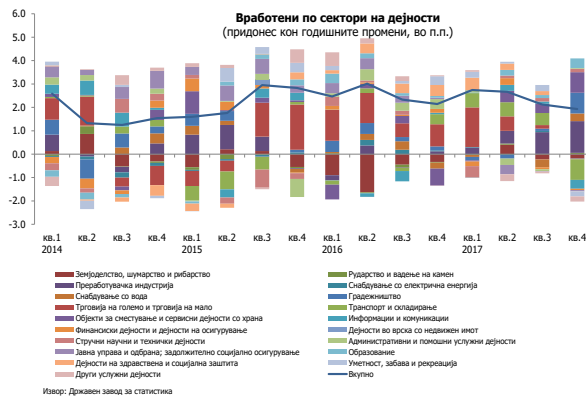
<sup>23</sup> Класификацијата според економскиот статус се однесува на следниве групи: **работодавци** – лица коишто управуваат со сопствен деловен субјект или се сопственици коишто работат во сопствен дуќан, или се сопственици на свој земјоделски имот и вработуваат други лица; **вработени** – лица коишто 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>24</sup> Извор: Државен завод за статистика, анкети за деловните тенденции во преработувачката индустрија (ноември 2017 година), градежништвото (трет квартал на 2017 година) и во трговијата (трет квартал на 2017 година).

<sup>25</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. Вака дефинирана, стапката на слободни работни места ја покажува непокриената побарувачка на труд и како таква е показател за ефикасноста на пазарот на трудот давајќи сигнали за потенцијалните несовапања помеѓу побаруваните профили и оние кои се расположливи на пазарот на труд во даден момент (англ. skill mismatches). Сепак, овој показател не би требало да се анализира изолирано, туку при неговата интерпретација значајни се и поместувањата кај стапката на невработеност (релација позната под името Беверицова крива).



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



Извор: Државен завод за статистика



Извор: Државен завод за статистика.

подобро ефикасност на пазарот на трудот. Набљудувано споредбено, по сектори на дејности, највисока стапка на слободни работни места е забележана кај објектите за сместување и сервисните дејности со храна (3,15%), како и кај административните и помошните услужни дејности (2,94%).

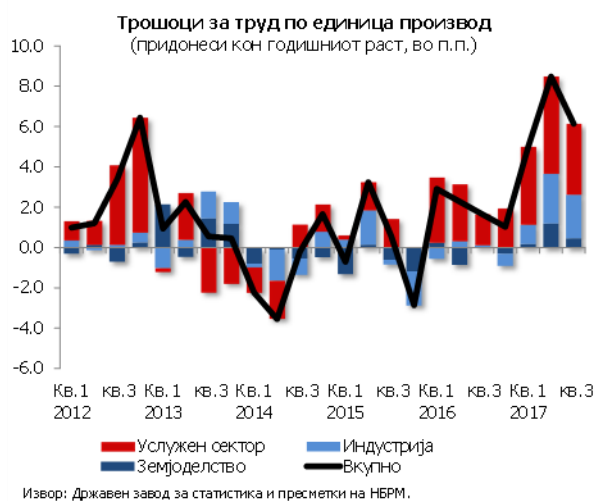
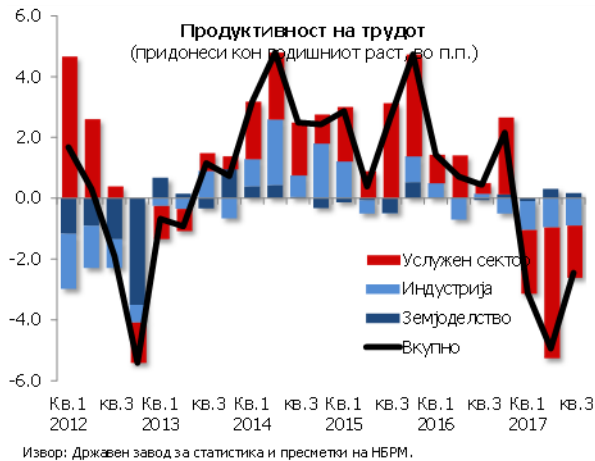
**Што се однесува до поместувањата на страната на понудата на работна сила, во третиот квартал продолжи умерениот раст забележан уште во последниот квартал од 2016 година.** Така, вкупното активно население во третиот квартал се зголеми за 0,5%, на годишна основа, додека стапката на активност изнесуваше 56,8%.

**Посилниот раст на побарувачката во однос на понудата за работна сила во третиот квартал од годината доведе до натамошен пад на невработеноста.** Така, бројот на невработени лица во третиот квартал се намали за 4,8% на годишна основа, што претставува малку послаба динамика во споредба со претходниот квартал, додека стапката на невработеност се сведе на нивото од 22,1% (годишен и квартален пад од 1,3 п.п. и 0,5 п.п., соодветно).

**Просечните исплатени плати во третиот квартал забележаа годишен раст од 3% и 2,9% (нето и бруто-плати соодветно), умерено забрзување на годишната динамика, што во дел се должи и на септемврскиот раст на законски утврдената минимална нето-плата<sup>26</sup>.** Раст на платите е забележан кај најголем дел од секторите на дејности, меѓу кои според висината на зголемувањето се издвојуваат „рударството“, „уметност, забава и рекреација“, како и „објекти за сместување и сервисни дејности со храна“. На квартална основа, пак, номиналните нето и бруто-плати бележат раст од околу 0,6% и 0,7%, соодветно, што е послабо во однос на претходниот тримесечен период. **Во третиот квартал, во услови на забрзан раст на потрошувачките цени, зголемувањето на реалниот годишен раст на платите (раст од 1,4% и 1,3%, кај нето и бруто-платите, соодветно, наспроти раст од 1% и кај двете категории во претходното тримесечје) во**

<sup>26</sup> На 19 септември 2017 година Собранието на Република Македонија ги изгласа измените и дополнувањата на Законот за минималната плата на Република Македонија. Согласно со измените и дополнувањата, минималната плата во Република Македонија почнувајќи со исплатата на платата за септември 2017 година, за сите сектори во стопанството се утврди на бруто-износ од 17.300 денари, односно 12.000 денари нето.





целост се поврзува со растот на номиналните плати.

Во третиот квартал на 2017 година, продуктивноста на трудот<sup>27</sup> бележи пад на годишна основа, но послабо од остварениот во второто тримесечје. Негативните остварувања присутни од почетокот на годината доаѓаат по подолг период на одржување на овој показател во зоната на позитивни годишни промени. Притоа, годишниот пад на продуктивноста од 2,5% во третиот квартал, како и од почетокот на годината, се поврзува со услужниот сектор и индустријата, каде што е забележан раст на вработените и пад кај додадената вредност. **Благото забрзување на растот на платите, при поголемо забавување на падот на продуктивноста, услови раст кај трошоците за труд по единица производ, но малку побавен, коешто на годишна основа се сведе на 6,1%.** Притоа, најголем е придонесот од растот на трошоците за труд по единица производ во услужниот сектор, по што следуваат нешто помалиот придонес од индустријата, како и придонесот од земјоделството.

## 1.5. Инфлација

**Во четвртиот квартал од годината дојде до забрзување на годишниот раст на домашните цени од 1,6% во третиот на 2,2% во четвртиот квартал, при зајакнување на растот на цените кај сите клучни категории (храната, енергијата и базичната инфлација). За целата 2017 година стапката на инфлација изнесуваше 1,4%, во најголем дел како резултат на поместувањата кај базичната компонента, во услови на неутрален придонес од прехранбената и минимален позитивен придонес од енергетската компонента. Во однос на идната динамика на потрошувачките цени, тековните поместувања кај увезената инфлација и производствените цени на домашните производители не упатуваат на позначајни нагорни притисоци преку овие канали. Од друга страна, можен ризик во поглед на идното движење на потрошувачките цени е растот на трошоците за труд, којшто е присутен речиси две години во континуитет и може да се прелее врз**

<sup>27</sup> Вкупната продуктивност се пресметува како пондериран збир на пресметаната продуктивност на ниво на индивидуален сектор. Во рамките на секој сектор, продуктивноста се пресметува како сооднос помеѓу додадената вредност во тој сектор и бројот на вработени лица.



**финалните цени. Во поглед на очекувањата за идниот раст на цените, економските аналитичари очекуваат умерени стапки на инфлација и патека на постепено зајакнување на растот во наредниот двегодишен период – поместување кое соодветствува со проекцијата на НБРМ и предвидувањата на дел од меѓународните институции.**

### 1.5.1. Тековна инфлација



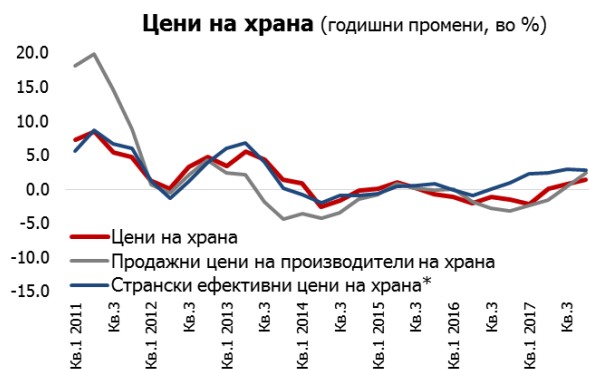
Во четвртиот квартал од 2017 година, растот на домашните потрошувачки цени и натаму забрзува (годишна стапка на инфлација од 2,2% наспроти 1,6% во третиот квартал)<sup>28</sup>, во најголем дел под влијание на цените на храната (чиј раст забрза во овој квартал) и цените на енергијата (забележан раст наспроти малиот пад во претходниот квартал). Малку попозитивен придонес има и базичната инфлација, којашто во последното тримесечје од годината е малку повисока од претходниот квартал.

Годишната стапка на базичната инфлација во четвртиот квартал изнесуваше 2,9% (наспроти 2,7% во претходниот квартал), при што растот во голема мера ги одразува нагорните приспособувања кај цените на воздушниот сообраќај, а позабележителен раст беше измерен и кај цените на тутунот, комуникациите и угостителските услуги и сместувањето. Посилен раст бележат и останатите подиндекси на инфлацијата коишто ги исклучуваат најпроменливите цени. Така, вкупниот индекс со исклучени енергија<sup>29</sup>, течни горива и мазива и необработена храна има годишен раст од 2,3% (1,6% во третиот квартал), додека вкупниот индекс со исклучени енергија, течни горива и мазива, необработена храна, тутун и алкохолни пијалаци упатува на годишен раст од 2% (1,4% во третиот квартал).

Во четвртиот квартал од годината се забележува позначително зголемување на цените на храната, одразувајќи ги повисоките цени на овошјето и на месото. Растот на потрошувачките цени на храната е во согласност и со динамиката на странските ефективни цени на храната, како и со поместувањата на цените на домашните

	(годишни промени, во %)				(привнеси или годишните промени, во п.п.)							
	2016	2017			2016	2017						
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4				
Индекс на потрошувачки цени - вкупно	-0,2	0,5	1,2	1,6	2,2	1,4	-0,2	0,5	1,2	1,6	2,2	1,4
Храна	-1,4	-2,1	0,1	0,7	1,4	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,3	0,5	0,0
Цени на енергија	-2,7	3,4	0,8	-0,1	1,5	1,4	-0,4	0,5	0,1	0,0	0,2	0,2
Електрична енергија	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Централно греење	-15,3	-10,8	-10,8	-5,5	-2,5	-7,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Течни горива и мазива	-7,7	-6,4	5,5	0,4	5,0	6,7	-0,3	0,6	0,2	0,0	0,2	0,2
Храна и енергија (волуменски цени)	-1,8	-0,7	0,3	0,5	1,4	0,4	-0,9	-0,3	0,1	0,3	0,7	0,2
Базична инфлација пресметана од НБРМ (волумен индекс - храна и енергија (категории 01.1, 04.5, 07.2.2))	1,3	1,6	2,2	2,7	2,9	2,3	0,6	0,8	1,0	1,3	1,4	1,1
Вкупен индекс со исклучени енергија, течни горива и мазива и непроцесуванa храна (ДЗС)	0,9	0,8	1,3	1,6	2,3	1,5						
Вкупен индекс со исклучени енергија, течни горива и мазива, непроцесуванa храна, тутун и алкохолни пијалаци (ДЗС)	0,7	0,5	1,0	1,4	2,0	1,2						

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.



\*Ефективните странски цени на храна се добиени како пондерирани збир од цените на храната во земјите што се најзначајни трговски партнери на РМ.

Извор: ДЗС, Еуростат и пресметки на НБРМ.

<sup>28</sup> На квартална основа потрошувачките цени се повисоки за 0,1% (сезонски неприспособена стапка) и за 0,5% (сезонски приспособена стапка).

<sup>29</sup> Категоријата „енергија“ се однесува на електричната енергија и нафтените деривати.



производители на храна. Исто така, наспроти малиот пад на цените во претходниот квартал, во четвртиот квартал **цените на енергијата** исто така растат, што главно се објаснува со повисоките цени на нафтените деривати. Ваквото поместување на домашните потрошувачки цени на енергијата е во склад со движењето на цената на суровата нафта и дериватите на светскиот пазар, чиј раст забрза позначително во текот на кварталот.

**Цените на производителите на индустриски производи на домашниот пазар**, како еден од факторите коишто влијаат врз динамиката на потрошувачките цени, во четвртиот квартал<sup>30</sup> бележат годишен раст. Имено, вкупниот индекс се зголеми за 1,3%, додека производствените цени на енергијата и производите за широка потрошувачка пораснаа за 0,4%. И покрај тоа што ваквото поместување претставува забрзување на растот во споредба со претходниот квартал, сепак имајќи ги предвид историските податоци, сè уште е тешко да се утврди дали ќе продолжи ова движење или, пак, поместувањето е само привремено. Исто така, станува збор за умерен раст на цените, па во наредниот период не се очекуваат позначителни притисоци врз вкупните потрошувачки цени преку овој канал.

**Странската ефективна инфлација<sup>31</sup>**, како показател за увезената инфлација, во четвртиот квартал е речиси непроменета (годишен раст од 1,9%, наспроти 2% во третиот квартал).

Наспроти отсуството на потенцијални притисоци врз домашните цени преку каналот на странските цени и цените на производителите, во третиот квартал на 2017 година **трошоците за труд по единица производ** и натаму се зголемуваат, иако растот е малку понизок во споредба со вториот квартал (6,1% во третиот квартал, наспроти 8,5% во вториот квартал од годината). Со оглед на оцените за мал позитивен

<sup>30</sup> Анализата се однесува на првите два месеца од кварталот.

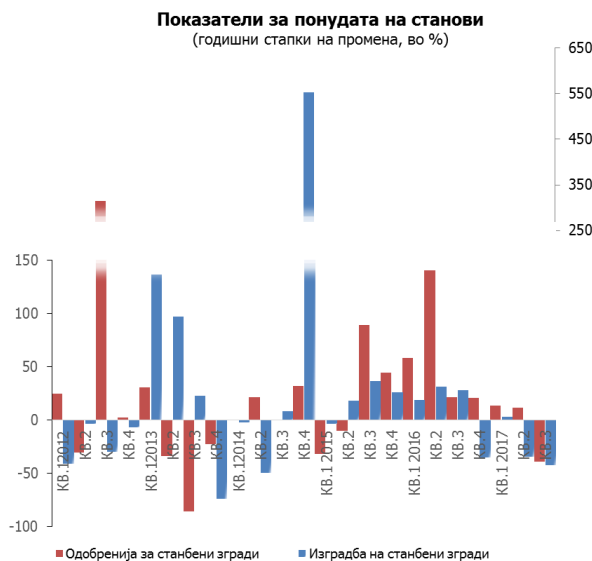
<sup>31</sup> Пресметката на странската ефективна инфлација е изведена од пондерираниот збир на индексите на потрошувачките цени на земјите, најзначајни партнери на Република Македонија во доменот на увозот на стоки за широка потрошувачка. Пондерациската структура се заснова врз нормализираните учества 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.



производствен јаз<sup>32</sup>, продолжениот раст на трошоците за работна сила би можел да придонесе за зголемување на цените на финалните производи во наредниот период.



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



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

**Во четвртиот квартал од годината цените на становите, мерени преку хедонички индекс<sup>33</sup>, забележаа годишен раст (3,5%) за првпат по период од шест квартали последователен пад.** И покрај нагорното поместување, кај понудата и побарувачката за станови не се забележуваат позначајни промени коишто би можеле да го објаснат ова поместување. Така, по значителното зголемување на понудата на изградени станови (висок раст на изградбата на станбени згради и издадените одобрености за градба) во претходните три години, во текот на 2017 година се забележува значително забавување на прирастот на нови станови (значителен збирен пад во првите три квартали од годината на изградбата на станбени згради и издадените одобрености за градба). Имено, показателите за понудата на недвижности и натаму упатуваат на потенцијално стабилизирање на растот на понудата на недвижности (значителен пад на изградбата на станбени згради и бројот на издадените одобрености за изградба на станбени згради во првите три квартали од годината). На страната на побарувачката и во четвртиот<sup>34</sup> квартал на 2017 година продолжи солидниот раст на станбените кредити.

### 1.5.2. Инфлациски очекувања

Во наредниот период не се очекуваат позначајни промени во динамиката и

<sup>32</sup> Според оцените на НБРМ домашното производство е над потенцијалното ниво (позитивен производствен јаз) од втората половина на 2015 година (исклучок е првата половина на 2017 година), како и во целиот период на проекција (до 2019 година). Сепак, се оценува дека позитивниот производствен јаз во целиот период е релативно мал и стабилен.

<sup>33</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.

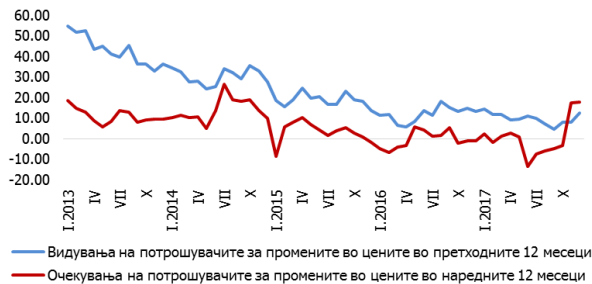
<sup>34</sup> Расположливи податоци за првите два месеца од кварталот.



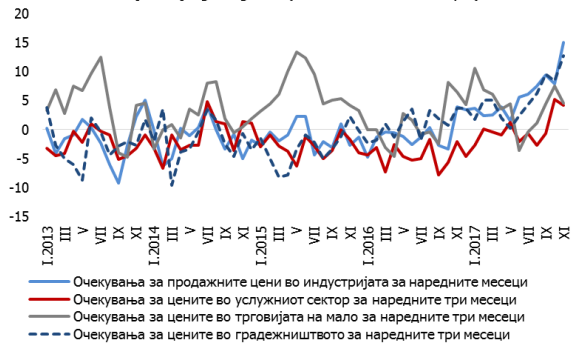
## Проекции и очекувања за стапката на инфлација

	2017	2018	2019
Економски аналитичари	1.4	1.8	2.0
ММФ	0.3	2.6	1.9
Консенсус форкаст	1.3	1.8	-
Министерство за финансии на Р.Македонија	1.0	1.5	1.7
Народна банка на Р. Македонија	1.3	2.0	2.0

Извор: Анкета за инфлациските очекувања и очекувањата за движењето на реалниот БДП, декември 2018 година; ММФ, Светски економски преглед, декември 2018; Консенсус Форкаст, октомври 2017; Министерство за финансии, Ребаланс на Буџет на РМ за 2017 година и Фискална стратегија 2017-2019 година, јули 2017/октомври 2016 година; Народна банка на Република Македонија, октомври 2017 година.

Инфлациски очекувања на потрошувачите  
(биланси на одговори)

Извор: Европска комисија

Инфлациски очекувања на раководителите на  
претпријатијата (биланси на одговори)

Извор: Европска комисија

патеката на движење на стапката на инфлација.

Економските аналитичари очекуваат умерена инфлација којашто би следела патека на благо забрзување во наредниот двегодишен период. Согласно со истражувањето од **Анкетата за инфлациските очекувања и очекувањата за движењето на реалниот БДП**<sup>35</sup> спроведено во декември, економските аналитичари очекуваат дека инфлацијата во 2017 година ќе изнесува 1,4%. Во текот на наредните две години, според економските аналитичари, стапката на инфлација постепено ќе забрза и ќе достигне 1,8% во 2018 година и на 2% во 2019 година. Слична динамика на цените во домашната економија предвидуваат и други институции.

Кога станува збор за краткорочните очекувања на потрошувачите и раководителите на компаниите (период до 12 месеци), во поглед на движењето на цените, анкетните истражувања упатуваат на поместувања во слична насока.

Во четвртиот квартал од годината, по два квартала во негативната зона, показателот **„очекувања на потрошувачите за промените во цените во наредните 12 месеци“**<sup>36</sup> премина во позитивната зона. Ваквата поставеност упатува на малку поголем број на лица коишто сметаат дека цените во наредниот 12-месечен период ќе се зголемат, во однос на бројот на испитаници кои очекуваат непроменети или намалени цени. Во поглед на поместувањата кај цените во претходните 12 месеци, најголем дел од испитаниците оценуваат дека цените растеле што соодветствува со измерената стапка на инфлација за периодот (просечната годишна стапка на инфлација за изминатите 12 месеци изнесува 1,4%).

Што се однесува на **краткорочните очекувања на корпоративниот сектор**<sup>37</sup>, раководителите на претпријатијата во индустријата, градежништвото, трговијата на

<sup>35</sup> Почнувајќи од октомври 2017 година НБРМ направи промена во досегашното анкетно истражување „Анкета за инфлациските очекувања“. Новото анкетно истражување „Анкета за инфлациските очекувања и очекувањата за движењето на реалниот БДП“ се спроведува на примерок на економски аналитичари, а проширен е и предметот на Анкетата, согласно со практиката на Европската централна банка (ЕЦБ).

<sup>36</sup> Анкета на Европската комисија за потрошувачкиот оптимизам заклучно со декември 2017 година.

<sup>37</sup> Анкети за деловни тенденции на Европската комисија во индустријата, трговијата на мало, градежништвото и во услужниот сектор заклучно со ноември 2017 година.



мало и услужниот сектор очекуваат раст на цените во наредните неколку месеци.

## 1.6. Биланс на плаќања<sup>38</sup>

*Соодветно на вообичаената сезонска динамика, во третото тримесечје од 2017 година, салдото на тековната сметка забележа суфицит. На годишна основа, суфицитот во тековната сметка се зголеми, во најголема мера под влијание на повољните поместувања во салдото во размената со стоки и услуги. Повољни поместувања во тековната сметка се видливи и на збирна основа во текот на првите три квартали од годината, со забележан помал дефицит во тековната сметка во споредба со истиот период од претходната година. Ваквото повољно поместување главно произлегува од намалувањето на дефицитот во размената со стоки и услуги, додека кај останатите компоненти немаше поголеми промени. Во финансиската сметка, во текот на третиот квартал беа остварени одливи на нето-основа, во најголем дел како последица на понатамошните нето-одливи кај валутите и депозитите. Воедно, позначителни нето-одливи во овој период предизвикаа и долгорочните финансиски заеми, директните инвестиции и портфолио-инвестициите. Негативен биланс во финансиската сметка е остварен и на збирна основа за трите квартали, како резултат на нето-одливите кај валутите и депозитите, но и кај државата, заради нето-раздолжувањето, наспроти високото нето- задолжување во претходната година. Од друга страна, трговските кредити и странските директни инвестиции, на збирна основа делуваа позитивно врз финансиската сметка. Со оглед на овие движења кај поединечните компоненти на билансот на плаќања, во третото тримесечје, како и на збирна основа од почетокот на годината, девизните резерви забележаа намалување.*

<sup>38</sup> Започнувајќи од Кварталниот извештај октомври 2014 година, анализата на движењата во билансот на плаќања се заснова врз податоци составени согласно со *Прирачникот за платниот биланс и меѓународната инвестициска позиција, шесто издание (ММФ, 2009 година) (ММФ, 1993 година)*. Подетални информации за методолошките промени се достапни на интернет-страницата на НБРМ ([http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika\\_Informacija\\_za\\_promenite\\_vo\\_platniot\\_bilans\\_megunarodnata\\_investiciska\\_pozicija\\_i\\_nadvoresniot\\_dolq\\_koisto\\_proizleguvaat\\_od\\_primenata\\_na\\_novite\\_megunarodni\\_statisticki\\_standardi.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika_Informacija_za_promenite_vo_platniot_bilans_megunarodnata_investiciska_pozicija_i_nadvoresniot_dolq_koisto_proizleguvaat_od_primenata_na_novite_megunarodni_statisticki_standardi.pdf)).

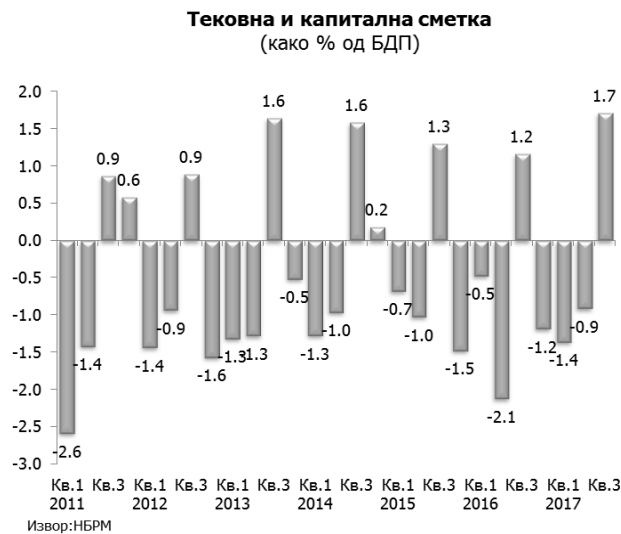




	2016				2017				2016				2017			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	I-IX	Кв.1	Кв.2	Кв.3	I-IX	Кв.1	Кв.2	Кв.3	I-IX	Кв.1	Кв.2	Кв.3	I-IX
	во милиони евра								% од БДП							
<b>I. Тековна сметка</b>	<b>-48.2</b>	<b>-209.4</b>	<b>108.1</b>	<b>-149.5</b>	<b>-140.1</b>	<b>-95.5</b>	<b>174.9</b>	<b>-60.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>-2.2</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.6</b>
<b>Стоки и услуги, нето</b>	<b>-295.4</b>	<b>-439.0</b>	<b>-282.8</b>	<b>-101.7</b>	<b>-360.6</b>	<b>-372.4</b>	<b>-229.2</b>	<b>-962.1</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.5</b>	<b>-2.9</b>	<b>-10.5</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-9.4</b>
Извоз	1109.0	1155.5	1334.6	3599.0	1256.1	1355.5	1455.5	4067.1	11.4	11.9	13.7	37.0	12.3	13.3	14.3	39.8
Увоз	1404.4	1594.5	1617.4	4616.3	1616.7	1727.9	1684.6	5029.2	14.4	16.4	16.6	47.5	15.8	16.9	16.5	49.2
Стоки, нето	-404.3	-508.0	-414.6	-1326.9	-462.6	-418.4	-412.0	-1293.0	-4.2	-5.2	-4.3	-13.6	-4.5	-4.1	-4.0	-12.7
Услуги, нето	108.9	69.0	131.8	309.7	102.0	46.0	182.9	330.9	1.1	0.7	1.4	3.2	1.0	0.5	1.8	3.2
<b>Примарен доход, нето</b>	<b>-97.2</b>	<b>-94.1</b>	<b>-95.5</b>	<b>-286.9</b>	<b>-103.1</b>	<b>-105.9</b>	<b>-105.1</b>	<b>-314.1</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>-3.1</b>
<b>Секундарен доход, нето</b>	<b>344.4</b>	<b>323.8</b>	<b>486.4</b>	<b>1154.6</b>	<b>323.6</b>	<b>382.8</b>	<b>509.2</b>	<b>1215.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>5.0</b>	<b>11.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.7</b>	<b>5.0</b>	<b>11.9</b>
<b>II. Капитална сметка</b>	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>	<b>5.2</b>	<b>10.5</b>	<b>1.1</b>	<b>2.3</b>	<b>0.0</b>	<b>3.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Нето-кредитирање (+) / нето-задолжување (-) (збирна ставка од тековната и капиталната сметка)	-45.9	-206.4	113.3	-139.0	-139.0	-93.2	175.0	-57.2	-0.5	-2.1	1.2	-1.4	-1.4	-0.9	1.7	-0.6
<b>III. Финансиска сметка</b>	<b>-69.7</b>	<b>-78.0</b>	<b>-455.0</b>	<b>-602.7</b>	<b>-65.7</b>	<b>-47.1</b>	<b>269.8</b>	<b>157.1</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-4.7</b>	<b>-6.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>2.6</b>	<b>1.5</b>
Директни инвестиции	-129.3	-41.4	-20.1	-190.8	-111.6	10.8	50.2	-50.6	-1.3	-0.4	-0.2	-2.0	-1.1	0.1	0.5	-0.5
Портфолио инвестиции	6.7	-6.0	-432.4	-431.7	-20.3	5.9	39.6	25.2	0.1	-0.1	-4.4	-4.4	-0.2	0.1	0.4	0.2
Валутни и депозити	59.7	46.4	46.4	152.4	34.5	19.8	158.2	212.5	0.6	0.5	0.5	1.6	0.3	0.2	1.5	2.1
Заеми	-55.7	-32.7	-37.4	-125.8	28.5	-25.0	43.6	47.1	-0.6	-0.3	-0.4	-1.3	0.3	-0.2	0.4	0.5
Трговски кредити и аванси	49.0	-44.3	-11.5	-6.8	3.1	-58.6	-21.8	-77.2	0.5	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	-0.6	-0.2	-0.8
Останати сметки за наплата/плаќање	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	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	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>IV. Нето-грешки и пропусти</b>	<b>-10.3</b>	<b>-4.4</b>	<b>-10.2</b>	<b>-25.0</b>	<b>6.8</b>	<b>-15.5</b>	<b>-5.8</b>	<b>-14.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
<b>V. Девизни резерви</b>	<b>13.5</b>	<b>-132.9</b>	<b>558.9</b>	<b>439.5</b>	<b>-66.5</b>	<b>-61.3</b>	<b>-100.6</b>	<b>-228.4</b>	<b>0.1</b>	<b>-1.4</b>	<b>5.7</b>	<b>4.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.0</b>	<b>-2.2</b>

Извор: НБРМ.

### 1.6.1. Тековна сметка и капитална сметка



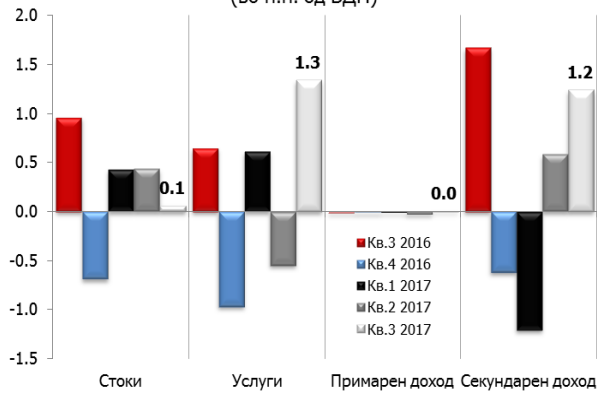
Во третото тримесечје од 2017 година, тековната сметка на билансот на плаќања оствари суфицит од 174,9 милиони евра, или 1,7% од БДП<sup>39</sup>, што претставува подобрување за 2,6 п.п. од БДП во однос на претходниот квартал, кога салдото на тековната сметка забележа дефицит (од 0,9% од БДП). Позитивната квартална промена во најголема мера ги одразува зголемените суфицити во размената со услугите и повисоките нето-приливи врз основа на секундарен доход. Поволните квартални движења кај услугите се распределени помеѓу повеќе категории, а во најголема мера ги одразуваат добрите остварувања кај производните услуги за доработка, патувањата и интелектуалните услуги. Кварталните промени кај секундарниот доход произлегуваат од повисоките нето-приливи од приватни трансфери, поточно од растот на откупената странска ефективна на менувачкиот пазар којашто се користи како показател за приватните трансфери во готовина, што претставува карактеристично сезонско движење. Мал позитивен придонес кон кварталното подобрување на тековната сметка имаше и салдото на стоки, додека кај примарниот доход не дојде до промени на квартална основа.

<sup>39</sup> За пресметките се користи проектираниот износ на номиналниот БДП.



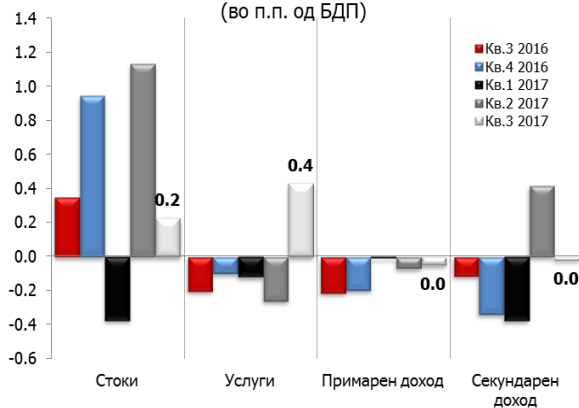


**Придонес на одделните компоненти на тековната сметка во кварталната промена**  
(во п.п. од БДП)



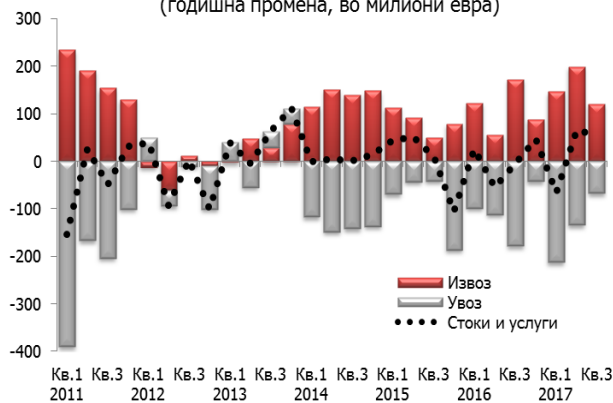
Извор:НБРМ

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



Извор:НБРМ

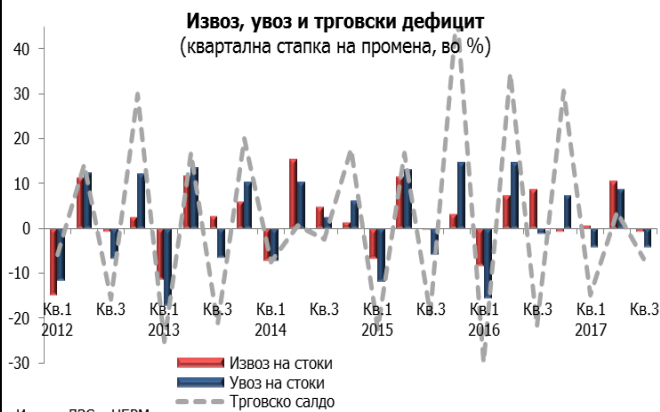
**Салдо на стоки и услуги**  
(годишна промена, во милиони евра)



\* Позитивната промена кај увозот, значи намалување на истиот.  
Извор: НБРМ.

Годишната анализа на тековната сметка укажува на повисок суфицит во третиот квартал од 2017 година за 0,6 п.п. од БДП. Гледано преку релативните показатели, подобрувањето на тековната сметка е резултат на поволните остварувања кај салдото на стоки и услуги, додека примарниот и секундарниот доход не забележаа позначителни промени на годишна основа. Зголемениот суфицит на услугите (за 0,4 п.п. од БДП), како движечки фактор на годишната промена, во најголем дел се должи на остварените поволни промени кај салдата на градежни услуги, патувања, надоместоци за интелектуална сопственост и на други деловни услуги. Трговскиот дефицит се намали за 0,2 п.п. од БДП на годишна основа, во услови на посилен раст на извозот во однос на увозот на стоки.

На збирна основа, во првите девет месеци од годината е забележано подобрување на тековната сметка за 0,9 п.п. од БДП во споредба со истиот период претходната година, под влијание на поволните поместувања кај салдото на стоки и услуги, во услови на непроменет секундарен доход и мало влошување, односно повисоки нето-одливи кај примарниот доход.

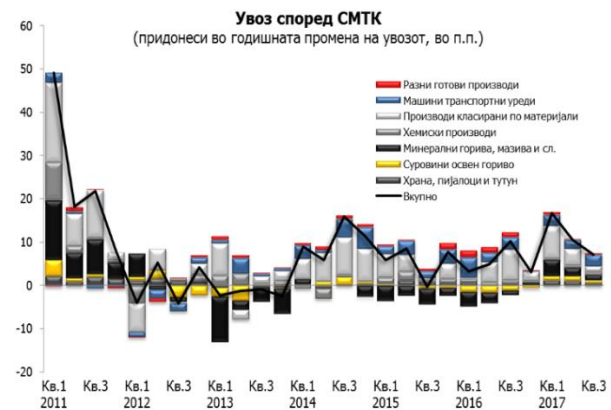
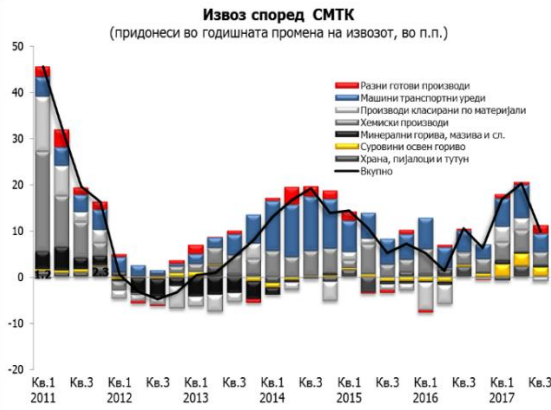
**Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК)<sup>40</sup>**

Надворешнотрговската размена во третиот квартал од 2017 година изнесуваше 2.911,8 милиони евра, или 28,5% од БДП. Во споредба со третиот квартал од претходната година, забележано е зголемување за 8,3%, при истовремен пораст на двете составни компоненти. Во третото тримесечје, извозот на стоки забележа раст од 10%, што претставува забавување во однос на динамиката во претходните два квартала, но и трет последователен квартал со двоцифрена стапка на раст на извозот. Добрите извозни резултати во најголем дел произлегуваат од новите капацитети

ориентирани кон извоз, чијашто извозна активност и натаму расте и во третиот квартал од 2017 година. Солиден придонес кон извозниот раст забележаа и извозот на мебел и метална руда, како и извозот на енергија (електрична енергија). Од друга страна, извозот на железо и челик во третиот квартал забележа намалување, што во најголем дел се должи на специфични фактори<sup>41</sup>. Притоа, падот на извозот на металопреработувачкиот сектор е резултат на намалените извезени количини, а во услови на стабилни извозни цени. Во третиот квартал од 2017 година увозот на стоки се зголеми за 7,1% на годишна основа, што претставува умерено забавување на растот во однос на првите два квартала од 2017 година (16,7% во првиот и 10,5% во вториот квартал). Движечки фактори за растот се увозот на опрема и машини и сировини за дел од новите странски компании во економијата, како и енергетскиот увоз. Зголемеиот увоз на енергенти се должи на растот на увозот на нафта и производи од нафта, увозот на гас, а делумно и на повисокиот увоз на електрична енергија. Притоа, годишниот раст на увозот на нафта во целост го одразува ценовниот ефект, како резултат на порастот на цената на нафтата на светските берзи, при умерено намалени увезени количини. Истовремено, позначителен позитивен придонес кон увозниот раст имаше и увозот на храна, текстил и метална руда. Годишните промени на двете компоненти на надворешнотрговската размена доведоа до умерено стеснување на дефицитот во размената со стоки за 1,4%. Ваквата промена произлезе од стеснувањето на неенергетското салдо, а во услови на умерено проширување на енергетското салдо.

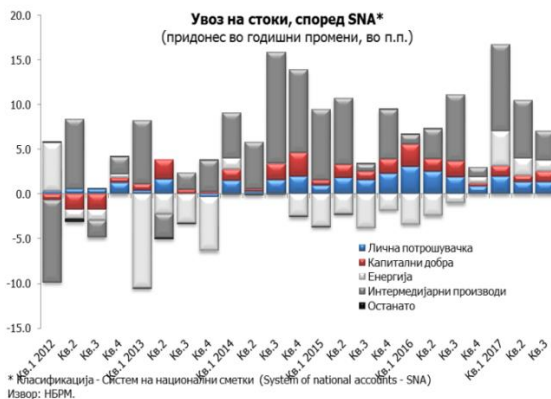
<sup>40</sup> Според Методологијата за надворешнотрговска размена, податоците за извозот на стоки се објавуваат на ф.о.б., а за увозот на стоки на ц.и.ф.-основа.

<sup>41</sup> Намалувањето на извозот во третиот квартал е резултат на неработењето и падот на извозот кај две поголеми компании, додека кај повеќето останати извозници, извозните трендови во третиот квартал се позитивни.



Извор: ДЗС и НБРМ.

Анализата на увозот на стоки од аспект на поделбата според Системот на национални сметки (System of national accounts – SNA) посочува дека во третиот квартал од 2017 година сите компоненти придонесоа за пораст, при што најголем придонес кон годишниот раст на вкупниот увоз има увозот на интермедијарни производи. Од аспект на увозот наменет за лична потрошувачка, тој забележа умерен годишен раст, којшто го одразува солидниот раст кај сите компоненти. Гледано во целина, растот на увозот за лична потрошувачка во третиот квартал од 2017 година умерено забрза во однос на вториот квартал, но стапката на раст и понатаму е умерена и не упатува на позначителни притисоци врз увозот од личната потрошувачка.



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



Извор: НБРМ.

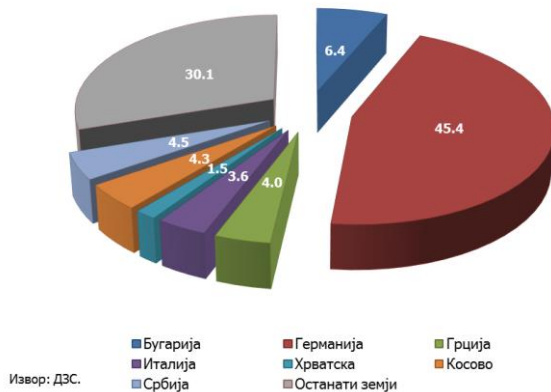
Последните расположливи податоци за надворешнотрговската размена за октомври и ноември 2017 година укажуваат на солиден раст како на извозот така и на увозот на годишна основа. Извозот на стоки оствари годишен раст од 22,4% што во поголем дел се должи на поволните остварувања кај новите капацитети ориентирани кон извоз, но позитивен придонес кон растот имаат и речиси сите останати извозни сегменти (со исклучок на извозот на храна каде што се забележува умерен пад). Увозот на стоки е повисок за 17,3% на годишна основа, што произлегува од поволните движења кај речиси сите компоненти (пред сè на кај увозот на опрема и машини и на железо и челик), освен увозот на руди каде што се забележува умерено намалување.

Анализата на надворешнотрговската размена по земји укажува дека и во третиот квартал од 2017 година Европската Унија е најзначаен трговски партнер на домашната економија, учествувајќи со 71,1% во вкупната трговија. Од аспект на одделните земји на страната на извозот, и во третиот квартал најголем придонес во растот има повисокиот извоз кон Германија, како пазар кон којшто во голема мера е ориентирана извозната активност на новите странски компании. Притоа, повисокиот пласман кон Германија го отсликува извозот на машини и опрема, како и на производите од хемиската индустрија. Воедно, позабележителен позитивен придонес кон извозниот раст имаше и извозот на руда кон Бугарија и извозот на тутун кон Грција. Анализата на увозот покажува дека најголем придонес во растот има суровинскиот увоз од

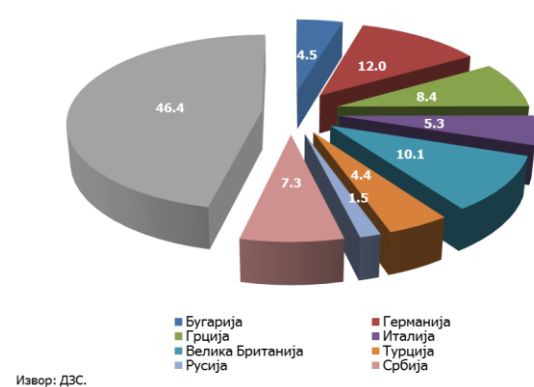


Полска и Германија за потребите на новите индустриски капацитети, како и увозот на нафтени деривати од Грција. Анализирано од аспект на салдата, за стеснувањето на трговскиот дефицит најмногу придонесува намалувањето на трговскиот дефицит со Европската Унија изразен преку зголемиениот трговски суфицит со Германија, а дополнителен позитивен ефект има и подобрувањето на салдата во размената со Бугарија (остварен суфицит наспроти дефицитот во истиот период од претходната година), како и Велика Британија, Русија и Романија (помал трговски дефицит). Од друга страна, дојде до поголемо продлабочување на дефицитот во размената со Јужноафриканската Република, Грција и Тајван, додека за првпат (од 2008 година) во третиот квартал од 2017 година Република Македонија забележа негативно салдо со Република Албанија – во најголем дел како резултат на повисокиот увоз на металопреработувачката индустрија.

Извоз на стоки, по земји, во третото тримесечје на 2017 година (учество, во %)



Увоз на стоки, по земји, во третото тримесечје на 2017 година (учество, во %)



Во третиот квартал од 2017 година, показателите за ценовната конкурентност на македонската економија укажуваат на дивергентни движења. Имено, индексот на реалниот ефективен девизен курс според трошоците на живот забележа мала апрецијација од 0,2%, додека индексот на реалниот курс пресметан според трошоците на производителите на индустриски производи забележа годишна депрецијација од 2,1%. Надолните притисоци произлегуваат од релативните цени, при што релативните трошоци на живот се намалија за 0,9% на годишна основа, додека падот на релативните цени на производителите на индустриски производи беше повисок и изнесуваше 3,2%. Истовремено, нагорен притисок врз двата индекса имаше НЕДК апрецирајќи за 1,1%, поради апрецијацијата на денарот во однос на турската лира, британската фунта и САД-доларот.

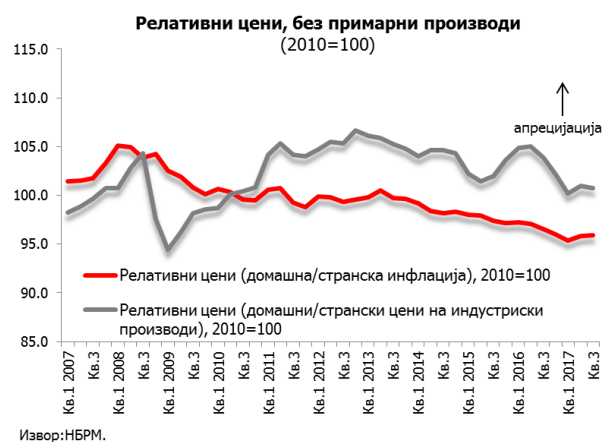


Анализата на индексите на РЕДК пресметани со пондери засновани врз надворешнотрговската



размена без примарни производи<sup>42</sup>, исто така укажува на различни движења на показателите за ценовна конкурентност во третиот квартал од 2017 година. РЕДК заснован врз трошоците на живот умерено апрерира за 0,5%, додека пресметан според цените на производителите на индустриски производи депрерира за 1,8%. Притоа, дојде до намалување на релативните цени (годишен пад од 0,7% кај релативните трошоци на живот и 3% кај релативните цени на индустриските производители), додека НЕДК апрерира за 1,2% на годишна основа.

Најновите податоци за ценовната конкурентност за периодот октомври - ноември 2017 година укажуваат на дивергентни движења на РЕДК пресметан според пондерите за вкупната размена на стоки. Притоа, во услови на апреријација на НЕДК, РЕДК дефлациониран со трошоците за живот апрерира за 0,8%, додека РЕДК дефлациониран со цените на индустриските производители забележа депреријација од 1,5%. Од аспект на РЕДК со пондери засновани врз надворешнотрговската размена без примарни производи, РЕДК пресметан според трошоците за живот апрерира за 1,0% а РЕДК дефлациониран со цените на производителите на индустриските производи оствари депреријација од 1,1%.

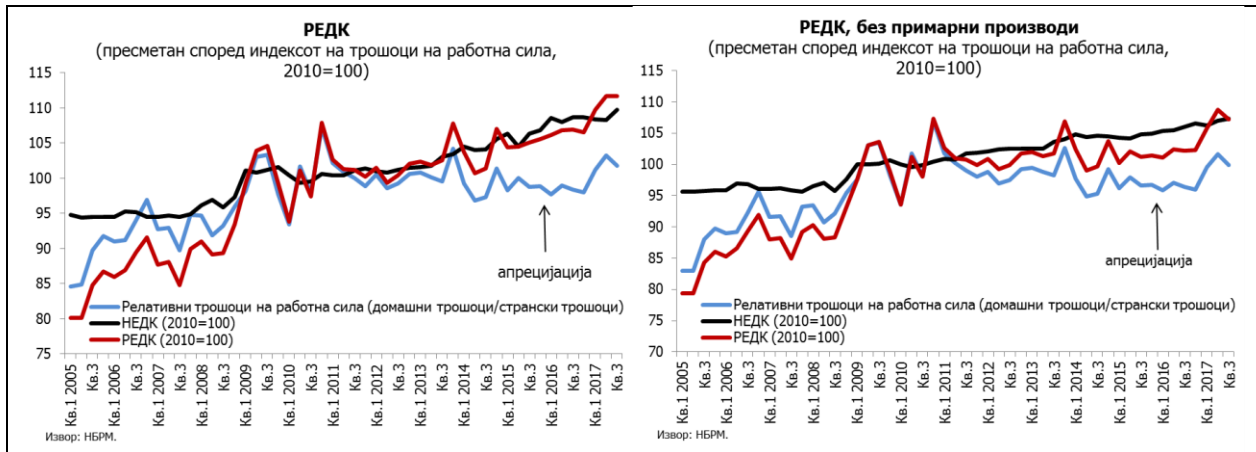


Во третиот квартал од 2017 година, анализата на индексите на РЕДК пресметани според единечните трошоци на работна сила упатува на влошување на ценовната конкурентност на домашната економија<sup>43</sup>. Индексот на РЕДК пресметан со пондерите засновани врз вкупната надворешнотрговска размена забележа апреријација од 4,4%. Притоа, релативните трошоци на работна сила остварија годишен раст од 3,4%, а поумерени нагорни притисоци предизвика и апреријацијата на НЕДК за 1%. Апреријација на годишна основа забележа и индексот на РЕДК пресметан со пондери засновани врз надворешнотрговска размена без примарни производи (од 4,9%), условена од растот на релативните трошоци на работна сила (за 3,6%) и апреријацијата на НЕДК (за 1,2%).

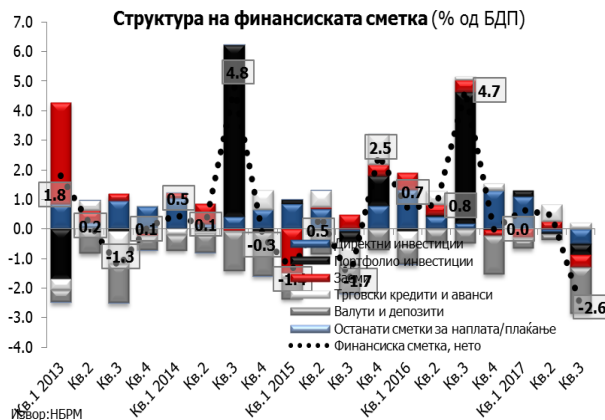
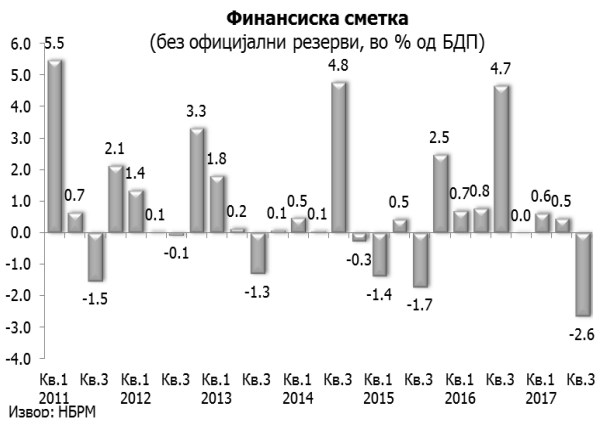
<sup>42</sup> Примарни производи коишто не се опфатени во пресметката се: нафтата и нафтените деривати, железото и челикот, рудите и увозните сировини за новите индустриски капацитети во слободните економски зони. Подетални информации за методологијата за пресметување на реалниот ефективен девизен курс се достапни на следнава врска: [http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika\\_REDK\\_Informacija\\_za\\_promenite\\_na\\_metodologijata\\_za\\_presmetuvanje\\_na\\_realno\\_t\\_efektiven\\_devizen\\_kurs\\_na\\_denarot\\_mak.pdf](http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika_REDK_Informacija_za_promenite_na_metodologijata_za_presmetuvanje_na_realno_t_efektiven_devizen_kurs_na_denarot_mak.pdf)

<sup>43</sup> Индексите на РЕДК засновани врз индексите на единечни трошоци на работна сила се интерни пресметки на НБРМ и не претставуваат формално статистичко истражување. Во пресметката се користат податоци за индексите на единечни трошоци на работна сила за целата економија, коишто се објавени од страна на ЕЦБ и Бирото за статистика на трудот за САД. Исклучок претставуваат податоците коишто се базираат врз интерни пресметки, што е случај со податокот за Швајцарија, како и кај Турција и Србија, при што пресметаните индекси се однесуваат само на индустрискиот сектор.





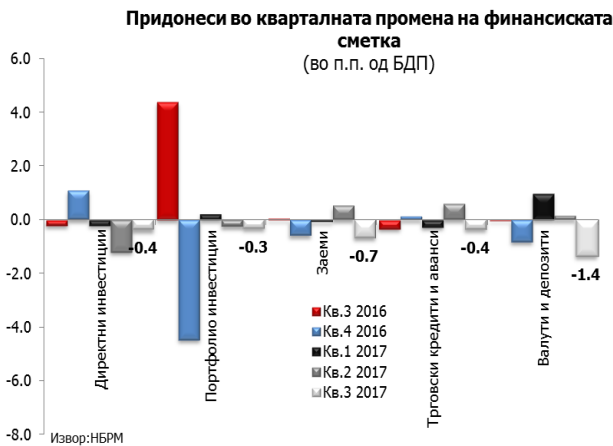
### 1.6.2. Финансиска сметка



Во третото тримесечје од 2017 година, финансиската сметка на билансот на плаќања забележа одливи на нето-основа во износ од 269,8 милиони евра, или 2,6% од БДП. Нето-одливите беа карактеристични за повеќето компоненти на финансиската сметка, а особено беа изразени кај категоријата „валути и депозити“. Негативните текови кај валутите и депозитите во третиот квартал беа предизвикани истовремено од нето-одливите кај депозитните институции<sup>44</sup> и кај останатите сектори во економијата. Во третиот квартал, негативни финансиски текови забележани се и врз основа на долгорочните заеми. Секторската анализа укажува на раздолжување на државата, заради отплата на редовните достасани обврски кон странските кредитори<sup>45</sup>, и намалување на обврските на депозитните институции во странство. Директните инвестиции забележаа нето-одливи, што во најголем дел се должи на должничките инструменти, делумно неутрализирани преку позитивните текови кај реинвестираната добивка. Дополнителен негативен ефект врз позицијата на финансиската сметка предизвикаа и нето-одливите врз основа на портфолио-инвестиции. Од друга страна, за ублажување на одливните текови во финансиската сметка придонесоа задолжувањето на приватниот сектор преку растот на трговски кредити и приливите кај краткорочната компонента на финансиските заеми. *Кварталната анализа* укажува на понеповолни движења, при

<sup>44</sup> Зголемено нето-стекнување средства на депозитните институции кај депозитните сметки во странство.

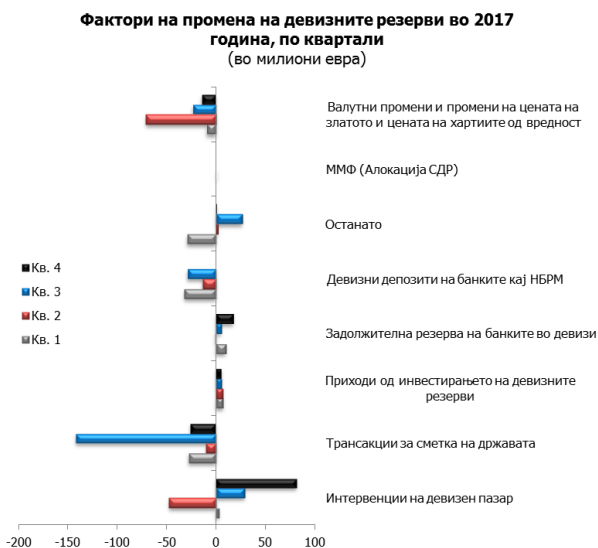
<sup>45</sup> Во јули беше извршена редовната отплата на дел од кредитот кон „Дојче банк“, во износ од 75 милиони евра.



остварени нето-одливи наспроти позитивните текови во второто тримесечје од 2017 година. Ваквите промени се должат на влошувањето кај сите компоненти на финансиската сметка, а особено на зголемените нето-одливи кај валутите и депозитите и на одливите врз основа на финансиски заеми (наспроти остварените нето-приливи во вториот квартал).



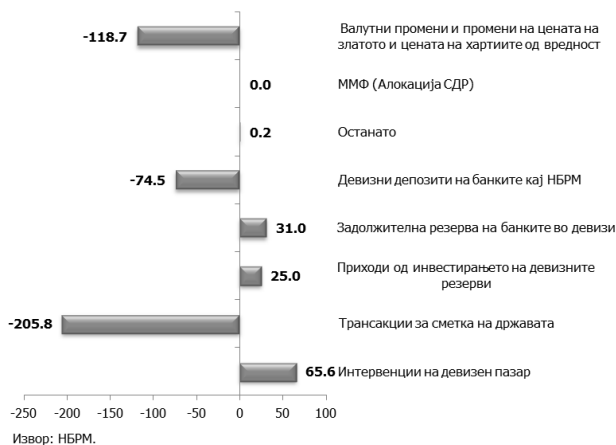
Анализата на годишна основа посочува на понеповолна позиција во однос на третиот квартал од претходната година, кога беа остварени високи нето-приливи во финансиската сметка. Промената главно го одразува ефектот од високата споредбена основа кај порфолио-инвестициите, односно високите нето-приливи остварени во третиот квартал од 2016 година, како резултат на издавањето на петтата државна еврообврзница на странските пазари. Кај речиси сите останати финансиски текови промените на годишна основа беа неповолни, но значително поумерени.



Збирно за периодот јануари - септември, финансиската сметка бележи нето-одливи, предизвикани главно од валутите и депозитите, како и од раздолжувањето на државата кон странство. Во спротивна насока влијаат остварените позитивни текови врз основа на трговски кредити и на директни инвестиции.

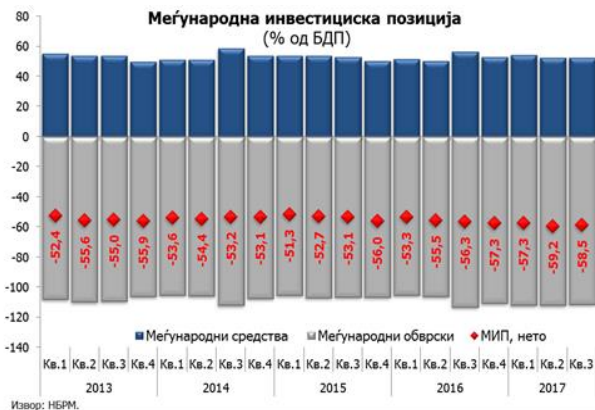
На крајот на третото тримесечје на 2017 година, состојбата на бруто девизните резерви изнесуваше 2.271,4 милиони евра, што претставува квартален пад од 128,6 милиони евра. Намалувањето кај девизните резерви во најголема мера произлегува од трансакциите за сметка на државата, поради намирувањето на редовните обврски кон странство, а во отсуство на ново задолжување. Поумерено негативно влијание имаат и намалувањето на девизните депозити на домашните банки кај НБРМ и валутните промени и промената на цената на златото. Од друга страна, позитивно влијание имаат интервенциите на НБРМ за откуп на девизниот пазар, како и трансакцијата со привремен ефект, поточно достасувањето на своп-трансакцијата со злато. Според последните расположливи податоци, на 31.12.2017 година, состојбата на бруто девизните резерви изнесуваше 2.336,3 милиони евра, што претставува пад за 277,2 милиона евра во однос на крајот на 2016 година. Намалувањето во поголем дел се



**Фактори на промена на девизните резерви во 2017 година** (во милиони евра)

должи на трансакциите за сметка на државата, како резултат на остварените отплати врз основа на обврски кон странство, надополнето со негативните валутни и ценовни промени и намалувањето на девизните депозити на комерцијалните банки кај НБРМ. Во спротивна насока влијаеја интервенциите на девизниот пазар, задолжителната резерва на банките во девизи и приходите од инвестирањето на девизните резерви.

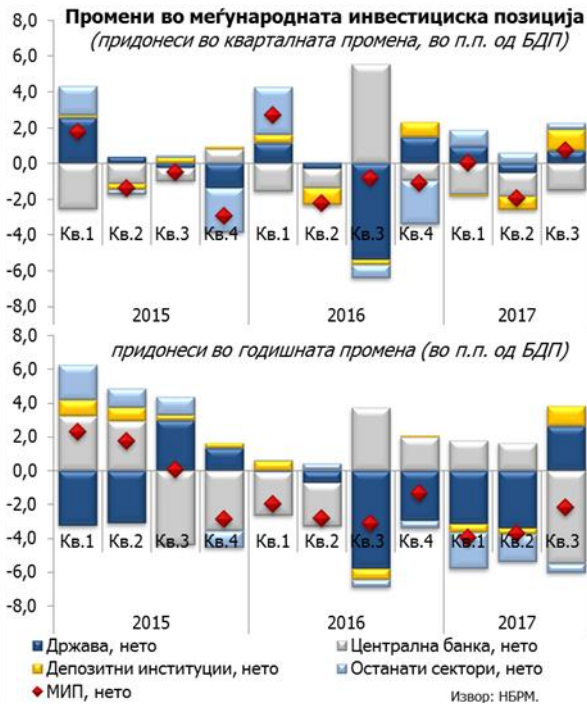
### 1.6.1. Меѓународна инвестициска позиција<sup>46</sup> и бруто надворешен долг



Негативната меѓународна инвестициска позиција<sup>47</sup> на Република Македонија на крајот од третиот квартал од 2017 година изнесува 5.971 милион евра, или 58,5% од БДП, што претставува благо стеснување од 0,7 п.п. од БДП во однос на претходното тримесечје. Остварената квартална промена главно произлегува од пониските меѓународни обврски при незначителна промена на меѓународните средства. Од аспект на поделбата по сектори, кварталното подобрување на меѓународната инвестициска позиција во поголем дел се должи на поместувањата кај депозитните институции и намалените нето-обврски на државата врз основа на останати долгорочни заеми (пред сè заради отплата на кредит кон Дојче банка, во јули 2017 година, во износ од 77,3 милиони евра). Од друга страна, нето-позицијата на централната банка во третиот

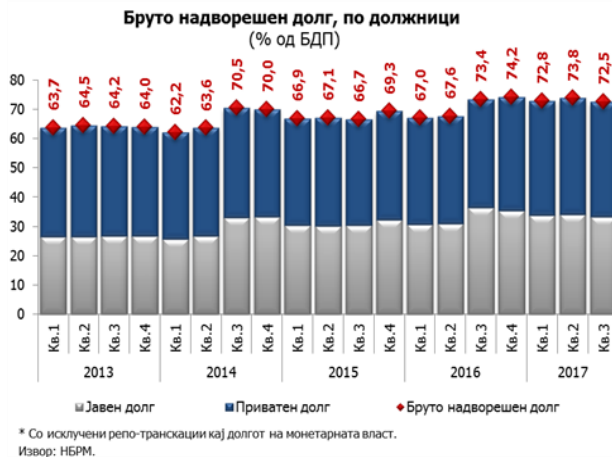
<sup>46</sup> Анализата во овој дел во целост се заснова врз податоци за меѓународната инвестициска позиција изготвени по нова методологија. Имено, од јули 2014 година, НБРМ започна со објавување податоци за меѓународната инвестициска позиција (МИП) и бруто надворешниот долг на Република Македонија согласно 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_Informacija_za_promenite_vo_platniot_bilans_megunarodnata_investiciska_pozicija_i_nadvoresniot_dolg_koisto_proizleguvaat_od_primenata_na_novite_megunarodni_statisticki_standardi.pdf)).

<sup>47</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.



квартал делува кон влошување на вкупната меѓународна инвестициска позиција на земјата во услови на пониски нето-средства (главно врз основа на девизни резерви) и зголемени нето-обврски.

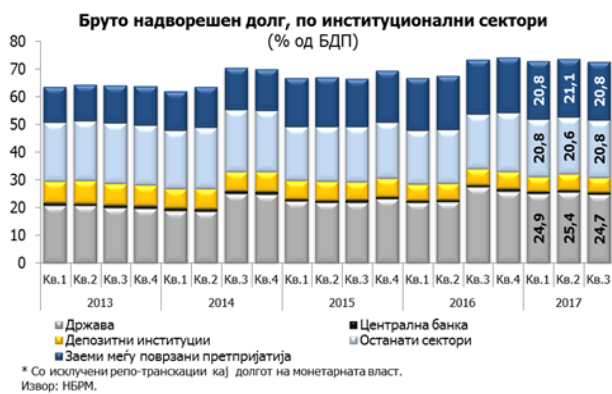
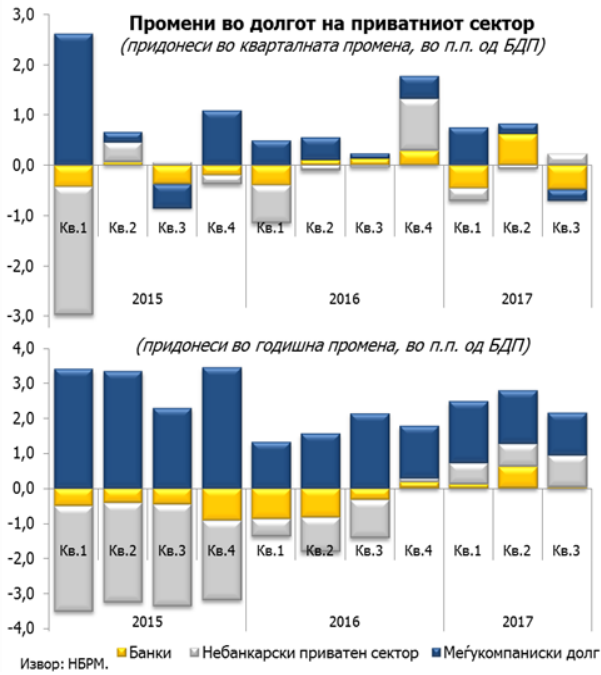
На годишна основа, меѓународните средства и обврски се пониски за 3,8 п.п. од БДП и 1,7 п.п. од БДП, соодветно, што придонесе кон натамошно продлабочување на должничката нето-позиција на земјата за 2,2 п.п. од БДП во однос на истиот период од минатата година. Од аспект на одделните сектори, годишното надолно поместување во најголем дел се должи на промената на нето-позицијата на централната банка како резултат на пониските средства врз основа на девизни резерви. Голем дел од овие движења беа ублажени од поволните поместувања кај нето-позицијата на државата (како резултат на пониските обврски врз основа на останати долгорочни заеми) и на депозитните институции (поради повисоките средства врз основа на валути и депозити).



Состојбата на бруто надворешниот долг на крајот на третото тримесечје од 2017 година изнесува 7.710,2 милиона евра, или 75,5% од БДП, што претставува намалување од 0,7 п.п. од БДП во однос на претходниот квартал. Со исклучување на ефектот на репо-трансакциите на НБРМ<sup>48</sup>, бруто надворешниот долг изнесува 72,5% од БДП и бележи квартален пад од 1,3 п.п. од БДП. Понискиот бруто надворешен долг во поголем дел произлегува од кварталното намалување на јавниот долг, а во помал дел и од понискиот долг на приватниот сектор. Притоа, во рамки на јавниот долг, кварталната промена произлегува од пониските долгорочни заеми на централната влада (заради отплатата на кредитот од Дојче банка), додека кај приватниот долг, промената во поголем дел произлегува од пониските краткорочни обврски на банките врз основа на валути и депозити.

На годишна основа, бруто надворешниот долг се намали за 0,9 п.п. од БДП, што во целост произлегува од понискиот јавен долг, при зголемен долг на приватниот сектор. Притоа, намалувањето на јавниот долг во најголем дел е резултат на пониските

<sup>48</sup> Целокупната натамошна анализа се однесува на бруто надворешниот долг без обврските на централната банка врз основа на репо-трансакции.

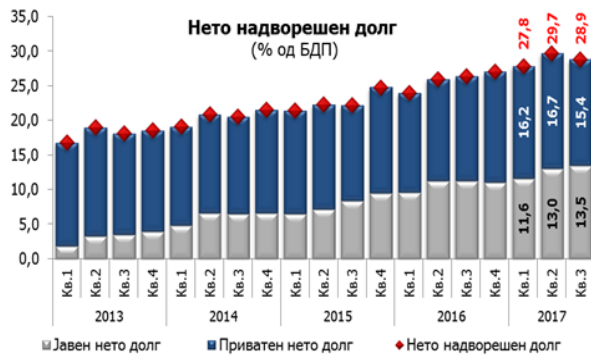


обврски на државата врз основа на долгорочни заеми, додека во рамки на должничката позиција на приватниот сектор, годишниот раст произлегува од оствареното зголемување кај меѓукомпанискиот долг и кај долгот на небанкарскиот приватен сектор.

Општо гледано, показателите за надворешната задолженост на домашната економија и понатаму укажуваат дека бруто надворешниот долг се наоѓа во „безбедната зона“. Притоа, според показателот за учество на бруто надворешниот долг во БДП, економијата и натаму се класифицира во групата високозадолжени земји, додека останатите показатели упатуваат на ниска задолженост. Анализата на динамиката на надворешната задолженост<sup>49</sup> укажува на поволни годишни поместувања кај речиси сите показатели за солвентност, со исклучок на показателот за учеството на отплатата на камата во извозот на стоки и услуги и други приливи каде што се забележува умерено влошување на годишна основа. Одредено годишно влошување се забележува и кај сите поединечни показатели за ликвидност.

На крајот на третиот квартал, нето надворешниот долг, како дополнителен показател за надворешната позиција на економијата, изнесуваше 2947,2 милиона евра, или 28,9% од БДП, што претставува намалување од 0,9 п.п. од БДП на квартална основа. Понискиот нето надворешен долг во целост произлегува од падот на нето -долгот на приватниот сектор, при квартално зголемување на нето-долгот на јавниот долг.

<sup>49</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 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.



\* Со исклучени репо-трансакции кај долгот на монетарната власт.  
Извор: НБРМ.

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 доста сување*	Краткорочен долг/ Вкупен долг
	во %				сооднос	сооднос	во %
31.12.2004	2,41	129,3	47,3	12,4	1,14	0,89	30,3
31.12.2005	2,66	147,0	54,2	11,1	1,67	1,04	26,7
31.12.2006	3,44	131,3	49,8	21,7	1,95	1,34	29,0
31.12.2007	2,78	119,3	51,3	19,4	1,35	1,08	39,8
31.12.2008	2,66	116,9	54,1	10,2	1,29	0,95	35,2
31.12.2009	2,43	131,0	57,8	11,8	1,29	0,94	32,9
31.12.2010	3,22	140,4	59,7	13,9	1,49	0,99	27,9
31.12.2011	3,12	148,4	64,6	16,8	1,78	1,18	25,2
31.12.2012	2,92	142,1	67,6	13,1	1,64	1,03	26,7
31.12.2013	2,51	137,3	67,3	15,8	1,64	1,08	23,3
31.12.2014	3,01	149,1	74,0	17,2	1,82	1,13	22,3
31.12.2015	2,69	143,9	73,2	20,0	1,69	1,13	21,3
31.03.2016	2,38	135,26	71,39	14,95	1,51	1,05	23,05
30.06.2016	2,38	136,59	72,09	14,95	1,41	0,98	23,24
30.09.2016	2,38	148,28	78,26	14,95	1,74	1,16	21,72
31.12.2016	2,38	149,94	79,14	14,95	1,65	1,16	21,93
31.03.2017	3,00	142,18	76,87	14,89	1,46	1,00	23,30
30.06.2017	3,00	144,11	77,92	14,89	1,33	0,88	23,91
30.09.2017	3,00	141,65	76,59	14,89	1,26	0,86	24,28
<b>Критериум за умерена задолженост</b>	<b>12 - 20%</b>	<b>165 - 275%</b>	<b>30 - 50%</b>	<b>18 - 30%</b>	<b>1,00</b>		

\*Критериумот за умерена задолженост е земен според методологијата на Светска банка за изработка на показатели на задолженост, којашто подразбира користење 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 правилото на Гринспан и Гвидоти, потребно е земјата да одржува целосна покриеност на краткорочниот долг (преостанато доста сување) со девизни резерви. Краткорочниот долг според преостанато доспевање се пресметува со додавање на износот на долгорочен надворешен долг (оригинално доспевање), кој доста сува за плаќање во период од една година или помалку, кон краткорочен надворешен долг (оригинално доспевање).

Извор: НБРМ.



## II. Монетарна политика

Во текот на четвртиот квартал од годината НБРМ не ја промени поставеноста на монетарната политика, при што основната каматна стапка се задржа на нивото од 3,25%. Тековната монетарна поставеност беше оценета како соодветна, во услови на натамошни оценки за стабилност на економските основи и отсуство на нерамнотежи во економијата. Најновите податоци не сигнализираа поголеми отстапувања во однос на проекциите во сегментите коишто се клучни за монетарната политика. Воедно, во услови на подобрена девизна ликвидност на банките, поместувањата на девизниот пазар во четвртото тримесечје беа поволни и НБРМ интервенира со нето-откуп на девизи. Сите показатели за адекватноста на девизните резерви се задржаа во сигурната зона. Во однос на штедењето на домаќинствата, забележително беше нивното постојано зголемување од август наваму, што укажа на понатамошно стабилизирање на очекувањата и довербата. Сепак, и натаму депозитите во странска валута придонесоа за најголемиот дел од растот на штедењето на населението во овој период. При вакви остварувања, но кога сè уште постојат ризици, пред сè во однос на валутните склоности на субјектите, монетарната политика и натаму е непроменета. НБРМ и во следниот период ќе продолжи внимателно да ги следи состојбите, заради навремено и соодветно приспособување на монетарната политика.



Во текот на четвртиот квартал на 2017 година, не беа направени измени<sup>50</sup> во поставеноста на монетарната политика, односно основната каматна стапка на НБРМ и натаму е непроменета на ниво од 3,25%. НБРМ на редовна основа ја преиспитуваше адекватноста на монетарната поставеност, при што беше оценето дека најголем дел од макроекономските показатели, коишто се значајни за поставеноста на монетарната политика, не отстапуваат значително од проекциите, а основите на економијата и натаму се здрави. Сепак, процената на ризиците покажа дека тие се и натаму присутни во одредени пунктови, а ова пред сè, се однесуваше на валутната структура на штедењето. Имено, иако беа присутни одредени промени во прилог на штедењето во домашна валута, сепак променливоста и бавното поместување во структурата упати на потреба од натамошна внимателност при водењето на монетарната политика.

Остварувањата кај клучните макроекономски показатели во текот на кварталот, не укажаа на некои позначајни отстапувања од проекциите, ниту на поголеми промени во амбиентот на спроведување на монетарната политика. Така, растот на инфлацијата во периодот октомври-ноември забележа определено забрзување во однос на претходниот квартал, а овие движења беа во

<sup>50</sup> Се однесува на одлуките на седниците на КОМП одржани во периодот октомври-декември.





### Интервенции на НБРМ на девизниот пазар и девизни депозити на банки кај НБРМ



Извор: НБРМ.

### Каматен распон

(во процентни поени)



Извор: НБРМ, ЕЦБ.

### 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: <http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=29C1C73ED1A4B745870FE9C3E423029A>.  
Извор: НБРМ.

согласност со проекцијата. Анализирано по компоненти, инфлацијата во периодот октомври-ноември во најголем дел произлезе од базичната инфлација, чијшто раст исто така беше во согласност со проектираната динамика. Објавените податоци за економската активност во третиот квартал покажаа одредено умерено закрепнување на економијата, по падот во првата половина од годината, а овие поместувања во реалниот сектор не отстапуваа значително од очекувањата. Промените кај девизните резерви во текот на кварталот главно беа поволни, во услови на поволни движења на девизниот пазар, заради што НБРМ интервенира со нето-откуп на девизи. Движењата на девизните резерви беа во рамки на очекувањата, а показателите за адекватноста на девизните резерви во континуитет се задржаа во сигурна зона. Податоците за депозитната база на банките и за кредитниот пазар за периодот октомври-ноември покажаа квартално забрзување на растот на депозитите и кредитите во овој период, со јачина којашто упати на остварување на проектираната динамика на штедењето и кредитите до крајот на годината. Притоа, растот на кредитната активност во овој период и понатаму во најголем дел беше одраз на релативно поголемиот износ на одобрени кредити наменети за домаќинствата, при релативно поумерен раст на кредитите на претпријатијата. Во ваков контекст, а при оцени за досегашни поволни ефекти и потреба од натамошна поддршка на кредитирањето на корпоративниот сектор, Советот на НБРМ, на седницата одржана на 21. декември, ја продолжи примената на нестандартната мерка за намалување на основата на задолжителната резерва<sup>51</sup>.

Во однос на ризиците поврзани со домашното и глобалното окружување, тие беа оценети како помалку изразени во однос на претходниот период. Во прилог на оваа констатација беа и најновите информации од меѓународното окружување коишто укажаа на солидни макроекономски показатели за понатамошно закрепнување на еврозоната.

<sup>51</sup> Со ова мерка се овозможува намалување на основата за задолжителна резерва во денари на банките за износот на новоодобрените кредити на нето-извозниците и на домашните производители на електрична енергија и за вложувањата на банките во должнички хартии од вредност во домашна валута без валутна клаузула издадени од нето-извозниците и домашните производители на електрична енергија. Мерката беше воведена во 2012 година, а започна да се применува во 2013 година. Од воведувањето на мерката, ова е трето продолжување на нејзината примена за дополнителни две години, односно до крајот на 2019 година.





Следствено на ова, Европската централна банка донесе одлука за намалување на месечниот откуп на хартии од вредност во рамки на програмата за квантитативно олеснување, почнувајќи од 2018 година.

Каматниот распон меѓу основните каматни стапки (на ЕЦБ и на НБРМ) и пазарните индикативни каматни стапки (во РМ и во еврозоната) се задржа на стабилно ниво, во услови кога основните каматни стапки на ЕЦБ и на НБРМ во четвртиот квартал се задржаа на непроменето ниво. Во однос на краткорочните пазарни камати на европскиот и на домашниот финансиски пазар, во текот на четвртиот квартал не се забележани промени на просечната каматна стапка на едномесечниот СКИБОР и просечна каматна стапка на едномесечниот ЕУРИБОР. Во вакви услови, каматниот распон и помеѓу овие каматни стапки се задржа на стабилно ниво.

Во однос на каматните стапки на банкарскиот сектор во домашната економија, кај вкупните депозити, каматната стапка на денарските депозити во ноември минимално се зголеми во однос на септември, што при непроменета каматна стапка на девизните депозити, услови мало зголемување (од 0,1 п.п.) на каматниот распон на 1,4 процентни поени. Од друга страна, кај новопримените депозити се забележува умерено намалување на каматната стапка на новите девизни депозити во однос на септември, при непроменета каматна стапка на новите денарски депозити. Ова доведе до зголемување на каматниот распон помеѓу двете каматни стапки на 0,7 процентни поени, во однос на крајот на септември (од 0,5 п.п.)<sup>52</sup>.

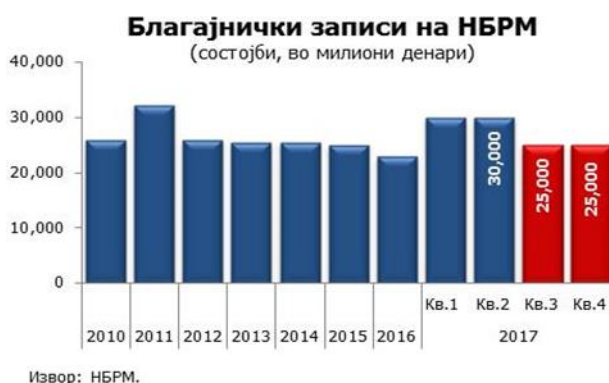
## 2.1. Ликвидност на банките

**Во четвртото тримесечје на 2017 година, ликвидноста на банките<sup>53</sup> на сметките кај НБРМ се зголеми за 1.664 милиони денари.**

### Автономните фактори на нето-

<sup>52</sup> За каматните стапки на новопримените депозити карактеристични се променливи движења, што може да доведе до чести и привремени приспособувања на каматниот распон.

<sup>53</sup> Се однесува на промената на состојбата на сметките на банките кај НБРМ.

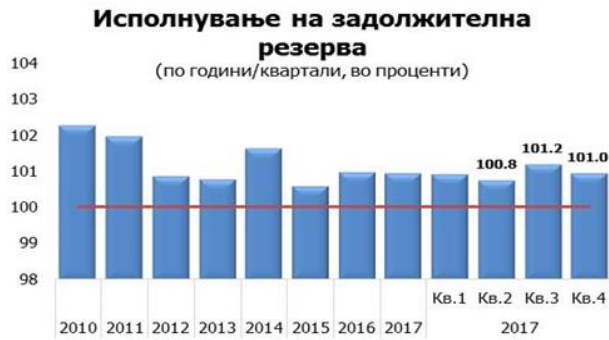


**основа придонесоа за креирање ликвидност во банкарскиот систем, во вкупен износ од 3.479 милиони денари.** Анализирани по поединечни автономни фактори, главен тек на креирање ликвидни средства во банкарскиот систем беа девизните интервенции на НБРМ со банките поддржувачи. Во услови на релативно висока девизна позиција на банките и зголемена понуда на девизи на девизниот пазар, НБРМ во четвртиот квартал оствари нето-откуп на девизи во износ од 5.002 милиона денари. Од друга страна, трансакциите на државата и готовите пари во оптек придонесоа за повлекување ликвидност од банкарскиот систем, во износ од 827 милиони денари и 1.353 милиони денари, соодветно.

**Преку монетарните инструменти на НБРМ на нето-основа беа повлечени ликвидни средства од банкарскиот систем во износ од 1.815 милиони денари.** Промената кај вкупните монетарни инструменти во четвртиот квартал во целост произлегува од промените кај расположливите депозити кај НБРМ. Имено, во услови на креирање ликвидни средства под влијание на автономните фактори и непроменета понуда на благајнички записи<sup>54</sup> (од 25.000 милиони денари), краткорочниот вишок ликвидни средства банките го пласираа во депозити кај НБРМ (преку ноќ и на седум дена). Така, состојбата на овие два инструмента, коишто банките ги користат за управување со ликвидноста во рамки на периодот на задолжителна резерва, на нето-основа се зголеми за 610 милиони денари и 1.205 милиони денари, соодветно.

**Во четвртиот квартал на 2017 година износот на ликвидни средства на сметките на банките кај НБРМ над нивото на задолжителната резерва беше умерено понизок во споредба со претходниот квартал.** Состојбата на ликвидните средства на банките на сметките кај НБРМ во четвртиот квартал од годината беше повисока за 1%, во просек, од задолжителната резерва. Ова остварување е малку пониско во споредба со претходниот квартал, кога состојбата на ликвидни средства на банките беше повисока за 1,2%, во просек, од задолжителната резерва.

<sup>54</sup> Во четвртиот квартал беа одржани три аукции на благајнички записи на НБРМ, при тендер со износи и фиксна каматна стапка од 3,25%.



Во четвртиот квартал од годината примарните пари<sup>55</sup> се повисоки за 5,7% на годишна основа, што е умерено повисок раст во споредба со растот во претходниот квартал (4,3% на годишна основа).



### III. Движења на финансиските пазари

Во четвртиот квартал на 2017 година, при непроменето ниво на основната каматна стапка на НБРМ, каматните стапки на пазарот на пари се задржаа на стабилно ниво. На примарниот пазар на државни хартии од вредност, продолжи трендот на пренасочување на достасаните краткорочни хартии од вредност кон подолги рокови, при што новите емисии на државни хартии од вредност во поголем дел беа со валутна клаузула и беа откупени од институционалните инвеститори. На секундарниот пазар со хартии од вредност беше забележан раст на прометот, во најголем дел под влијание на зголемениот обем на репо-трансакции, додека приносите на остварените трансакции не забележаа позначајни промени. На пазарот на капитал, вредноста на МБИ-10 на Македонската берза и натаму се намалува, при пад на цените на речиси сите акции коишто се во состав на индексот, додека регионалните индекси се движеа во различна насока. На меѓународните финансиски пазари, индексите за променливост на финансиските услови сигнализираа стабилност, одразувајќи ги главно позитивните остварувања на американската економија. Приносите на македонските еврообврзници и натаму се намалуваат, што придонесе за натамошно стеснување на распоните во однос на приносите на германските државни обврзници.

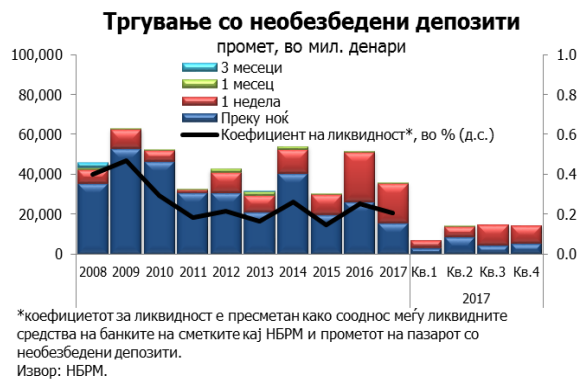
<sup>55</sup> Ја вклучува и задолжителната резерва во девизи. Податоците се заклучно со ноември.



### 3.1. Меѓубанкарски пазар со необезбедени депозити

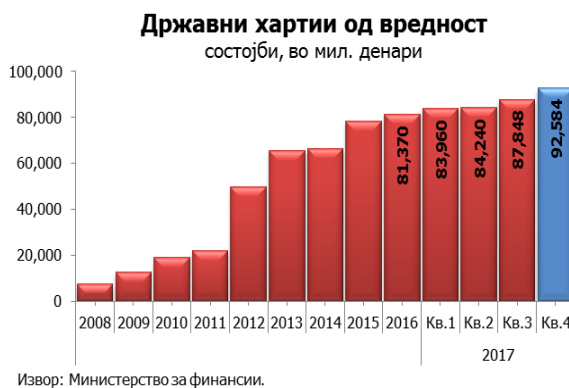


При непроменето ниво на основната каматна стапка на НБРМ, каматните стапки на пазарот на пари се задржаа на стабилно ниво. Во последниот квартал од годината, НБРМ ја задржа основната каматна стапка на непроменето ниво (3,25%), при што меѓубанкарската каматна стапка за остварените трансакции преку ноќ (МКДОНИА) се задржа на ниво од 1,0%, а меѓубанкарската каматна стапка од сите трансакции (МБКС), слично како и во претходниот квартал се движеше во интервал од 1,00% до 1,20%, во зависност од рочноста на склучените трансакции (преку ноќ/до 7 дена).



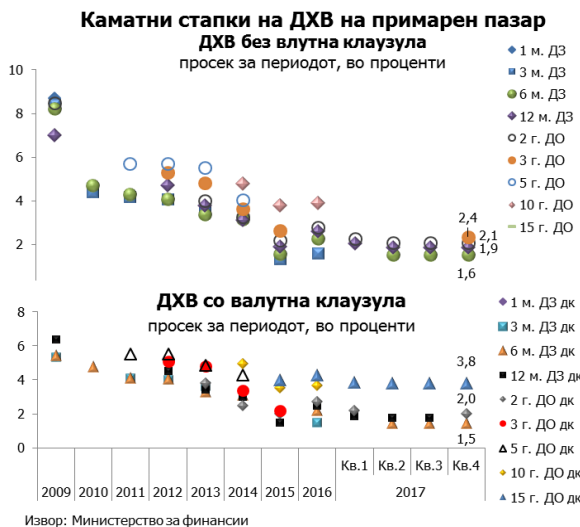
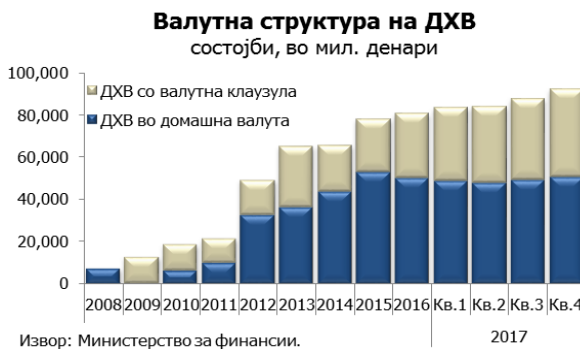
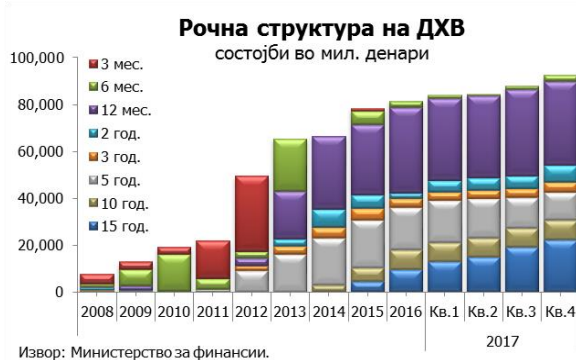
Тргувањето со необезбедени депозити беше умерено пониско во споредба со претходниот квартал. Вкупниот остварен промет на овој пазарен сегмент во четвртиот квартал од годината изнесуваше 14.370 милиони денари и на квартална основа беше умерено понизок (за 3,1%). Најголемиот дел од трансакциите на меѓубанкарскиот пазар беа со рочност до 7 дена.

### 3.2. Пазар на државни хартии од вредност



На примарниот пазар на државни хартии од вредност продолжи трендот на пренасочување на достасаните краткорочни хартии од вредност кон подолги рокови. Состојбата на државните хартии од вредност во четвртиот квартал се зголеми<sup>56</sup>, што речиси во целост произлегува од зголемувањето на состојбата на државните обврзници. Анализирани по индивидуални рочни категории, позначителен раст кај државните обврзници во четвртиот квартал од годината се забележува кај состојбата на петнаесетгодишните и двегодишните државни обврзници, додека кај државните хартии од вредност со пократка рочност, раст оствари состојбата на шестмесечните државни записи, при истовремено намалување на состојбата на дванаесетмесечните државни записи. Ваквите промени придонесоа за намалување на најголемото учеството на 12-месечните

<sup>56</sup> Во 2017 година, состојбата на државните хартии од вредност се зголеми за 11.214 милиони денари, што претставува 97,8% од предвидениот износ за домашно задолжување на државата согласно со Ребалансот на Буџетот за 2017 година од август 2017 година.



државни записи во вкупниот износ на државни хартии од вредност (од 42% на 39%), при истовремен натамошен раст на учеството на 15-годишните државни обврзници (од 22% на 24%).

**Новите емисии на државни хартии од вредност во поголем дел беа со валутна клаузула.** Државните хартии од вредност со девизна клаузула во четвртиот квартал остварија раст од 3.278 милиони денари, додека растот на државните хартии од вредност без девизна клаузула беше помал и изнесуваше 1.459 милиони денари. Со остварувањата во четвртиот квартал, учеството на државните хартии од вредност со девизна клаузула се зголеми од 44% на 45%. Сепак, хартиите од вредност со денарска компонента и натаму се најзастапени во вкупниот износ на издадени државни хартии од вредност, со учество од 55% (56% на крајот на третиот квартал).

**Институционалните инвеститори продолжија да го зголемуваат портфолиото на државни хартии од вредност.** Во четвртиот квартал од годината, институционалните инвеститори го зголемија портфолиото на државни хартии од вредност, а зголемен интерес имаше и од банките и од останатите инвеститори. Од аспект на сопственичката структура на државните хартии од вредност, банките и пензиските фондови и натаму имаат најголемо учество во вкупните издадени државни хартии од вредност (36% и 37%, соодветно). **Каматните стапки на примарниот пазар на државни хартии од вредност во четвртиот квартал од годината и натаму се непроменети во споредба со претходното тримесечје.**





### Пазар на пари и хартии од вредност промет, во мил. денари



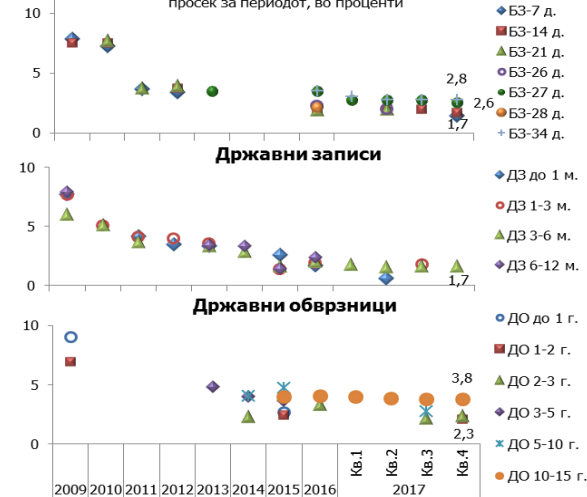
Извор: НБРМ

### Тргување со хартии од вредност на секундарен пазар промет, во милиони денари



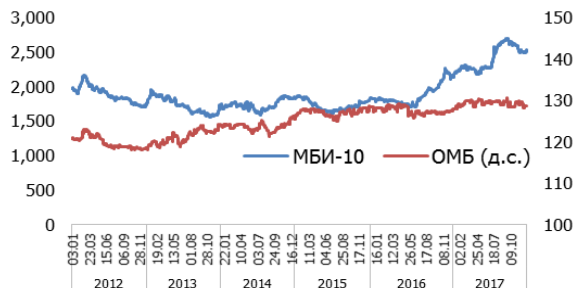
Извор: НБРМ.

### Приноси на секундарен пазар Благајнички записи просек за периодот, во проценти



Извор: НБРМ и Министерство за финансии.

### Движење на МБИ-10 и ОМБ во индексни поени

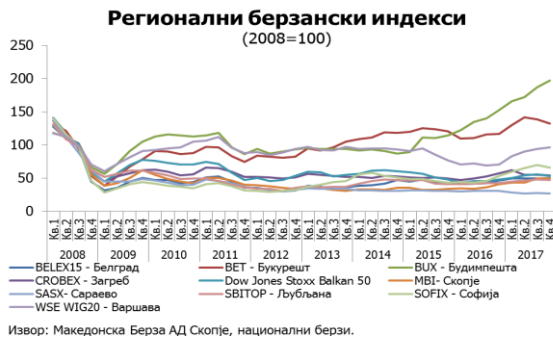


Извор: Македонска берза а.д. Скопје

На секундарниот пазар со хартии од вредност беше забележан зголемен обем на тргување преку репо-трансакции. Во четвртиот квартал од годината, на секундарниот пазар со хартии од вредност беше остварен промет во износ од 5.387 милиони денари, којшто беше речиси двојно повисок во споредба со претходниот квартал. Во структурата на прометот преовладуваа репо-трансакциите и дефинитивните трансакции со благајнички записи (со учество од 52% и 36%, соодветно), а се тргуваше и со државни обврзници. Приносите за остварените трансакции со хартии од вредност на секундарниот пазар во четвртиот квартал се задржаа на релативно стабилно ниво.

На Македонската берза, вредноста на македонскиот берзански индекс МБИ-10 и натаму се намалува, а вкупниот промет оствари раст. Вредноста на МБИ-10 на крајот од 2017 година изнесуваше 2.539,86 и беше пониска за 5,6% во споредба со нивото на крајот на третиот квартал. Ваквото поместување на МБИ-10 во текот на кварталот се поврзува со падот на цените на речиси сите акции коишто го сочинуваат МБИ-10 индексот. Во однос на тргувањето, вкупниот промет во последниот квартал беше повисок за 31% на квартална основа, при што растот во најголем





дел беше под влијание на зголеменото тргување преку блок-трансакции<sup>57</sup>. За разлика од МБИ-10, индексот на обврзниците (ОМБ), во последниот квартал не забележа позначителни промени и на крајот на годината изнесуваше 128,57. На годишна основа, берзанскиот индекс МБИ-10 на крајот од годината е повисок за 18,9% во однос на крајот на претходната година, додека индексот ОМБ бележи мал раст од 0,9%.

**На регионалните берзи движењето на берзанските индекси беше во различна насока.** Гледано според динамиката, за подолг временски период, по падот на берзите за време на глобалната финансиска криза, вредноста на најголемиот дел од регионалните берзански индекси, вклучително и МБИ-10, и натаму е под преткризното ниво. Исклучок се берзанските индекси во Будимпешта и Букурешт, коишто од 2015 година наваму бележат постојан раст и се над нивото од пред почетокот на глобалната криза.

**Индексите на променливост на пазарите на обврзници и акции укажаа на стабилни финансиски услови.** Индексот MOVE, и покрај променливото движење во текот на четвртиот квартал, во просек се задржа на пониско ниво во споредба со претходниот период, додека индексот ВИКС<sup>58</sup> не забележа позначителни промени. Ваквите мали поместувања во најголем дел се одраз на позитивните остварувања во американската економија – засилен економски раст и натамошен пад на невработеноста.

**Приносите на државните обврзници во САД и еврозоната се движее во различни насоки.** Приносите на американските 10-годишни државни обврзници<sup>59</sup> во текот на четвртиот квартал се придвижија во нагорна насока и изнесуваа околу 2,3%, (2,2% во претходниот квартал), во просек, но и натаму се околу нивото пред почетокот на нормализацијата на монетарната политика од

<sup>57</sup> Зголеменото тргување преку блок-трансакции во најголем дел е одраз на една трансакција со која се изврши промена во сопственичката структура на една компанија од областа на рударството.

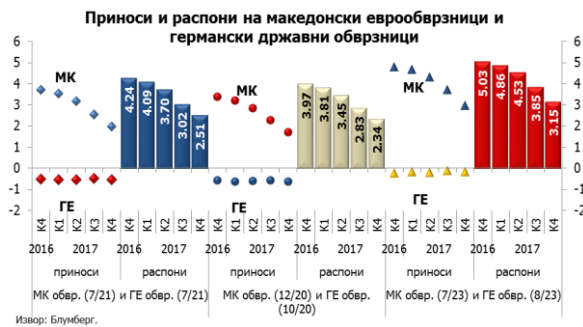
<sup>58</sup> Индексот MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate) ја покажува променливоста на американските пазари за државни записи. Индексот ВИКС (Volatility Index) е конструиран врз основа на имплицитната променливост на опциите на индексот СиП 500. Инвеститорите ги користат двата индекса како показатели за состојбите и очекувањата во поглед на нестабилноста на финансиските пазари. Надолна патека кај индексите означува намалување на променливоста.

<sup>59</sup> Станува збор за генерички приноси изведени од кривата на принос на државните обврзници на САД.



страна на ФЕД (во декември 2015 година)<sup>60</sup>. Од друга страна, приносите на 10-годишните државни хартии од вредност во еврозоната, во четвртиот квартал изнесуваа 0,4%<sup>61</sup>, во просек, што е пониско ниво во споредба со претходниот квартал (0,5%).

**Распоните меѓу македонските еврообврзници и германските државни обврзници и натаму се стеснуваат.** Во четвртиот квартал, распонот меѓу приносите на издадените македонски еврообврзници<sup>62</sup> и приносите на германските државни обврзници изнесуваше 2,51 п.п., 2,34 п.п. и 3,15 п.п., во просек, соодветно. Анализирано според динамиката, од почетокот на годината, распонот меѓу домашните еврообврзници и странските (германските) обврзници постојано се стеснува, што речиси во целост произлегува од растот на цената, односно намалувањето на приносите на македонските еврообврзници.



#### IV. Монетарни и кредитни агрегати

**Во текот на последниот квартал на 2017 година дојде до значително забрзување на кварталниот раст на најшироката парична маса и на вкупниот депозитен потенцијал на банките. Повисоката понуда на пари во економијата во овој период е вообичаена и во еден дел се поврзува со одредени сезонски фактори, а делумно е одраз и на подобрите остварувања во домашната економија. Според анализата на структурата, растот на најшироката парична маса во поголем дел произлегува од најликвидната компонента M1, при значителен позитивен придонес и од страна на штедењето. Анализирано по сектори, растот на депозитниот потенцијал на банките произлегува од истовременото зголемување на депозитите кај двата сектора (домаќинства и претпријатија). Повисокото ниво на депозити, беше дополнително поддржано и од засилената кредитна поддршка на банките во овој период. Така, кредитната активност во четвртиот квартал бележи забрзан раст, при позначително зголемено кредитирање на корпоративниот сектор, што е вообичаено за овој период од годината. Ваквите остварувања соодветствуваат и на резултатите од Анкетата за кредитната активност за четвртиот квартал, коишто укажуваат на раст на побарувачката на кредити и натамошното нето-олеснување на вкупните кредитни услови.**

<sup>60</sup> Од декември 2015 година наваму, ФЕД во пет наврати го зголеми таргетот за пазарната каматна стапка (од 0,00%-0,25% до 1,25%-1,50%), односно збирно за 1,25 п.п.

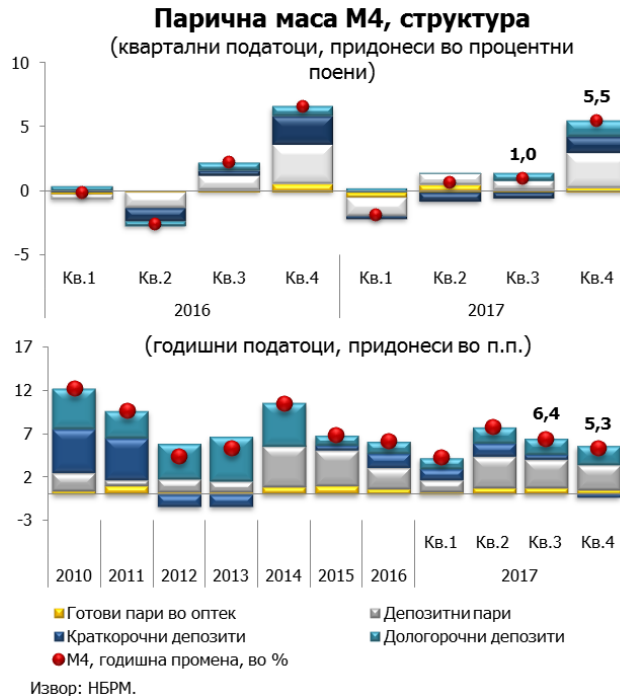
<sup>61</sup> Станува збор за генерички државни обврзници изведени од кривите на принос на државните обврзници на Германија и Франција.

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



## 4.1.1. Монетарни агрегати

**Динамиката на раст на паричната маса во текот на последното тримесечје на 2017 година значително забрза (од 1,0% на 5,5%).** Забрзувањето на растот кај паричната маса во последниот квартал од годината е вообичаено и во еден дел се поврзува со одредени сезонски фактори, а делумно е одраз и на остварувањата во домашната економија. Така, расположливите високофреквентни показатели упатуваат на по поволни движења во реалната економија во четвртиот квартал, што се потврдува и со резултатите од анкетните истражувања, коишто покажуваат дополнително зајакнување на довербата на економските субјекти. Во иста насока делуваат и поместувањата на пазарот на труд, односно зголемувањето на номиналните плати, како и движењата на кредитниот пазар, односно солидната кредитна поддршка на банките на приватниот сектор. Забрзувањето на растот на паричната маса беше дополнително поддржано и од сезонските фактори карактеристични за крајот на годината, во пресрет на новогодишните и божиќните празници. Во вакви услови, растот на најшироката парична маса во поголем дел произлегува од најликвидната компонента M1 (со учество од 54% во вкупниот прираст), а значителен позитивен придонес во растот има и штедењето. Анализата на депозитите од рочен аспект укажува на истовремено солидно зголемување на долгорочните и на краткорочните депозити. Во однос на валутната структура, растот на депозитите во четвртиот квартал во поголем дел се должи на денарските депозити, при значителен придонес и на девизните депозити. Во услови на натамошна денаризација на депозитната база, на крајот на декември се забележува умерено намалување на учеството на девизните депозити во M4 на 37,1%, од 37,6% во септември. **На годишна основа, растот на најшироката парична маса во декември забави и се сведе на 5,3%, од 6,4% на крајот на септември.**



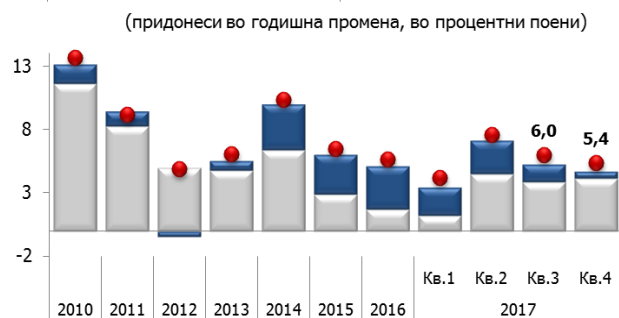
**Вкупниот депозитен потенцијал на банките во последниот квартал од годината оствари силен раст, со што неговиот квартален раст забрза од 0,8% на 5,7%.** Анализата на валутната структура укажува на позначителен придонес од денарските депозити кон



**Вкупни депозити**

	2016				2017			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
<b>квартални промени, во %</b>								
Вкупни депозити	0,1	-2,9	2,3	6,3	-1,3	0,2	0,8	5,7
<b>придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.</b>								
Депозитни пари	-0,4	-1,3	1,2	3,0	-1,3	1,0	0,7	3,0
Денарски депозити	0,01	-1,6	0,02	1,7	0,1	-0,4	-0,1	1,1
Девизни депозити	0,5	0,1	1,1	1,6	-0,1	-0,4	0,2	1,7
Краткорочни депозити	0,03	-1,0	0,4	2,5	-0,3	-0,9	-0,5	1,3
Долгорочни депозити	0,5	-0,5	0,7	0,8	0,3	0,1	0,7	1,5
Домаќинства	0,5	-2,5	1,2	2,5	0	0,6	0,6	2,9
Претпријатија	-0,4	-0,9	1,0	3,7	-1,5	-0,5	-0,2	2,8

Извор: НБРМ.



Извор: НБРМ.

**Депозити на домаќинствата**

	2016				2017			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
<b>квартални промени, во %</b>								
Вкупни депозити на домаќинствата	0,8	-3,5	1,8	3,7	0,1	0,9	0,9	4,1
<b>придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.</b>								
Депозитни пари	0,1	-0,9	0,6	2,1	-0,5	1,4	-0,1	2,5
Денарски депозити	0,3	-2,6	0,0	0,6	0,1	-0,4	0,2	0,5
Девизни депозити	0,4	0,0	1,1	0,9	0,5	-0,1	0,9	1,1
Краткорочни депозити	0,1	-1,8	0,6	0,6	0,2	-0,7	0,6	0,7
Долгорочни депозити	0,6	-0,8	0,5	0,9	0,4	0,2	0,4	1,0

Извор: НБРМ.

вкупното квартално зголемување, при солиден раст и на депозитите во странска валута. Од аспект на рочната структура, растот во поголем дел е резултат на повисоките долгорочни депозити, при значителен придонес кон растот и од краткорочните депозити. Од секторски аспект, растот на депозитниот потенцијал на банките во последниот квартал на 2017 година речиси подеднакво се должи на повисоките депозити на домаќинствата и на претпријатијата. Така, **кварталната стапка на раст на вкупните депозити на домаќинствата на крајот на декември изнесува 4,1%**, што претставува значително забрзување во однос на остварувањата во претходното тримесечје (раст од 0,9%). Солидниот раст на квартална основа се поврзува со неколку фундаментални и сезонски фактори коишто се карактеристични за крајот на годината. Така, повисоките депозити на домаќинствата во последниот квартал ги отсликуваат поволните движења на пазарот на труд (преку повисоките номинални плати, што во еден дел е резултат на зголемувањето на минималната плата во септември), предвремените исплати на пензии<sup>63</sup> и дел од платите во приватниот сектор, вообичаените исплати на бонуси за крајот на годината, како и исплатите на субвенциите од страна на државата во овој период. Дополнителен придонес во оваа насока има и натамошната солидна кредитна поддршка на домаќинствата од страна на банките. Од аспект на валутната структура, поголемиот дел од кварталниот прираст се должи на повисоките депозити во денари, при поумерен раст на депозитите во странска валута, што е спротивно на остварувањата во претходниот квартал, кога двигател на растот беа девизните депозити. Паралелно со поволните поместувања во валутната структура на депозитите на домаќинствата, во последниот квартал се забележува позитивна промена и во рочната структура на вкупното штедење. Имено, во четвртиот квартал се забележува посилен позитивен придонес на долгорочните депозити во вкупниот квартален раст во споредба со остварениот прираст на краткорочните депозити. **На годишна основа**, растот на вкупните депозити на домаќинствата во декември забрза достигнувајќи 6,1%, од

<sup>63</sup> Дел од банките ја исплатија декемвриската пензија на крајот на декември.



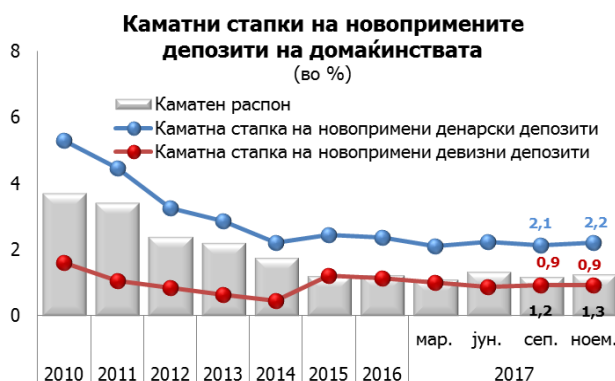
5,6% на крајот на септември.

**Вкупните депозити на претпријатијата во последното тримесечје од годината бележат значителен раст од 11,1% на квартална основа, наспроти остварениот пад во претходниот квартал (од 0,7%).** Освен поволните движења во реалниот сектор (умерениот раст на економијата во третото тримесечје и релативно поволните високофреквентни показатели за четвртиот квартал), како дополнителен фактор за зајакнатиот депозитен раст на претпријатијата може да се посочи и зголемената кредитна поддршка од страна на банките на овој сектор во последниот квартал, придонесувајќи за зголемување на мултипликативниот ефект од кредитирањето врз депозитите на корпоративниот сектор. Според анализата на валутната структура, кварталниот прираст во поголем дел произлегува од повисоките депозити во денари, а раст на квартална основа, но во помал обем, бележат и девизните депозити (наспроти остварениот пад во претходниот квартал). Од аспект на рочната структура, растот во четвртиот квартал во поголем дел е резултат на повисоките краткорочни депозити (наспроти остварениот пад во претходното тримесечје) при истовремено зголемување на позитивниот придонес на долгорочните депозити. **На годишна основа, депозитите на претпријатијата на крајот на декември се повисоки за 2,1%, што е понизок раст во споредба со растот на крајот на септември (од 5,6%).**

#### Депозити на претпријатијата

	2016				2017			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
<b>квартални промени, во %</b>								
Вкупни депозити на претпријатијата	-1,7	-3,6	4,2	14,9	-5,7	-1,9	-0,7	11,1
<b>придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п.</b>								
Депозитни пари	-2,3	-3,4	2,9	6,5	-3,6	-0,2	2,3	5,8
Денарски депозити	-0,1	0,0	-0,7	4,5	-0,5	-1,1	-1,5	2,0
Девизни депозити	0,6	-0,3	1,9	3,8	-1,6	-0,5	-1,5	3,3
Краткорочни депозити	-0,2	0,7	0,5	7,9	-2,2	-2,0	-3,4	3,7
Долгорочни депозити	0,8	-0,9	0,8	0,4	0,1	0,3	0,4	1,6

Извор: НБРМ.



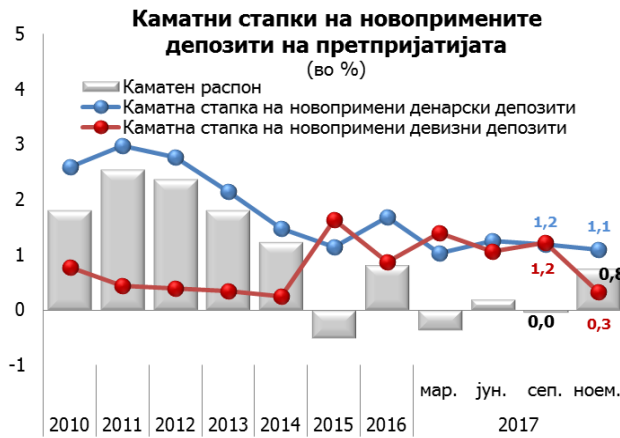
\*Податоци на крај на годината .

Извор: НБРМ.

**Според анализата на приносите од новото штедење,** во ноември, каматните стапки<sup>64</sup> на новопримените денарски депозити на домаќинствата бележат минимален раст од 0,1 п.п. во однос на септември, додека каматната стапка на девизните депозити и натаму е непроменета. Во вакви услови се забележува минимално проширување на каматниот распон помеѓу новото денарско и девизно штедење кај домаќинствата. Кај корпоративниот сектор, промените на каматните стапки на

<sup>64</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.

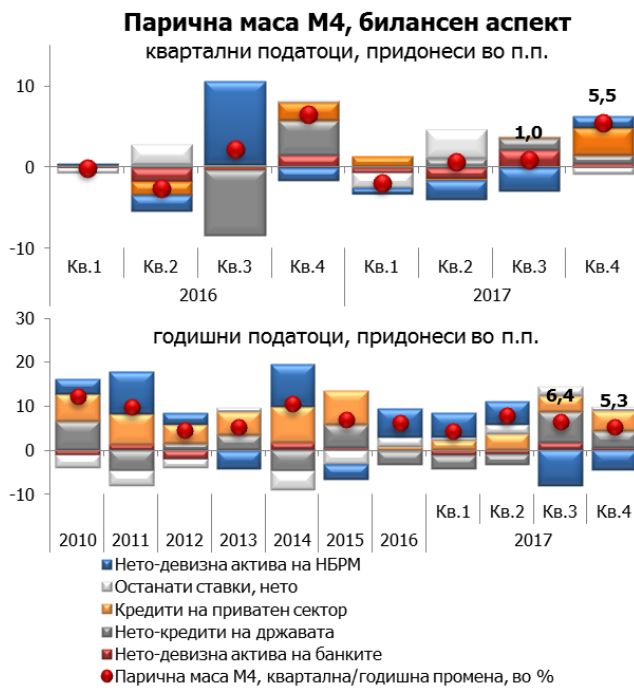




\*Податоци на крај на годината.

Извор: НБРМ.

депозитите се поизразени<sup>65</sup>, при што кај новопримените девизни депозити во ноември се забележува позначително намалување од 0,9 п.п. во однос на крајот на септември, додека денарските депозити бележат минимален пад од 0,1 п.п. Како резултат на ваквите поместувања, каматниот распон помеѓу новопримените денарски и девизни депозити на претпријатија во ноември се прошири за 0,8 п.п. Во однос на вкупните депозити, каматните стапки на денарските и девизните депозити на домаќинствата во ноември не забележаа позначителни промени во однос на септември и изнесуваат 2,2% и 0,8%, соодветно. Кај претпријатијата, каматните стапки на денарските депозити се задржаа на исто ниво како и во септември (2,2%), додека каматната стапка на девизните депозити е пониска за 0,1 п.п. и изнесува 1%. Во вакви услови, каматниот распон помеѓу денарското и девизното штедење кај домаќинствата и натаму е на стабилно ниво од 1,4 п.п., додека кај претпријатијата бележи минимално проширување и изнесува 1,2 п.п.



Извор: НБРМ.

**Анализата на структурата на паричната маса, од билансен аспект,** покажува дека остварениот квартален раст на паричната маса во последниот квартал од годината главно се должи на кредитите на приватниот сектор и на нето девизната актива на НБРМ. Дополнителен умерен придонес кон проширување на паричната маса имаат и нето-кредитите на државата и нето девизната актива на банките.

<sup>65</sup> Променливоста на каматните стапки на новопримените депозити на претпријатијата произлегува од фактот што тие се движени од обемот на новопримени депозити (кој од месец во месец може да варира) и нивната каматна стапка.

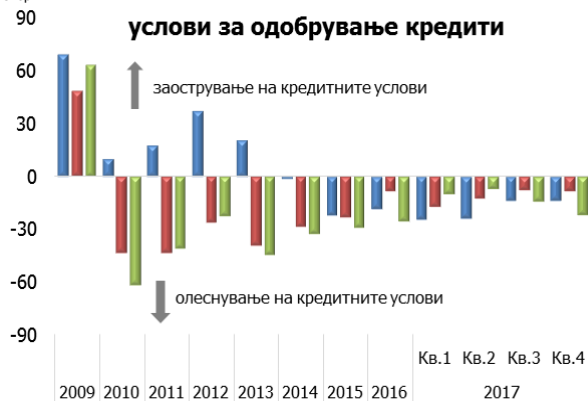




## 4.1.1. Кредитна активност

	2016				2017			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
<b>Вкупни кредити на приватен сектор</b>	<b>квартални промени, во %</b>							
Вкупни кредити на приватен сектор	0,1	-2,0	0,2	2,7	-0,8	2,2	0,2	4,1
<b>придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п</b>								
Денарски кредити	0,6	-1,1	0,5	3,2	-0,6	2,2	0,6	4,0
Девизни кредити	-0,6	-0,9	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	0,1
Краткорочни кредити	-1,1	-0,3	-0,5	1,6	-1,4	0,5	-0,6	2,0
Долгорочни кредити	1,0	2,2	0,9	1,7	0,8	1,1	0,9	2,1
Домаќинства	1,1	0,1	0,8	1,0	1,0	1,4	1,0	0,8
Претпријатија	-1,0	-2,1	-0,6	1,6	-1,8	0,8	-0,8	3,3

Извор: НБРМ.



Извор: Анкета за кредитна активност, НБРМ.

Во последниот квартал на 2017 година, банкарскиот сектор значително ја засили кредитната поддршка на приватниот сектор. Кварталната стапка на раст на вкупните кредити на крајот на декември изнесува 4,1%, што претставува значително забрзување во однос на остварувањата во третото тримесечје (раст од 0,2%). Ваквото засилување на кредитната активност во последното тримесечје на годината е вообичаено (се забележува во последните пет години) и во најголем дел се објаснува со значителниот раст на вкупните кредити на претпријатијата во овој период. Притоа, оствареното зголемување во четвртиот квартал од 2017 година објаснува 72% од целокупниот годишен прираст, што претставува повисоко учество во однос на просечниот придонес во претходните четири години (учество од околу 46%). Согласно со резултатите од последната анкета за кредитната активност<sup>66</sup>, забрзувањето на кредитниот раст во овој период соодветствува со поволните услови на страната на понудата и побарувачката на корпоративните кредити и кредитите наменети за секторот „домаќинства“.

Од секторски аспект, кредитните текови во последното тримесечје во најголем дел се резултат на зголеменото кредитирање на претпријатијата, со придонес од 80% во вкупниот квартален прираст. Ваквото остварување се разликува во однос на претходните три квартали, кога главен носител на растот беа кредитите на домаќинствата. Од аспект на валутната структура, зголемувањето на кредитната активност во овој период пред сè се должи на прирастот на денарските кредити, при мал позитивен придонес и од девизните кредити. Според анализата на рочната структура, кварталниот прираст на вкупните кредити речиси подеднакво се должи на повисоките долгорочни и краткорочни кредити. Учеството на сомнителните и спорните кредити во вкупните кредити на крајот на декември се намали за 0,3 п.п. во однос на септември и изнесува 6,3%. Ваквите промени се резултат на истовременото подобрување на квалитетот на кредитното портфолио на претпријатијата и на секторот

<sup>66</sup> Подетални информации се расположливи во рамки на Анкетата за кредитната активност на следнава врска: <http://nbrm.mk/?ItemID=F7AC78DEE498764FBAF39049F726CE3C>.



\* Се однесува на учеството на сомнителните и спорните побарувања во вкупните кредити на соодветниот сектор  
Извор: НБРМ.

**Кредити на домаќинствата**

	2016				2017			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
<b>квартални промени, во %</b>								
Вкупни кредити на домаќинствата	2,5	0,2	1,9	2,2	2,1	3,0	2,1	1,6
<b>придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п</b>								
Денарски кредити	2,5	0,1	1,7	2,1	2,0	2,6	1,8	1,6
Девизни кредити	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,1
Краткорочни кредити	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,5
Долгорочни кредити	2,4	3,1	1,8	2,7	1,9	2,8	1,9	2,3

Извор: НБРМ.



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

„домаќинства“.

**На годишна основа,** вкупните кредити во декември остварија раст од 5,7%, којшто беше повисок во споредба со септември (од 4,3%). Во текот на четвртиот квартал се забележува значително проширување на депозитната база, којашто беше делумно искористена за ново кредитирање. Во вакви услови, показателот на учеството на вкупните кредити во вкупните депозити бележи пад од 1,4 п.п. на квартална основа и на крајот на декември изнесува 88%.

**Во четвртиот квартал на 2017 година, кредитирањето на секторот „домаќинства“ и натаму расте, но умерено послабо во споредба со претходниот квартал** (1,6% на крајот на декември наспроти 2,1% во септември). Остварениот квартален прираст во поголем дел произлегува од зголемувањето на станбените кредити, при значителен позитивен придонес и од потрошувачките кредити. Кредитните картички и негативните салда по тековни сметки бележат квартален пад како резултат на сезонски фактори карактеристични за крајот на годината. Натомошните поволни движења во кредитирањето на домаќинствата во последниот квартал соодветствуваат со резултатите од Анкетата за кредитната активност коишто укажуваат на натамошно умерено нето-олеснување на вкупните кредитни услови, при истовремено нето-зголемување на побарувачката на станбените и потрошувачките кредити (наспроти нето-намалувањето во третиот квартал). Од аспект на валутната структура, растот најмногу произлегува од денарските кредити, при мал раст на кредитите во странска валута. Од аспект на рочната структура, растот во целост е резултат на повисоките долгорочни кредити, при умерено намалување на краткорочните кредити. **На годишна основа,** вкупните кредити на домаќинствата на крајот на декември се повисоки 9,2%, наспроти 9,8% на крајот на септември.

**Во текот на последното тримесечје на 2017 година, вкупните кредити одобрени на корпоративниот сектор забележаа силен квартален раст од 6,4%, наспроти падот од 1,6% во претходниот квартал.** Оствареното зголемување придонесува со 80% кон вкупниот кредитен прираст во последниот квартал од годината, што претставува вообичаена структура на раст

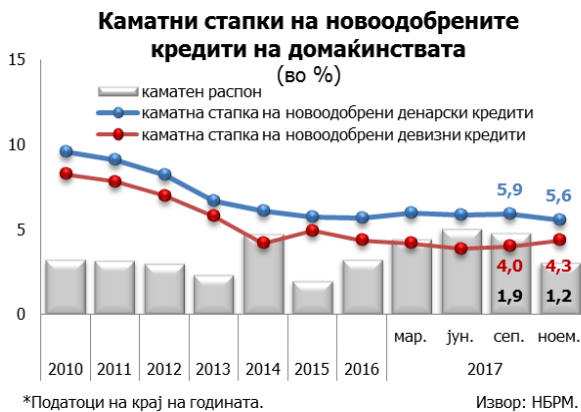


**Кредити на претпријатијата**

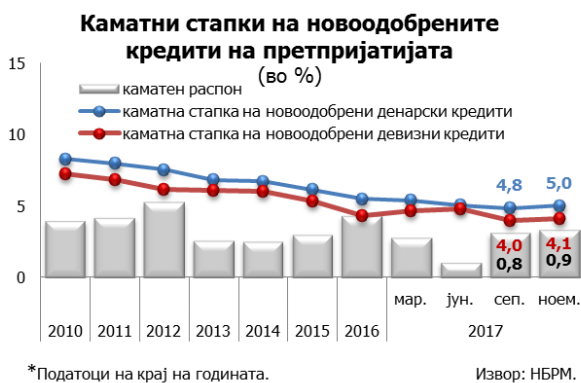
	2016				2017			
	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4	Кв.1	Кв.2	Кв.3	Кв.4
	<b>квартални промени, во %</b>							
Вкупни кредити на претпријатијата	-1,8	-3,8	-1,1	3,0	-3,3	1,6	-1,6	6,4
	<b>придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п</b>							
Денарски кредити	-0,7	-2,0	-0,4	4,0	-2,8	2,0	-0,4	6,2
Девизни кредити	-1,1	-1,8	-0,7	-1,0	-0,5	-0,4	-1,2	0,2
Краткорочни кредити	-2,0	-0,8	-0,9	3,3	-2,8	0,9	-1,3	4,5
Долгорочни кредити	0,0	1,4	0,2	0,8	-0,1	-0,4	0,1	1,8

Извор: НБРМ.

за крајот на годината. Според Анкетата за кредитната активност, поволните движења во кредитирањето на претпријатијата во поголем дел се должат на порастот на побарувачката на корпоративните кредити, а позитивен придонес има и задржувањето на нето олеснети кредитни услови од страна на банките. Податоците за валутната структура укажуваат на позначителен придонес на денарските кредити кон вкупниот квартален прираст, при умерено зголемување и на кредитите во странска валута. Од рочен аспект, растот на корпоративните кредити во поголем дел е резултат на повисоките краткорочните кредити, но во иста насока делуваат и долгорочните кредити. **На годишна основа**, вкупните кредити на претпријатијата на крајот на декември се повисоки за 2,8%, наспроти падот од 0,5% на крајот на септември.



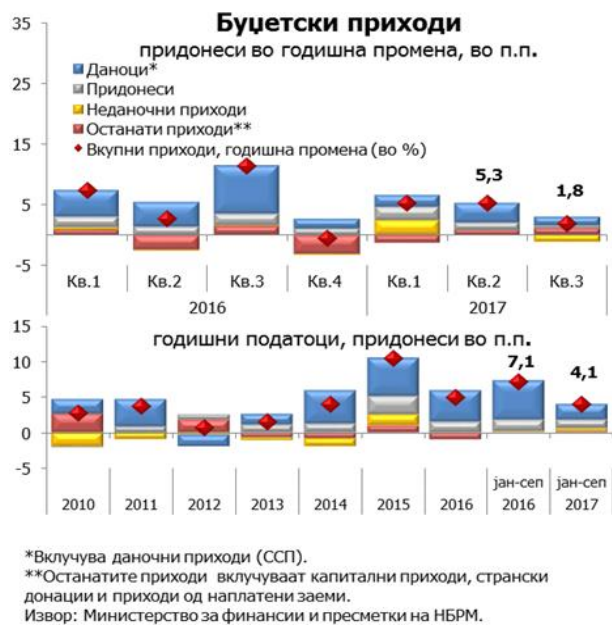
**Според податоците за каматните стапки на новоодобрените кредити<sup>67</sup>, во ноември**, промените кај денарските и девизните кредити на домаќинствата се во различна насока. Имено, каматната стапка на денарските кредити бележи пад од 0,4 п.п. во однос на септември и изнесува 5,6%, додека каматната стапка на девизните кредити е повисока за 0,3 п.п. и изнесува 4,3%. Во вакви услови, каматниот распон помеѓу новото денарско и девизно кредитирање изнесува 1,2 п.п. и бележи стеснување за 0,7 п.п. Кај претпријатијата, каматните стапки на новоодобрените денарски и девизни кредити се повисоки за 0,2 п.п. и 0,1 п.п., соодветно, во однос на септември и изнесуваат 5% и 4,1%, соодветно. Во вакви услови, каматниот распон бележи минимално проширување (од 0,8% на 0,9%). Во однос на вкупните кредити, каматните стапки на кредитите на домаќинствата и на претпријатијата на крајот на август се минимално пониски во однос на септември и изнесуваат 6,4% и 5,3%, соодветно.



<sup>67</sup> Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматни стапки. Подетални информации се расположливи во рамки на Кварталниот извештај, мај 2015, на страница 53.

## V. Јавни финансии

**Во третиот квартал од 2017 година, во Буџетот на Република Македонија (централен буџет и буџети на фондови), вкупните приходи и расходи беа повисоки за 1,8% и 3,0% на годишна основа, соодветно. Најголем придонес во растот на буџетските приходи имаат даноците, додека буџетските расходи во целост произлегуваат од тековните трошоци. Остварениот буџетски дефицит во третиот квартал на 2017 година изнесува 0,4% од БДП, што е на исто ниво во споредба со истиот период од минатата година. Дефицитот беше финансиран преку домашно задолжување и повлекување средства од депозитната сметка на државата кај Народната банка. Остварениот буџетски дефицит во периодот јануари-ноември изнесува 2,1% од БДП, што претставува 71,0% од предвидениот буџетски дефицит за 2017 година. Вкупниот јавен долг на крајот на третиот квартал од 2017 година изнесува 45,9% од БДП и е понизок за 0,2 п.п. во однос на крајот на претходниот квартал.**



**Во третиот квартал на 2017 година, годишниот раст на вкупните приходи во Буџетот на Република Македонија<sup>68</sup> изнесува 1,8%.** Анализирани според структурата, годишниот раст на буџетските приходи во најголем дел е под влијание на повисоките остварувања кај даноците и останатите приходи<sup>69</sup>, со придонес во годишниот раст од 1,5 и 1,0 п.п., соодветно. Приходите врз основа на придонеси имаат релативно понизок позитивен придонес (0,5 п.п.) во остварениот годишен раст, додека придонесот на неданочните приходи во Буџетот е негативен и изнесува 1,2 п.п. Во периодот јануари-септември 2017 година, буџетските приходи се повисоки за 4,1% на годишна основа, што главно произлегува од позитивниот придонес на даноците.

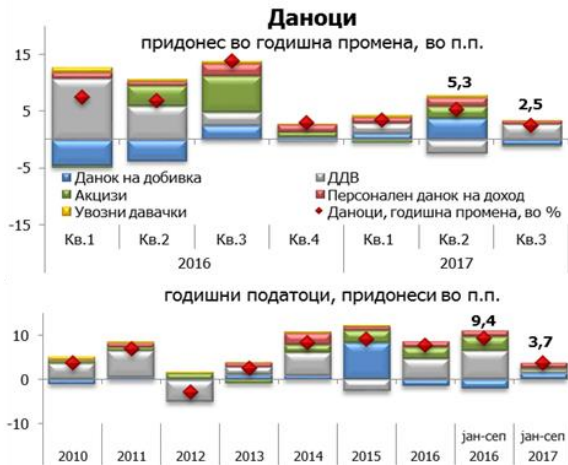
**Вкупните приходи од даноци<sup>70</sup> во третиот квартал на 2017 година се повисоки за 2,5% на годишна основа.** Растот на даноците, во најголем дел произлегува од повисоките остварувања кај индиректните даноци, додека вкупниот придонес на директните даноци е мал и негативен. Од аспект на индивидуалните даночни категории, носител на растот кај индиректните даноци се приходите од данокот на додадена вредност со придонес од 2,8 п.п. Од друга страна, во категоријата „директни даноци“, приходите врз основа на

<sup>68</sup> Централен буџет и буџети на фондови.

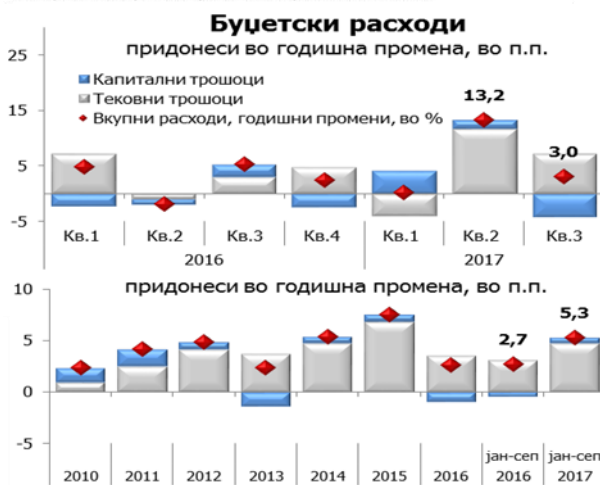
<sup>69</sup> Растот на останатите приходи во третиот квартал од годината главно произлегува од приливите врз основа на странски донации.

<sup>70</sup> Вклучува даночни приходи (ССП).





Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.



Извор: Министерство за финансии.



Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

персоналниот данок на доход имаат позитивен придонес од 0,6 п.п., додека придонесот на данокот на добивка е негативен и изнесува 0,9 п.п. Во периодот јануари-септември 2017 година, приливите во Буџетот врз основа на даноци се повисоки за 3,7% на годишна основа, при позитивен придонес кај речиси сите даночни категории. Притоа, придонесот од данокот на добивка и персоналниот данок на доход изнесува 1,3 п.п. и 1,1 п.п., соодветно и е релативно повисок во споредба со придонесот на данокот на додадена вредност, акцизите и увозните давачки (со придонес од 0,8 п.п., 0,6 п.п. и 0,3 п.п., соодветно).

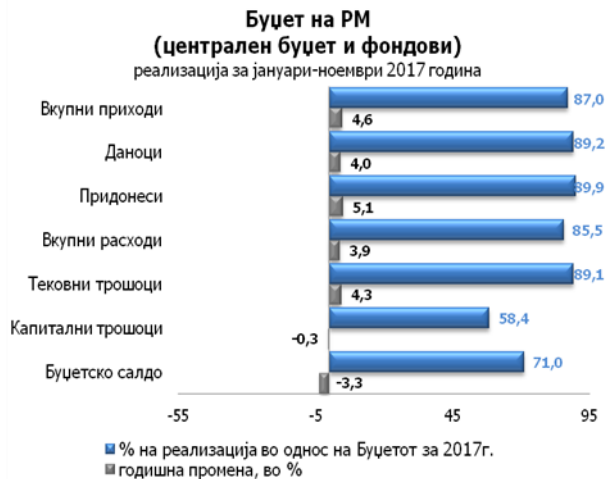
**Вкупните расходи во Буџетот на РМ во третиот квартал од 2017 година остварија раст од 3,0% на годишна основа.** Повисоките буџетски расходи во целост произлегуваат од повисоките тековни трошоци (придонес од 7,1 п.п. во годишниот раст), додека капиталните трошоци имаат негативен придонес во остварениот раст (од 4,1 п.п.). Анализирани по индивидуални категории на тековните трошоци, нивниот годишен раст од 8,0%, речиси подеднакво произлегува од повисоките трансфери (со придонес од 4,6 п.п.) и повисоките расходи за каматни плаќања (со придонес од 4,0 п.п.<sup>71</sup>). Трошоците врз основа на категориите „плати и надоместоци“ и „стоки и услуги“ имаат мал негативен придонес кон годишниот раст на тековните трошоци од 0,1 п.п. и 0,5 п.п., соодветно. Во периодот јануари-септември 2017 година, буџетските расходи се повисоки за 5,3% на годишна основа, што во најголем дел произлегува од повисоките расходи за тековни трошоци, а мал позитивен придонес имаат и капиталните трошоци.

**Во текот на третото тримесечје на 2017 година, во Буџетот на Република Македонија беше остварен дефицит од 2.745 милиони денари, или 0,4% од БДП<sup>72</sup>** што претставува слично остварување како истиот период од минатата година. Остварениот дефицит беше финансиран преку задолжување на државата на домашниот финансиски пазар и со повлекување средства од депозитната сметка на државата кај Народната банка. На збирна основа, за првите девет месеци од годината, остварениот буџетски дефицит изнесува 11.055 милиони

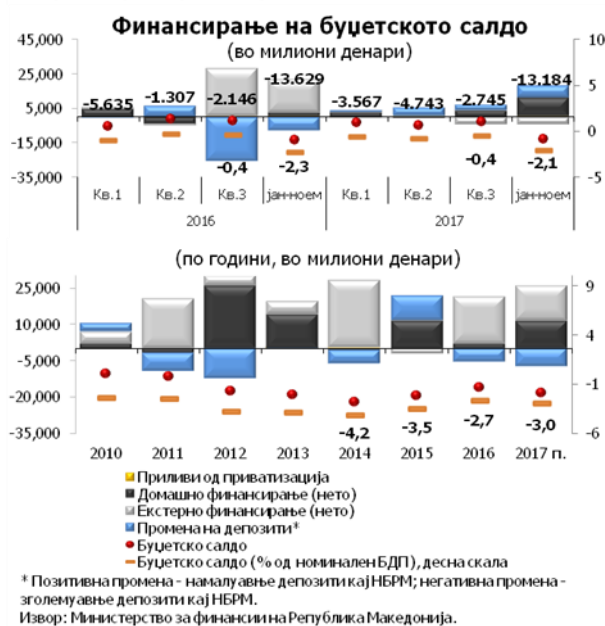
<sup>71</sup>Како резултат на достасаните обврски на државата врз основа на камата по надворешен долг.

<sup>72</sup> За номиналниот БДП за 2017 година се користени октомвриските проекции на НБРМ.





Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.



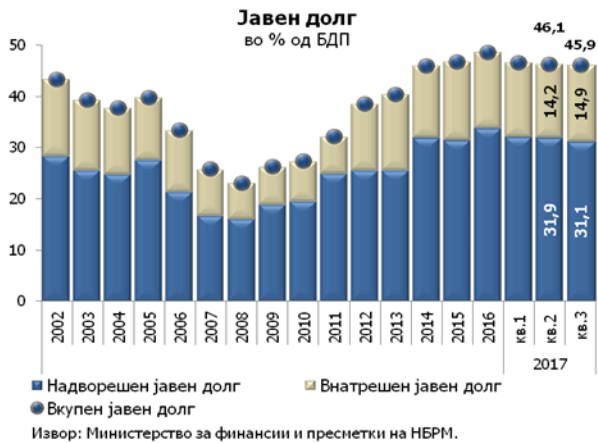
денари, или 1,8% од БДП, што претставува повисоко остварување во споредба со истиот период од минатата година (9.088 или 1,5% од БДП).

**Во периодот јануари-ноември 2017 година, вкупните буџетски приходи се повисоки во однос на истиот период во претходната година (за 4,6%).** Приходите од даноци остварија раст од 4,0%, на годишна основа, додека годишниот раст на придонесите изнесува 5,1%. **Буџетските расходи забележаа раст од 3,9%, на годишна основа.** Анализирани по категории, повисоките буџетски расходи на годишна основа во целост произлегуваат од повисоките тековни трошоци (со придонес од 4,0 п.п.), додека придонесот на капиталните трошоци е негативен. Во анализираниот период, беше остварен буџетски дефицит од 13.184 милиони денари, или 2,1% од БДП, којшто беше понизок во споредба со истиот период од минатата година (буџетски дефицит од 13.629 милиони денари, или 2,3% од БДП). Остварениот буџетски дефицит во периодот јануари – ноември 2017 година претставува 71,0% од планираниот дефицит за 2017 година, што е повисоко остварување во споредба со истиот период од претходната година (58,9%).

**Финансирањето на буџетскиот дефицит** во периодот јануари – ноември 2017 година, во поголем дел, се изврши преку нето-емисија на државни хартии од вредност на домашниот пазар и во помал обем преку повлекување на дел од депозитите на државата кај НБРМ.

**На крајот на третото тримесечје од 2017 година, вкупниот јавен долг<sup>73</sup> изнесува 45,9% од БДП,** што е помалку за 0,2 п.п. во споредба со претходниот квартал. Со тоа јавниот долг бележи намалување на квартална основа, четири квартали последователно. Анализата на неговите компоненти укажува дека оствареното намалување се должи на пониското надворешно задолжување (за 0,8 п.п.), додека домашниот долг забележа зголемување (за 0,6

<sup>73</sup> Јавниот долг е дефиниран со Законот за јавен долг („Службен весник на РМ“ бр. 165/14), согласно со кој тој претставува збир на државниот долг и долгот на јавните претпријатија основани од државата или од општините, општините во Градот Скопје и Градот Скопје, како и трговските друштва коишто се во целосна или во претежна сопственост на државата или на општините, општините во Градот Скопје и Градот Скопје за кои државата има издадено државна гаранција.



п.п.). Така, на крајот на третиот квартал, надворешниот долг изнесува 31,1% од БДП, додека домашниот долг изнесува 14,9% од БДП. Гледано од аспект на должничката структура, вкупниот државен долг<sup>74</sup> на крајот на септември е помал за 0,1 п.п. и изнесува 37,9% од БДП, додека долгот на јавните претпријатија<sup>75</sup> е помал за 0,1 п.п. и изнесува 8,0% од БДП. На збирна основа, во првите девет месеци од 2017 година, вкупниот јавен долг се намали за 2,5 п.п. од БДП.

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

	Буџет за 2017	Резултат на Буџет за 2017	Кв. 2017				октомври-ноември 2017	Годишни промени, период од 2017 год. во однос на истиот период од претходната година, во %				Придонос во годишна промена, период од 2017 год. во однос на истиот период од претходната година, во п.п.			
			Кв.1 2017	Кв.2 2017	Кв.3 2017	октомври-ноември 2017		Кв.1 2017	Кв.2 2017	Кв.3 2017	октомври-ноември 2017	Кв.1 2017	Кв.2 2017	Кв.3 2017	октомври-ноември 2017
остварено во мил. денари															
<b>ВКУПНИ ПРИХОДИ</b>	<b>187,612</b>	<b>184,745</b>	<b>42,734</b>	<b>43,634</b>	<b>44,601</b>	<b>29,742</b>	<b>5.3</b>	<b>5.3</b>	<b>1.8</b>	<b>6.8</b>	<b>5.3</b>	<b>5.3</b>	<b>1.8</b>	<b>6.8</b>	
Даночни приходи и придонеси	160,746	159,497	37,346	39,421	39,563	26,125	4.8	5.0	2.2	5.3	4.2	4.5	2.0	4.7	
Даночи	107,197	105,069	24,594	26,043	26,108	16,982	3.7	5.5	2.6	4.5	2.2	3.3	1.5	2.6	
Придонеси	51,879	52,742	12,472	12,994	13,043	8,907	7.7	4.3	1.6	7.8	2.2	1.3	0.5	2.3	
Неданочни приходи	17,516	16,321	4,399	2,570	3,037	2,254	28.6	0.5	-14.6	2.5	2.4	0.0	-1.2	0.2	
Капитални приходи	2,613	1,941	121	238	741	136	-80.3	-13.5	-8.1	-28.4	-1.2	-0.1	-0.1	-0.2	
Странски донации	6,287	6,636	856	1,306	1,204	1,165	5.0	41.2	71.8	95.5	0.1	0.9	1.1	2.0	
Приходи од наплата на земји	450	350	12	99	56	62	-85.9	-18.2	14.3	-7.5	-0.2	-0.1	0.0	0.0	
<b>ВКУПНИ РАСХОДИ</b>	<b>206,219</b>	<b>203,312</b>	<b>46,301</b>	<b>48,377</b>	<b>47,346</b>	<b>31,871</b>	<b>0.2</b>	<b>13.2</b>	<b>3.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.2</b>	<b>13.2</b>	<b>3.0</b>	<b>-1.6</b>	
Тековни трошоци	179,265	179,565	41,245	44,749	44,504	29,527	-4.3	12.6	8.0	0.6	-4.0	11.7	7.1	0.5	
Капитални трошоци	26,954	23,747	5,056	3,628	2,842	2,344	60.9	21.0	-39.9	-23.0	4.1	1.5	-4.1	-2.2	
<b>БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ / СУФИЦИТ</b>	<b>-18,607</b>	<b>-18,567</b>	<b>-3,567</b>	<b>-4,743</b>	<b>-2,745</b>	<b>-2,129</b>	<b>-36.7</b>	<b>262.9</b>	<b>27.9</b>	<b>-53.1</b>					
Финансирање	18,607	18,567	3,567	4,743	2,745	2,129									
<b>Притив</b>	<b>37,132</b>	<b>36,920</b>	<b>4,742</b>	<b>8,356</b>	<b>12,172</b>	<b>5,116</b>									
Приходи од приватизација	0	0	3	76	0	282									
Странски заеми	17,634	23,535	608	1,279	1,012	412									
Деловити	1,664	-7,421	899	4,900	3,293	-2,124									
Државни записи	17,824	20,796	3,232	2,101	7,867	6,546									
Продажба на акции	10	10	0	0	0	0									
<b>Одлив</b>	<b>18,526</b>	<b>18,353</b>	<b>1,175</b>	<b>3,613</b>	<b>9,427</b>	<b>2,987</b>									
Отплата на главница	18,526	18,353	1,175	3,613	9,427	2,987									
Надворешен долг	9,232	9,057	662	1,133	5,161	945									
Домашен долг	9,294	9,296	513	2,480	4,266	2,042									

Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

<sup>74</sup> Државниот долг е дефиниран како збир на долговите на централната и локалната власт.

<sup>75</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).



## Прилог 1: Алтернативна Беверицова крива

**Констатацијата за можна подобрена ефикасност на пазарот на труд, дадена понапред во рамки на Кварталниот извештај, произлегува од интерпретацијата на класичната Беверицова крива.** Имено, Беверицовата крива претставува графички приказ на врската помеѓу стапката на невработеност и стапката на слободни работни места. Притоа, она што е од интерес за аналитичарите е насоката на нејзиното поместување коешто може да биде последица од цикличните флукуации на економијата, а во одредени случаи може да упатува и на промени во ефикасноста на пазарот на труд. Теоретски, фазите на експанзија се одликуваат со ниска невработеност и висока стапка на слободни работни места, додека, пак, за рецесиите е карактеристична повисока невработеност и пониска стапка на слободни работни места. Од друга страна, доколку стапката на слободни работни места е стабилна, а невработеноста се намалува, каков што е случајот во македонската економија во последниот период, таквата поставеност на кривата дава индикација за можно подобрување на ефикасноста, односно на можно подобрување на процесот на поврзување на понудата со побарувачката на вештини на пазарот на трудот<sup>76</sup>.

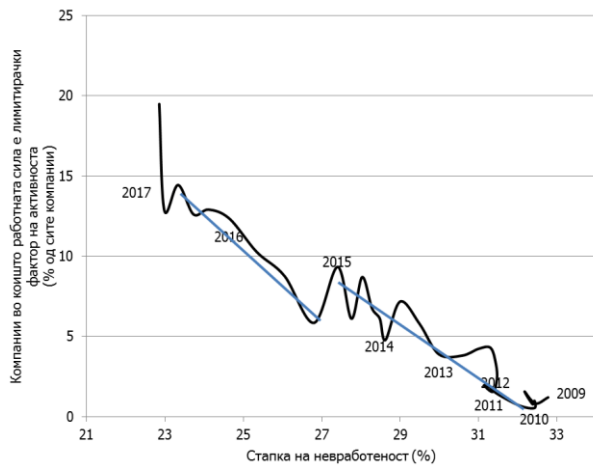
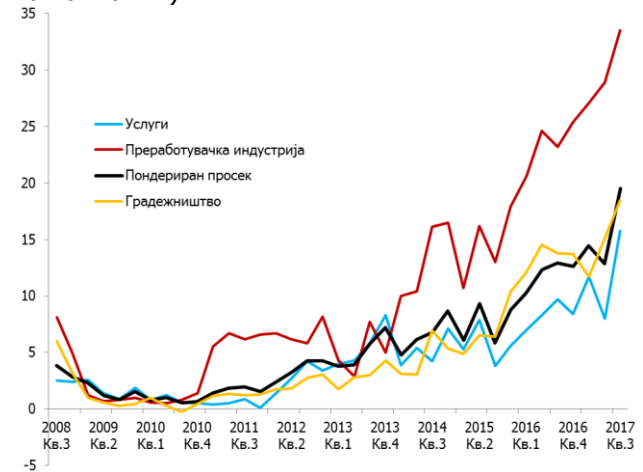
**Имајќи ја предвид релативно кусата серија податоци за стапката на слободни работни места во македонската економија<sup>77</sup>, правиме обид да ја провериме констатацијата за промените во ефикасноста на пазарот на труд преку конструкција на алтернативна Беверицова крива.** При конструирањето на оваа алтернативна крива, **наместо стапката на слободни работни места** го користиме податокот за **процентот на компании коишто изјавиле дека недостатокот на работна сила е еден од факторите коишто ја ограничуваат активноста**, заснован врз анкетни истражувања на Европската комисија спроведени на примерок на компании од преработувачката индустрија, градежништвото и услужните дејности<sup>78</sup>. Ваквиот начин на конструкција на кривата се применува претежно во земјите во коишто нема податок за стапката на слободни работни места.<sup>79</sup> Кривата ја конструираме за подолг временски период, односно од вториот квартал на 2009 година до третиот квартал на 2017 година.

<sup>76</sup> Повеќе информации на оваа тема се достапни во веќе постојно истражување објавено во рамки на Кварталниот извештај од мај 2015 година (Прилог 2: Беверицова крива за Македонија и споредбена анализа со останатите европски земји) .

<sup>77</sup> Од 2012 година .

<sup>78</sup> Показателите за бизнис-климата се засновани врз анкетни истражувања на Европската комисија спроведени на примерок на компании од преработувачката индустрија, градежништвото и услужниот сектор (со исклучен јавен сектор). Резултатите даваат информации за процентот на испитаници коишто изјавиле дека недостигот на работна сила е еден од факторите коишто го ограничуваат производството во споредба со претходните три месеци. Воедно, како пондери за пресметка на агрегираниот показател, се користат нормализираните учества во номиналната додадена вредност на секој од овие сектори, за секој квартал соодветно.

<sup>79</sup> Повеќе информации на оваа тема се достапни во „The Beveridge curve and the mismatching of professional skills in the euro area“, FOCUS, Caixa Bank Research, November 2015

Графикон 1  
Беверицова криваГрафикон 2  
Работната сила како ограничувачки фактор (% на компании)

Извор: Европска комисија, Показатели за бизнис климата во индустријата, градежништвото и услужниот сектор; Анкета за работна сила на ДЗС и пресметки на НБРМ.

**Следењето на поместувањето на оваа алтернативна Беверицова крива главно упатува дека тоа се должи на поволните флукутации на бизнис-циклусот. Имено во целиот овој период постои тренд на намалување на невработеноста, при истовремено, генерално зголемување на слободните работни места, односно во овој случај зголемување на согледувањата од страна на компаниите за недостаток на работна сила.** Доколку движењето на алтернативната Беверицова крива го разгледаме подетално, можат да се забележат и периоди на подобрување, но и периоди на влошување на ефикасноста (односно, поместувања на кривата во насока на приближување, односно оддалечување од координатниот почеток, соодветно). Сепак, она што би требало да се истакне е **постоенето на специфична пресвртна точка во третиот квартал на 2015 година**, кога се забележува позначително намалување на невработеноста, при истовремено значително подобрување на согледувањата поврзани со недостатокот на работна сила, што покажува подобрена ефикасност на пазарот на труд. Веднаш потоа, намалување на невработеноста продолжува, но согледувањата на раководителите за работната сила повторно се влошуваат, упатувајќи на тоа дека бизнис-циклусот и натаму придонесува за поместувањето на пазарот на труд. **Но, клучната промена е што од овој квартал натаму Беверицовата крива трајно се поместува надолу** (графикон 1 – видливо надолно поместување на линијата на трендот), **укажувајќи на потрајно зголемување на ефикасноста на пазарот на трудот – заклучок и од анализата на врската помеѓу невработеноста и стапката на слободни работни места.**

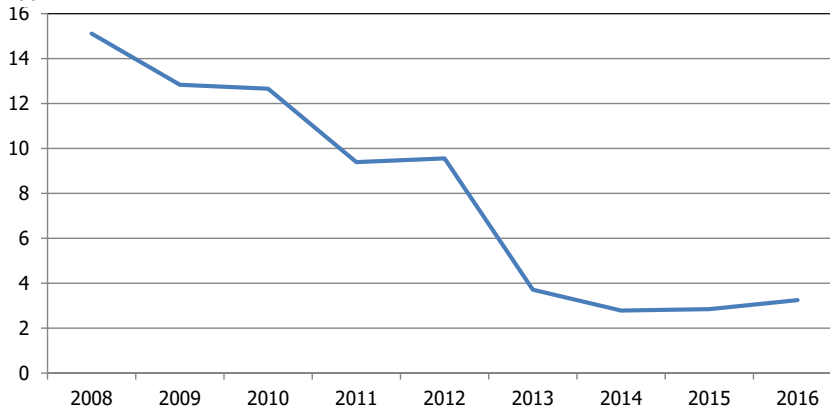
Еден дополнителен алтернативен показател за ефикасноста/неефикасноста на пазарот на трудот во литературата е и (не)совпаѓањето на професионалните вештини коишто се побаруваат од страна на фирмите и оние коишто се нудат од страна на работната сила. Еден од начините да се оцени ефектот од ваквото несовапаѓање врз ефикасноста на пазарот на трудот претставува конструирањето **индекс на несовапаѓање на вештините** (англ. Skill Mismatch Index (SMI)). Овој индекс го споредува образовното ниво на работната сила (како понуда) со она на вработените (побарувачка на труд)<sup>80</sup>. Во Македонија, се забележува надолен тренд на индексот и негова стабилизација во последните три години, што исто така упатува на намалување на неусогласеноста помеѓу понудата и побарувачката на вештините, односно за одредени поволни промени во однос на ефикасноста на пазарот на труд.

<sup>80</sup>  $SMI_t = \sum_{i=1}^6 (A_{it} - E_{it})^2$ , каде што  $A_{it}$  е процент од работната сила, а  $E_{it}$ , процент од вработените со образовно ниво  $i$ , за периодот  $t$ . Подетална дискусија за индексот е достапна во „Euro Area Labour Markets and the Crisis“, Occasional Paper Series 138 – 2012, ECB.



Графикон 3

Индекс на несовпаѓање на вештините



Извор: ДЗС и пресметки на НБРМ

Се разбира овие констатации треба да се толкуваат внимателно, бидејќи се само индикација за одредени поволни поместувања, иако во услови на сè уште висока невработеност, а особено висока долгорочна невработеност тешко е со прецизност да констатираат вакви промени. Всушност и фактот што при сè уште висока невработеност, согледувањата на компаниите за недостаток на работна сила се зголемуваат и на пример, во третиот квартал на 2017 година достигнуваат историски максимум од околу 20% (просекот за целиот период изнесува околу 6%), посочува дека и покрај подобрувањето, сепак структурните проблеми на пазарот на труд и понатаму се присутни. Доколку согледувањата на компаниите и натаму се влошуваат и станува сè потешко да се најде соодветна работна сила, во тој случај постои веројатност за појава на воздржаност од раст на постојните фирми, или, пак, воздржаност за создавање нови фирми, што секако може да ги продлабочи структурните проблеми и да доведе до т.н. инхерентна неефикасност на пазарот на трудот, т.е. неефикасност којашто тешко може да се отстрани со фазата на бизнис-циклусот<sup>81</sup>.

## Прилог 2: 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 транзиција<sup>82</sup> и ги опфаќаат речиси половината од вкупните меѓународни финансиски обврски на овие земји<sup>83</sup>. 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.**

<sup>81</sup> Констатацијата соодветствува со наодите елаборирани во „Structural Unemployment in Bulgaria from 2007 onward“, Y. Alexiev, Economic Policy Review, Institute for Market Economics, March 2015.

<sup>82</sup> 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.

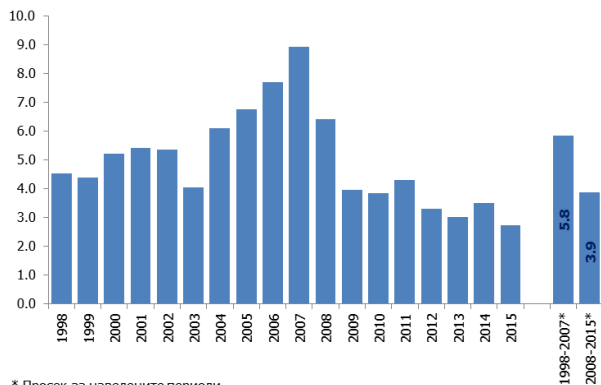
<sup>83</sup> 25 Years of Transition Post-Communist Europe and the IMF – IMF, 2014.





Гледано според динамиката, приливите преку СДИ во земјите од регионот<sup>84</sup> 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 економии<sup>85</sup>. 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 промоција на конкурентноста и во делот на владеењето на правото. Позитивните промени, надолжени 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.

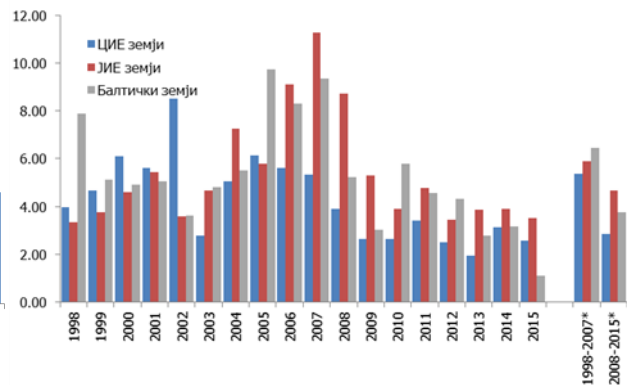
Графикон 1 Просечен износ на СДИ во анализираниите земји, како % од БДП



\* 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 должничката наспроти должничката компонента. Имено, СДИ се состојат од три основни форми, сопственички (акционерски) капитал, реинвестирана добивка и

<sup>84</sup> Со исклучок на 2003 година.

<sup>85</sup> 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“).

**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.**

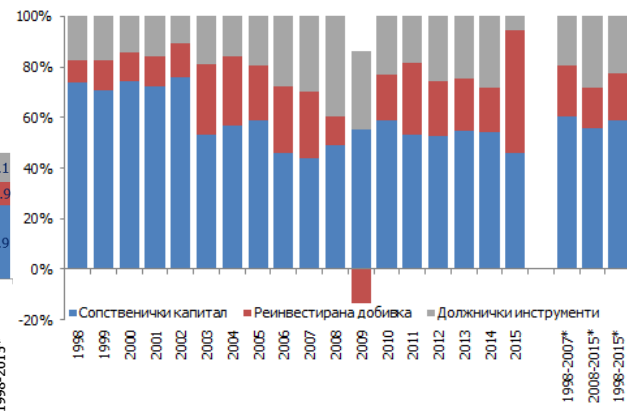
Графикон 3 Структура на просечните СДИ во анализираните земји, како % од БДП



\* Просек за наведените периоди.

Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

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



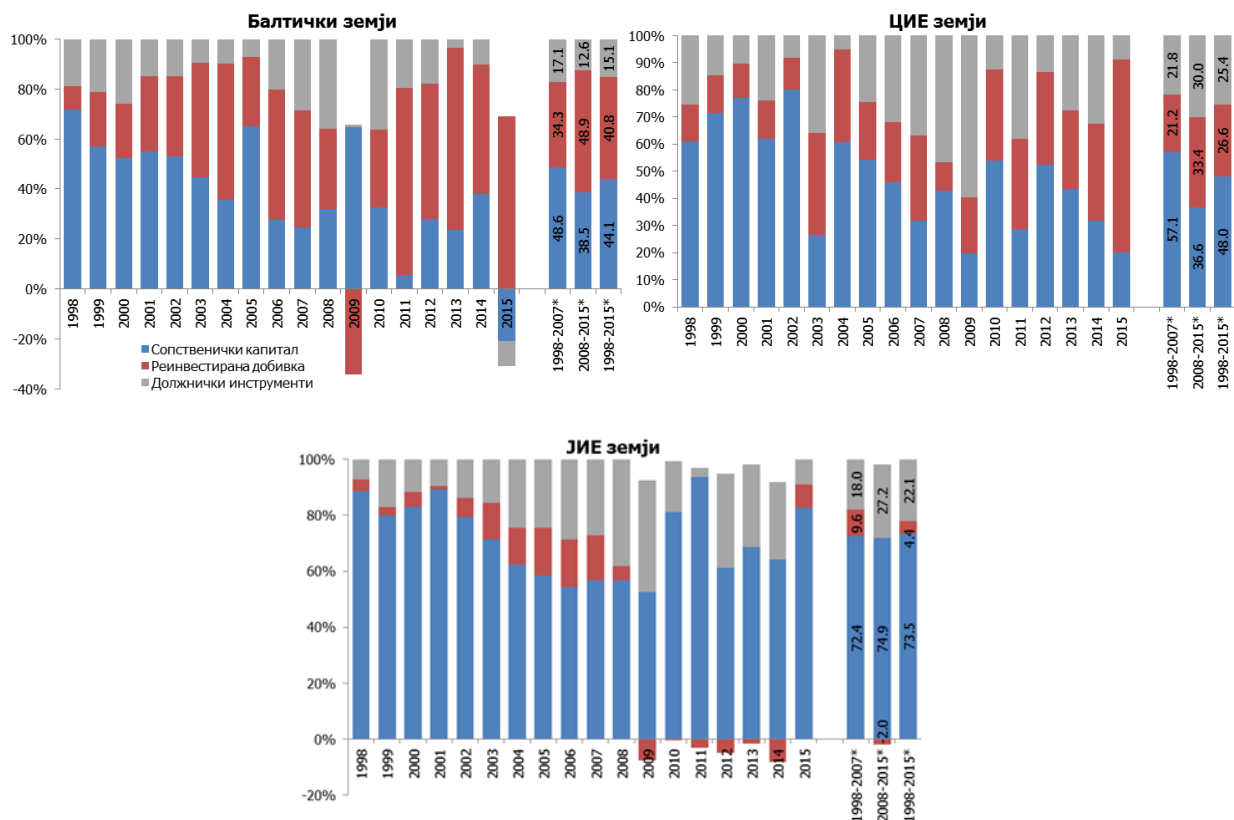
Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

**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 ЕУ<sup>86</sup>,

<sup>86</sup> Земјите од анализата имаат различен статус во однос на членството во ЕУ. Балтичките земји и земјите од ЦИЕ 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.



како и период на поволен 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 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 анализираните 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.

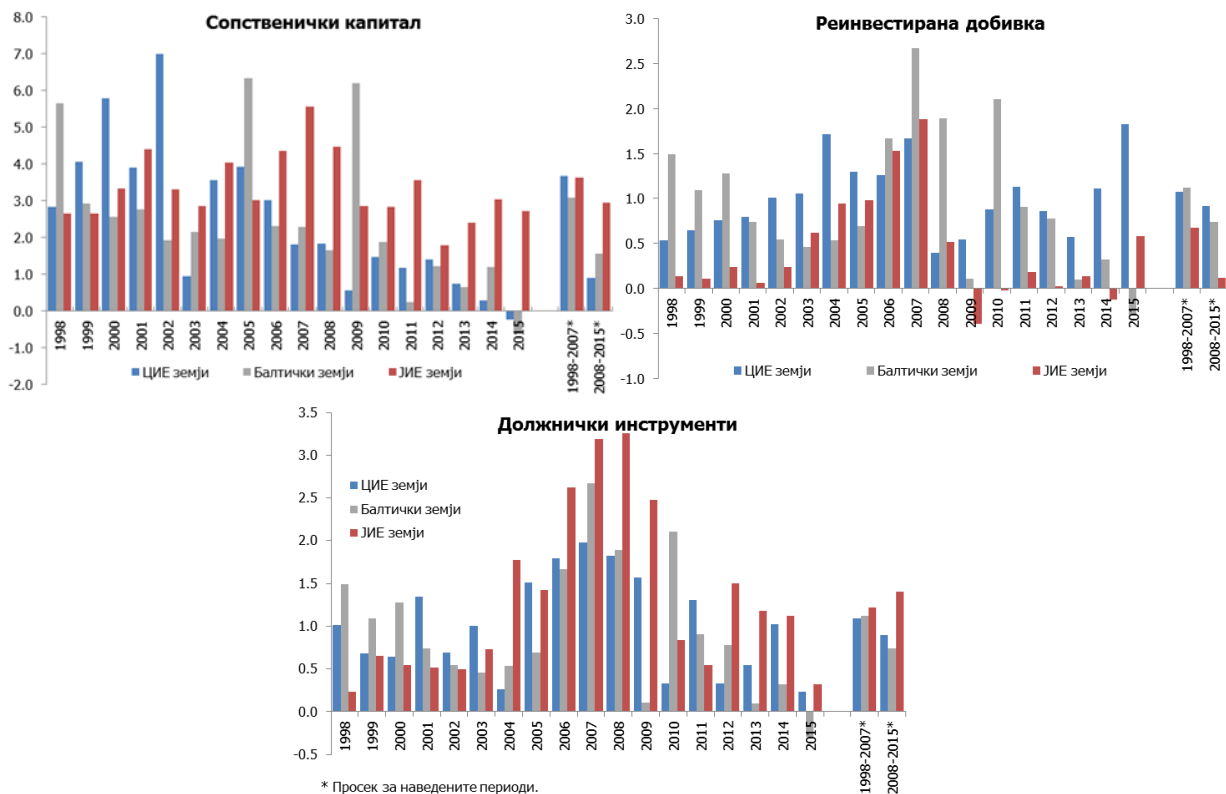
**Од аспект на компонентите на СДИ коишто придонесуваат за ваквите остварувања,** кај балтичките економии и земјите од ЦИЕ, намалувањето на директните инвестиции во периодот 2008-2015 година во споредба со периодот 1998-2007 година во поголем дел произлегува од сопственичкиот капитал, чиешто просечно 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 година<sup>87</sup>. 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.

---

<sup>87</sup> 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



\* Просек за наведените периоди.

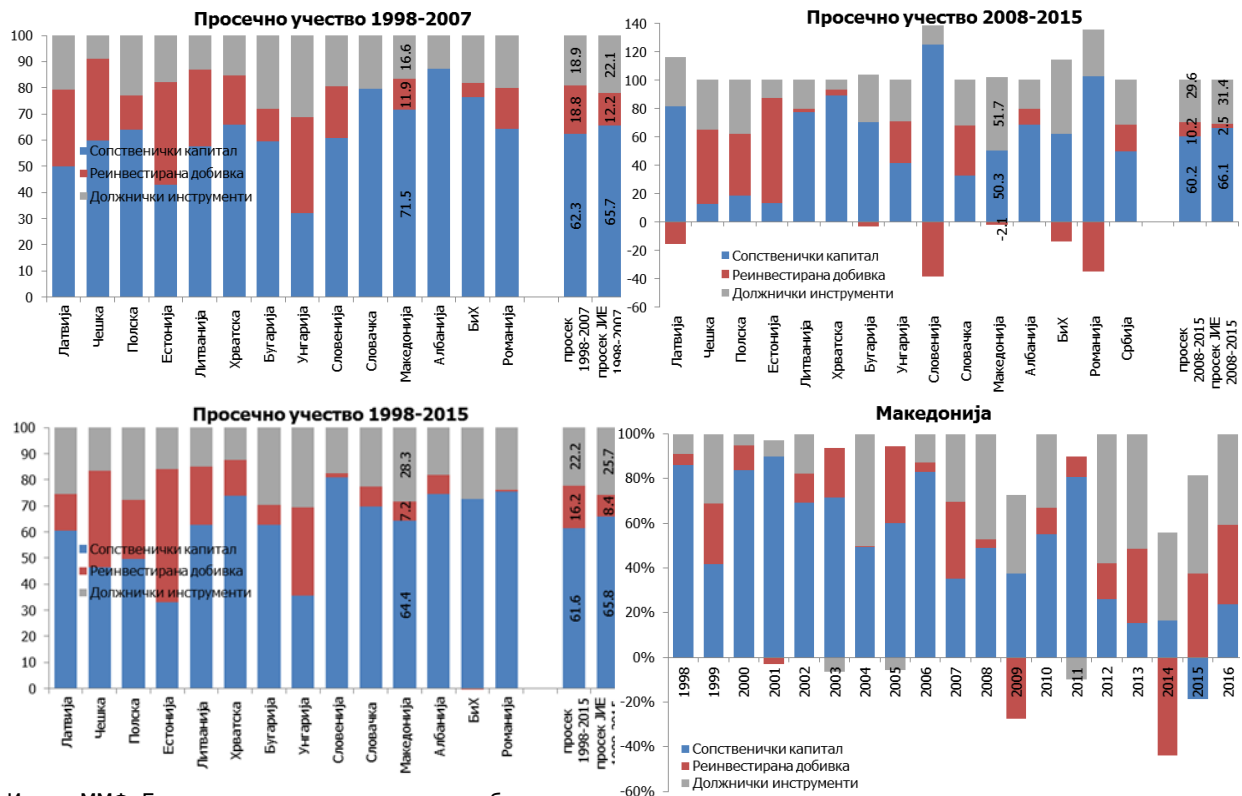
Извор: ММФ, Еуростат и национални централни банки.

**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 земјата<sup>88</sup>, 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 анализираните 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 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.

<sup>88</sup> Согласно со податоците од билансот на плаќања на анализираните 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.



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 изразено 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.