

Народна банка на Република Македонија



Квартален извештај
мај 2015



Содржина

| | |
|--|-----------|
| Вовед | 3 |
| I. Макроекономски движења | 6 |
| 1.1. Меѓународно економско окружување | 6 |
| 1.2. Домашна понуда | 12 |
| 1.3. Агрегатна побарувачка | 16 |
| 1.3.1. Лична потрошувачка | 17 |
| 1.3.2. Јавна потрошувачка | 18 |
| 1.3.3. Инвестициска потрошувачка | 19 |
| 1.3.4. Нето извозна побарувачка | 20 |
| 1.4. Вработеност и плати | 21 |
| 1.5. Инфлација | 24 |
| Прилог 1: Анкета за инфлациските очекувања | 28 |
| 1.6. Биланс на плаќања | 29 |
| 1.6.1. Тековна сметка | 29 |
| Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК) | 32 |
| 1.6.2. Финансиска сметка | 36 |
| 1.6.3. Меѓународна инвестициска позиција и бруто надворешен долг | 38 |
| II. Монетарна политика | 42 |
| 2.1. Ликвидност на банките и движења на меѓубанкарскиот пазар на пари | 46 |
| 2.2. Монетарни и кредитни агрегати | 49 |
| 2.2.1. Монетарни агрегати | 50 |
| 2.2.2. Кредитна активност | 54 |
| III. Јавни финансии | 57 |
| IV. Берзански индекси и цени на недвижности | 63 |
| V. Макроекономски проекции и ризици | 65 |
| 5.1. Претпоставки во проекцијата за надворешното окружување | 65 |
| 5.2. Проекција и ефекти врз монетарната политика | 69 |
| 5.3. Споредба со претходната проекција | 75 |
| VI. Аналитички прилози | 79 |



Вовед

Во текот на првиот квартал на 2015 година, НБРМ ја задржа основната каматна стапка непроменета на нивото од 3,25%. Ваквата одлука беше заснована врз најновите остварувања кај клучните макроекономски и финансиски показатели, коишто не укажаа на позначајни промени во амбиентот за спроведување на монетарната политика споредено со последните макроекономски проекции на НБРМ од октомври 2014 година. Промените во **инфлацијата** (вкупната и базичната) и во текот на првиот квартал беа во насока на намалување на годишна основа, посилено од проектираното, што и натаму главно се должи на фактори на страната на понудата. Оттука, беше оценето дека приспособувањето на општото ценовно ниво е привремено и не создава ризици од продолжена дефлација. Растот на **економската активност** во 2014 година беше во рамки на очекувањата, а најновите краткорочни индикатори укажаа на натамошно задржување на позитивните трендови и од почетокот на 2015 година. Банките продолжија да го поддржуваат економскиот раст преку натамошно зголемување на **кредитната активност**, којашто на крајот на март е над очекувањата со октомвриската проекција. Анкетните согледувања покажуваат позитивни поместувања и на страната на понудата и на страната на побарувачката на кредити со што и двата фактора што го движат кредитниот пазар придонесуваат кон стимулирање на кредитниот раст. Движењата на девизниот пазар во првиот квартал беа стабилни, при што НБРМ реализираше нето-откуп на девизни средства. Сепак, **девизните резерви** забележаа пад на квартална основа, што во најголем дел се должи на предвремената отплата на кредитот од ММФ, користен во рамки на Кредитната линија за претпазливост. Доколку се исклучи овој ефект, падот на девизните резерви е поумерен и е во согласност со октомвриската проекција. Показателите за адекватност на резервите и натаму укажуваа на соодветно ниво на девизни резерви за справување со евентуалните шокови. **Глобалното окружување** не претрпе позначајни промени во однос на последните оценки. Така, **ризиците околу идните движења во домашната економија** и во овој период беа оценети дека се главно од надворешна природа, поврзани со неизвесноста околу динамиката на глобалниот раст и промените во цените на примарните производи, иако за евро-зоната се ублажени со последната поддршка од монетарната политика на ЕЦБ. **Во вакви услови на натамошно задржување солиден економски и кредитен раст, коишто не создаваат нерамнотежи преку инфлациски притисоци или притисоци врз девизните резерви, а при сè уште присутни надворешни ризици, досегашното монетарно олабавување беше оценето како доволно. Воедно, беше оценето дека излегувањето на НБРМ од зоната на приспособлива монетарна политика ќе биде условено од трендовите во надворешниот сектор.**

Во периодот помеѓу двете проекции, покрај **промените во појдовните услови кај дел од показателите за домашната економија**, одредени промени настанаа и кај очекуваните движења на **главните показатели на надворешното окружување**. Оваа констатација особено се однесува на **странската ефективна инфлација**, упатувајќи на поповолни услови на размена и значително помали притисоци од увозните цени врз инфлацијата во текот на 2015 и 2016 година. **Промените се направени и кај претпоставките за странската ефективна побарувачка**, каде што и понатаму се очекува закрепнување во текот на оваа и наредната година, иако во 2015 година тоа ќе биде со умерено послабо темпо од претходно очекуваното, главно заради послабите очекувања за дел од земјите во регионот, додека за дел од земјите во евро-зоната очекувањата се корегирани во нагорна насока. Промените во оцените за растот на евро-зоната, во голема мерка се темелат на квантитативното олеснување на ЕЦБ, преку коешто се креира дополнителна ликвидност како дополнителен поттик за растот на економиите. Како и во претходните оценки, динамички гледано се очекува дека надворешното окружување ќе биде постимулативно на среден рок.

И покрај **умереното закрепнување на странската побарувачка**, оцените за растот на домашната економија и понатаму упатуваат на **солидни остварувања и очекувања за иднината. Податоците упатуваат на остварен раст на БДП од 3,8% во 2014 година**, во согласност со очекувањата во октомврискиот циклус проекции, додека високофреквентните



индикатори укажуваат на продолжување на солидниот раст и во првиот квартал на 2015 година. Овие движења, во комбинација со очекуваната патека на клучните надворешни и домашни фактори, упатуваат на засилување на динамиката на раст на економијата во наредниот период. Имено, **се очекува раст на домашната економија од 4,1% во 2015 година и дополнително забрзување на растот на 4,5% во 2016 година, односно се задржуваат претпоставките за растот од октомвриската проекција.** Ваквите оценки се базираат врз индикациите за натамошно „раздвојување“ на брзината и интензитетот на раст на македонската економија од поблагото закрепнување на странската ефективна побарувачка, поттикнато од специфични структурни фактори коишто ја намалуваат ранливоста на домашната економија. Поточно, најсилен импулс за економскиот раст и понатаму се очекува од извозот, во услови на зголемена активност на постојните и отварањето нови извозно-ориентирани капацитети со странски капитал, како и на постепено закрепнување на странската побарувачка. Речиси подеднакво висок позитивен придонес врз растот во наредните две години се очекува и од инвестициската активност, која ќе биде поддржана од јавните инвестиции во патната инфраструктура, приливот на странски капитал во капацитетите ориентирани кон извозот, како и инвестициите на домашните претпријатија. Овие движења соодветно ќе се одразат и во натамошен раст на личната потрошувачка преку зголемување на платите и вработеноста во приватниот сектор. Покрај ова, растот на личната потрошувачка дополнително ќе ги одрази и растот на платите во јавниот сектор, како и растот на пензиите. При вакви претпоставки, како и во претходните проекции, се очекува домашната побарувачка и понатаму да претставува главен извор на растот на економијата, додека нето-извозот би имал минимален негативен придонес.

Солидниот раст на приватната потрошувачка и инвестиции беше поддржан од банкарскиот сектор и се очекува овој тренд да продолжи и во наредните две години. Подобрите остварувања на кредитниот пазар заклучно со март и претпоставките за движењето на изворите на финансирање на банките упатуваат на солиден кредитен раст од 9% и 10% во 2015 и 2016 година, соодветно (исто како и во претходната проекција). Овие очекувања се условени од понатамошните позитивни движења кај приватниот сектор како главен фактор на страната на побарувачката на кредитите, како и растот на депозитната база и задржувањето на стабилните перцепции на банките за ризикот како главен фактор на страната на понудата.

Во 2015 се очекува понизок раст на цените во споредба со октомвриската проекција (0,5% наместо 1%). Овие оценки ги одразуваат ценовните движења во првиот квартал на годината, како и очекуваното задржување на негативниот придонес на цените на енергенсите врз вкупната инфлација до крајот на годината. Исто така, надолните ревизии на странската ефективна инфлација укажуваат на пониски притисоци преку каналот на увозот. Од друга страна, позитивни притисоци врз инфлацијата се очекуваат од цените на храната, како и од претпоставките за ефектот од домашната побарувачка врз цените, при што се очекува дека негативниот произведен јаз ќе се затвори во вториот квартал од 2015 година (четвртиот квартал на 2014 година во октомвриската проекција). Постепеното отворање позитивен производствен јаз, во услови на континуиран раст на домашната економија, како и очекуваниот раст на цените на храната и нафтата, ќе придонесат за зголемување на инфлацијата на околу 2% во 2016 година (исто како во октомвриските проекции). Проекцијата на инфлацијата е придружена со ризици, кои се главно поврзани со движењата на светските цени на нафтата, како и со можните ефекти од неповолните временски прилики во земјата на почетокот на годината.

Последните оценки за позицијата на билансот на плаќања упатуваат на помал дефицит во тековната сметка од претходно очекуваниот за 2015 година, односно дефицит од 1,6% од БДП, наспроти 3,9% од БДП во октомвриската проекција. Промените помеѓу двете проекции ги одразуваат подобрите иницијални услови т.е. остварувањето на понизок дефицит во тековната сметка во 2014 година од 1,3% од БДП наспроти очекуваниот од 2,7% од БДП со октомвриските проекции. Дополнителен фактор се промените во салдото на стоките и услугите, каде што се очекува стеснување на дефицитот на годишна основа првенствено како резултат на значително подобрениот енергетски дефицит во услови на ниско ниво на цената на суровата нафта на светските берзи, но и како ефект од



подобрите остварувања на новите компании ориентирани кон извозот. Според динамиката, и понатаму проекциите за 2015 година значат продлабочување на дефицитот во тековната сметка во споредба со 2014 година, но поумерено во однос на октомвриските очекувања, при намалување на релативното учество на секундарниот доход во БДП (главно приватни трансфери). **Се очекува дефицитот во тековните трансакции дополнително да се прошири и во 2016 година и да достигне 3,1% од БДП (4,6% од БДП во октомвриските проекции).** Ваквата проекција ги одразува очекувањата за натамошно активно користење на постојните капацитети и за влез на нови странски инвестиции во извозноориентираниот сектор што би се одразило преку зголемување на инвестицискиот увоз. Воедно, согласно очекувањата за раст на цената на нафтата се очекува раст и на енергетскиот увоз, што сè заедно би резултирало со проширување на трговскиот дефицит на годишна основа. Значаен дел од овој дефицит и понатаму ќе биде финансиран од секундарниот доход, при очекувања за умерено намалување на неговото релативно учество во БДП, што сепак, би значело натамошно задржување на континуитетот на релативно високи приливи врз основа на приватни трансфери. Сегашната патека на дефицитот во тековната сметка и неговата структура не укажуваат на поголеми нерамнотежи во економијата. Како и во претходната проекција, и сегашните оценки покажуваат дека структурата на капиталните приливи ќе биде комбинација на недолжнички и должнички текови. Според динамиката, се очекува во 2015 година трансакциите во билансот на плаќања да доведат до намалување на девизните резерви, што во еден дел е условено од државата, односно од високиот износ на отплати на надворешниот долг на овој сектор што достасуваат во 2015 година¹ во услови кога средствата за намирувањето на овие обврски беа обезбедени преку задолжување на државата на меѓународниот пазар на капитал во 2014 година². Оцените за 2016 година упатуваат на можност за повторно акумулирање на девизните резерви, врз основа на претпоставките за постепено зголемување на странските инвестиции и финансиското задолжување на приватниот сектор, но и врз основа на понатамошните должнички приливи за државата (во согласност со структурата на финансирање на буџетските потреби, дадена во последната фискалната стратегија 2015 - 2017 година). Кумулативно за двете години, сегашната проекција предвидува благ пад на девизните резерви. Сепак, и покрај очекуваниот благ пад, показателите за адекватност на девизните резерви и натаму остануваат да се одржуваат во сигурната зона, што укажува на доволно ниво на девизни резерви за справување со евентуални непредвидени шокови.

Општо земено, последните остварувања укажуваат на задржување слична макроекономска слика како и во октомвриските проекции, со оценки за солиден економски и кредитен раст, отсуство на ценовни притисоци и платнобилансна позиција којашто обезбедува натамошно одржување на девизните резерви на адекватно ниво. Ризиците околу остварувањето на ваквото макроекономско сценарио и натаму главно се од надворешна природа, а се поврзани со евентуалните промени во динамиката на заздравување на глобалниот економски раст (а особено растот во ЕУ) и движењата на цените на примарните производи на светските берзи. Надворешните ризици се сепак поурамнотезени во однос на октомвриската проекција. Од друга страна, основната априлска макроекономска проекција е проследена со ризици поврзани со домашни некономски фактори (неизвесност околу политичките случувања), коишто може неповолно да се одразат врз домашната економија. НБРМ и во следниот период внимателно ќе ги следи движењата и доколку е потребно, ќе направи соодветни промени во монетарната политика за успешно остварување на целите на монетарната политика.

¹ Во 2015 година се изврши и предвремена отплата на еден дел од обврските врз основа на аранжманот со ММФ, коишто според првичниот план на отплата достасуваа во 2016 година.

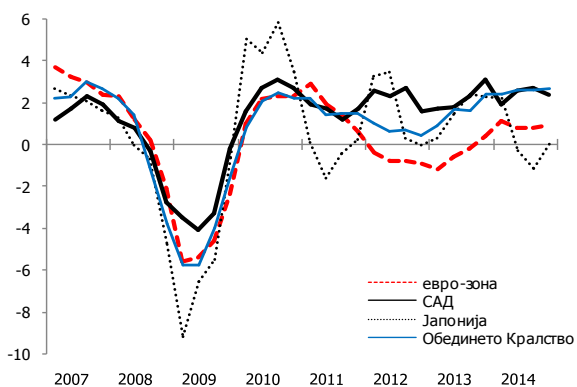
² Во 2014 година државата ја издаде третата евро-обврзница во износ од 500 милиони евра, со рок на достасување од седум години и стапка на принос од 4,25%, односно каматна стапка од 3,975% на годишно ниво.

I. Макроекономски движења

1.1. Меѓународно економско окружување³

Показателите за светската економска активност за 2014 година упатуваат на продолжување на трендот на постепено закрепнување, со слична динамика како и во текот на претходната година. Сепак, глобалниот раст и натаму останува скромен и со нееднаква динамика помеѓу одделните економии, под влијание на краткорочни и на долгорочни фактори. Економската активност во развиените земји зајакнува, а солидниот раст на економијата на САД, како и на Велика Британија, претставува главниот двигател на позитивните промени. Исто така, малку подобри остварувања бележи и евро-зоната, а економијата на Јапонија ја надмина рецесијата. Од друга страна, кај дел од брзорастечките земји и земјите во развој дојде до поголемо забавување на економската активност во последниот период од годината. Ваквите остварувања во одредена мера ги одразуваат редистрибутивните ефекти од остриот ценовен пад на нафтата на светските берзи врз доходот од земјите-извознички на нафта кон земјите-увознички на нафта. Според најновите оценки се предвидува умерен раст на глобалната економија, а надолните ризици и понатаму преовладуваат. Во поглед на инфлацијата, таа забележа понатамошно забавување, а се очекува да остане ниска и во наредниот период, главно како последица на падот на берзанските цени на нафтата. Со подобрувањето на глобалните економски услови се очекува и забрзување на глобалната инфлација.

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

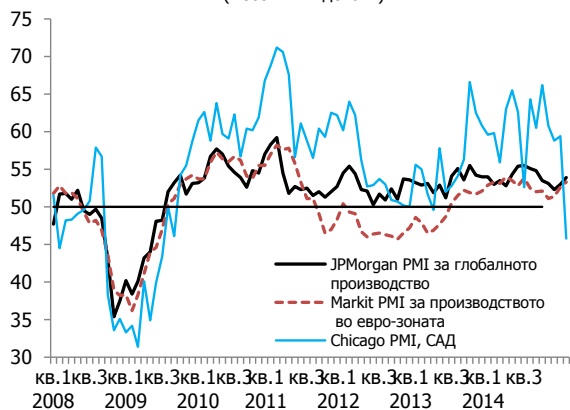


Извор: Еуростат.

Според најновите показатели, глобалната економска активност во четвртиот квартал од 2014 година продолжи постепено да закрепнува, со слична динамика како и во текот на претходното тримесечје. Гледано од аспект на развиените земји, економијата на САД продолжи да бележи добри резултати и забележа раст од 0,5% на квартална основа, со што БДП достигна годишен раст од 2,4%⁴. Ваквите остварувања пред сè произлегуваат од закрепнувањето на личната потрошувачка, како и од инвестициите, наспроти негативниот придонес од страна на нето-извозот и јавната потрошувачка. Состојбата на пазарот на труд во САД континуирано се подобрува, како одраз на значителното зголемување на вработеноста. Соодветно, во февруари невработеноста се сведе на 5,5%, што се смета за ниво блиско до долгорочната стапка. Процесот на закрепнување продолжи и во британската

³ Анализата се заснова врз Економскиот билтен на ЕЦБ; соопштенијата на „Маркит економикс“; месечните извештаи на Германската централна банка и извештаите на „Капитал економикс“.

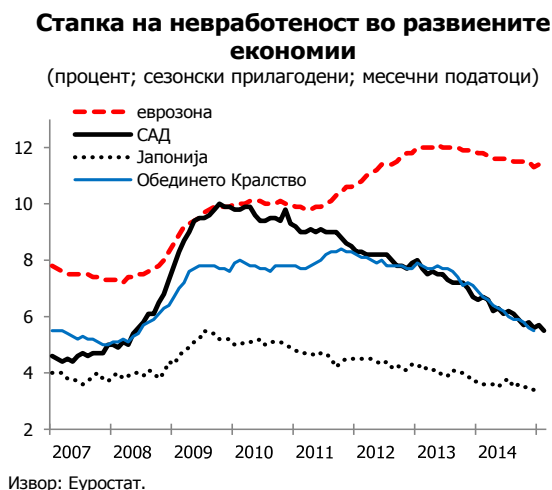
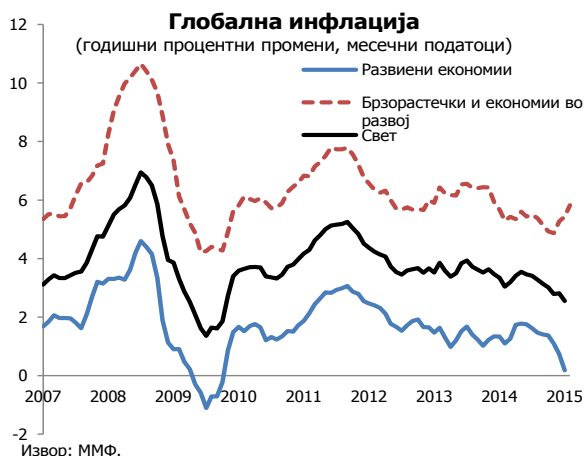
⁴ Сепак, кварталниот раст на американската економија во последното тримесечје од 2014 година е за 0,7 п.п. понизок од растот во третиот квартал, што се објаснува со стимулативното дејство на еднократни фактори во тој период.

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

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

економија, при што и покрај кварталното забавување во последното тримесечје, британскиот БДП оствари солиден годишен раст од 2,6% во 2014 година. Економската активност во Јапонија се врати во зоната на квартален раст по падот во претходните два квартала. Од друга страна, најголемите брзорастечки економии и понатаму покажуваат дивергентни движења кон крајот на годината. Додека економскиот раст во Кина и Индија беше релативно силен, активноста во Русија и Бразил продолжи да бележи слаби резултати, поради влошените услови на пазарите на примарни производи и политичката неизвесност. Високофреквентните анкетни показатели на економската активност - ПМИ укажуваат на забрзување на растот на светската економија на почетокот на 2015 година. Така, во првото тримесечје од оваа година, глобалниот композитен ПМИ достигна просечна вредност од 53,5 индексни поени, што се должи на подобрите остварувања на услужниот сектор. Од аспект на очекувањата, во наредниот период се предвидува посилен економски раст во развиените економии, додека кај дел од земјите во развој ќе дојде до стабилизирање или забавување. На краток и среден рок, ваквите оценки се поврзани со случувањата на пазарите на примарни производи, при што се предвидува падот на берзанските цени на нафтата да предизвика позначителни редистрибутивни ефекти врз доходот од земјите-извознички кон земјите-увознички на нафта. Сепак, нето-ефектот врз изгледите на глобалната побарувачка се очекува да биде позитивен. Од аспект на очекувањата за САД, иако апрецијацијата на САД-доларот ќе го ограничи извозниот раст, се очекува домашната побарувачка да остане стабилна, поддржана од подобрите финансиски услови и намалениот ефект од фискалната консолидација. Поволни придвижувања се очекуваат и во евро-зоната, чија економска активност се очекува да зајакне во текот на 2015 година, движена од домашната и екстерната побарувачка, и покрај слабостите на пазарот на труд.

Расположливите податоци за глобалната инфлација упатуваат на нејзино понатамошно забавување и на почетокот на 2015 година, главно предизвикано од намалувањето на цените на енергентите. Притоа, годишната стапка на



инфлација⁵ во јануари 2015 година изнесуваше 2,5%, што е помалку за 0,4 процентни поени отколку во претходниот квартал. Воедно, ова остварување се смета за најниско во изминатиот петгодишен период. Во рамки на развиените земји, во периодот јануари - февруари стапката на инфлација во САД и на Обединетото Кралство се спушти на -0,1% и 0,2%, соодветно. Од друга страна, кај земјите во развој се забележа забрзување на инфлацијата (5,6%), при нагорни притисоци од повисоките увозни цени или од инфлациските очекувања, предизвикани од депрецијацијата на дел од нивните валути.

Во четвртиот квартал од 2014 година, економијата на евро-зоната продолжи да остварува скромни, но позитивни резултати, под дејство на неколку фактори со повољно влијание врз економското закрепнување.

Во споредба со претходниот квартал, реалниот раст на БДП минимално забрза и забележа стапка од 0,3%, што услови годишната стапка на раст да достигне 0,9%. Анализата на одделните компоненти на БДП покажува дека личната потрошувачка најмногу придонесува за ваквите остварувања. Притоа, таа е поддржана од зголемувањето на реалниот расположлив доход, како одраз на порастот на доходот врз основа на плати, намалувањето на фискалната консолидација и повољната конјunktura на цените на енергентите. Дополнителен фактор со позитивно влијание врз потрошувачката и инвестициите е и приспособливата монетарна политика, што придонесе за подобрување на условите на финансирање. Воедно, депрецијацијата на еврото и очекувањата за понатамошно закрепнување на странската побарувачка придонесуваат за позитивните резултати забележани кај нето-извозот. Во рамки на најголемите економии во евро-зоната, Германија и Шпанија се основните двигатели на позитивните економски резултати, остварувајќи квартална стапка на раст од 0,7%. Од друга страна, француската економија порасна за само 0,1%, додека економската активност на Италија стагнираше, по подолг период на негативни квартални стапки на промена. Во поглед на пазарот на труд, стапката на невработеност во првите два месеца од 2015 година во просек се задржа на нивото од претходниот квартал и изнесуваше

⁵ Извор за податоците е базата на податоци на Меѓународната финансиска статистика на ММФ.

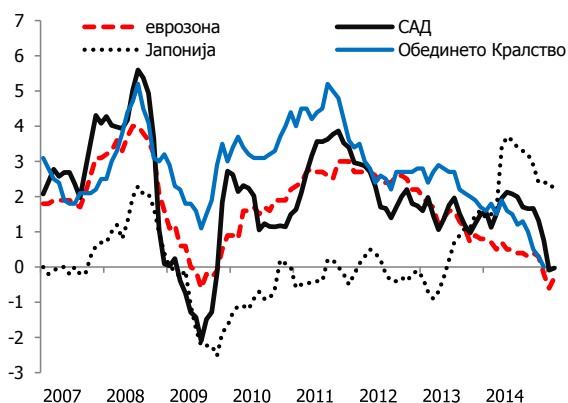


11,4%, што е пониско од историскиот максимум од 12,1% во 2012 година, но укажува на сеуште присутна висока неискористеност на постојните капацитети.

Во првиот квартал од 2015 година, просечната годишна стапка на инфлација во евро-зоната изнесува -0,3%.

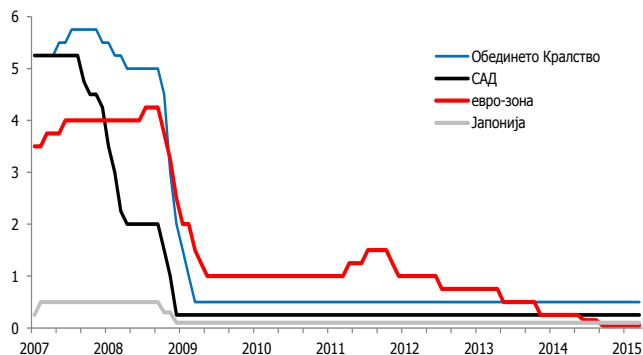
Иако четири последователни месеци индексот на потрошувачките цени се наоѓа во зоната на негативни годишни промени, ваквиот тренд постепено забавува, при што во март е забележан годишен пад од 0,1%. Притоа, ваквите остварувања во голема мера произлегуваат од опаѓањето на енергетската компонента, што е во согласност со падот на берзанските цени на нафтата. Надолни движења се забележуваат и кај цените на храната, додека базичната инфлација забележа побавен раст во однос на претходниот квартал, што може да упатува на задржување на дезинфлаторните движења на подолг период. Сепак, се очекува дека по исцрпување на влијанието од падот на цените на нафтата, во наредниот период поизразени ќе бидат нагорните притисоци поради промените во цената на трудот и депрецијацијата на еврото во однос на позначајните валути.

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 текот на првиот квартал од 2015 година, референтните каматни стапки на ФЕД, ЕЦБ и Банката на Англија останаа непроменети и на нивоа близу нулата (0-0,25%, 0,05% и 0,5% соодветно), со што развиените земји продолжија со спроведувањето на приспособлива монетарна политика.

На мартовската седница на Федералниот комитет за операции на отворен пазар (ФОМК) на ФЕД беше потврдено дека основната каматна стапка е соодветна на постојните услови, поддржувајќи го досегашниот напредок кон успешно остварување на целите на ФЕД, односно постигнување максимална вработеност и стабилност на цените. Притоа, Комитетот оцени дека на наредната седница на ФОМК во април зголемувањето на каматната стапка е малку веројатно. За донесување одлука за зголемување на каматната стапка и постепено нормализирање на монетарната политика во предвид ќе се земат повеќе показатели за условите на пазарот на труд, инфлациските притисоци и очекувања и движењата на финансиските пазари. Останува досегашната практика за реинвестирање на достасаниот долг во нова актива, со цел да се одржат повољните услови на финансирање преку



стабилно ниво на билансот на ФЕД. Во однос на нестандартните монетарни мерки преземени од страна на ЕЦБ, во текот на првиот квартал на 2015 година во фокусот беше примената на новата проширена програма за откуп на финансиска актива во евро-зоната којашто беше објавена во јануари 2015 година. Така, во март 2015 година, централната банка започна со директен откуп на хартии од вредност издадени од страна на приватниот и на јавниот сектор од земјите-членки на евро-зоната и од одредени европски институции, со што се обезбедува натамошна поддршка на економското закрепнување и враќање на стапката на инфлација во евро-зоната кон целното ниво од околу 2% на среден рок. Се предвидува оваа мерка да се спроведува до септември 2016 година, со можност нејзината примена да продолжи во зависност од промените на инфлацијата. Исто така, централната банка продолжува и со двете програми за откуп на хартии од вредност, обезбедени со актива и на обезбедени обврзници издадени од финансиски институции од евро-зоната деноминирани во евра, при што вкупниот месечен откуп на финансиска актива, вклучувајќи ја и новата програма, се очекува да изнесува 60 милијарди евра. Наспроти очекувањата за започнување со затегнување на монетарната политика, Банката на Англија ја задржа референтната каматна стапка на нивото од претходниот квартал, при натамошен откуп на финансиски средства во износ од 375 милијарди фунти.



Апрецијацијата на номиналниот курс на САД-доларот во однос на еврото продолжи и во текот на првото тримесечје на 2015 година, со значително зголемен интензитет. Така, во јануари и март доларот забележа висока месечна стапка на апрецијација од 6,1% и 5,1%, соодветно, додека во февруари стапката на апрецијација изнесува 2,4% на месечна основа. На квартална основа, САД-доларот забележа значителна апрецијација од 11,1% во однос на претходното тримесечје (апрецијација од 6,1% во четвртиот квартал на 2014 година). Ваквите движења главно се поврзуваат со натамошното монетарно олеснување од страна на ЕЦБ преку примената на новата проширена програма за откуп на финансиска актива во евро-зоната. Заклучно со март, доларот апрецира на годишна основа за 28%, при што еден САД-долар се разменува за 0,93 евра, што претставува највисока вредност на доларот во однос на еврото од март 2003 година.

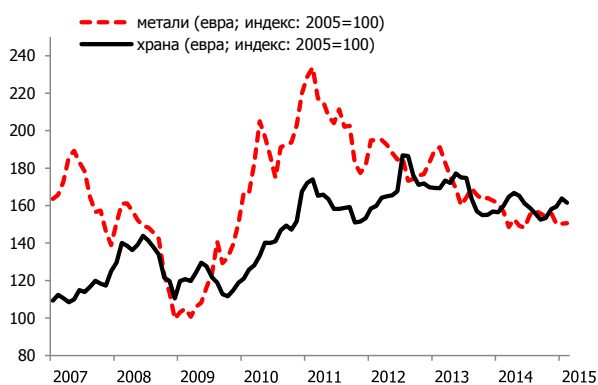


Цени на сурова нафта и на примарни производи (месечни податоци)



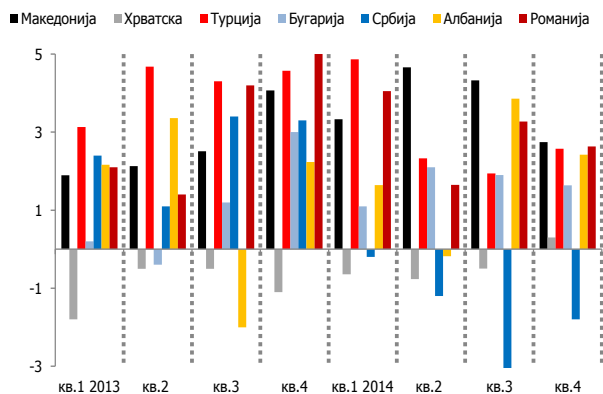
Извор: ММФ месечна база на податоци.

Цени на храна и на метали (месечни податоци)



Извор: ММФ месечна база на податоци.

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.

Во текот на првите два месеца од 2015 година, дојде до натамошно значително намалување на просечната цена на нафтата, изразена во евра. Во овој период, суровата нафта од типот „брент“ се продаваше со просечна цена од 46,4 евра за барел, што претставува пад од 23,7% на квартална основа. Анализата на месечна основа, сепак укажува на дивергентни движења на цените на нафтата во текот на јануари и февруари. Така, во првиот месец на годината, како резултат на повисоката понуда и резерви и поткрепено од одлуката на ОПЕК за задржување на пазарното учество, се забележува драстично намалување на цените на нафтата (41,7 евра за барел). Дополнително влијание за намалување на цената на нафтата произлезе и од апрецијацијата на САД-доларот во овој период. Од друга страна, по осуммесечен континуиран пад, во февруари цените на нафтата забележаа месечно зголемување од 22,5%, главно како резултат на пониската понуда од Либија, Ирак и Русија, во услови на силна побарувачка од Азија. **Цените на неенергетските примарни производи⁶ изразени во евра во првите два месеца од првиот квартал забележаа раст од 2,7% споредено со претходниот квартал,** како резултат на порастот на цените на храната (квартален раст од 3,7%), во услови на квартално намалување на цената на металите (пад од 2%). Порастот на цените на храната во целост се објаснува со апрецијацијата на САД-доларот во однос на еврото во овој период⁷, додека падот на цените на металите се поврзува со забавениот раст на побарувачката на метали во Кина.

Во последниот квартал од 2014 година, земјите од регионот бележат дивергентни движења на економската активност, при што поголемиот дел од нив остануваат во позитивната зона на економски раст. Така, во услови на послаб нето-извоз, но подобрена домашна потрошувачка, во Романија и Бугарија се забележува умерено забавување на стапката на раст на БДП, додека во истиот период, Србија и Хрватска бележат одредено подобрување на економската активност. Имено, како резултат

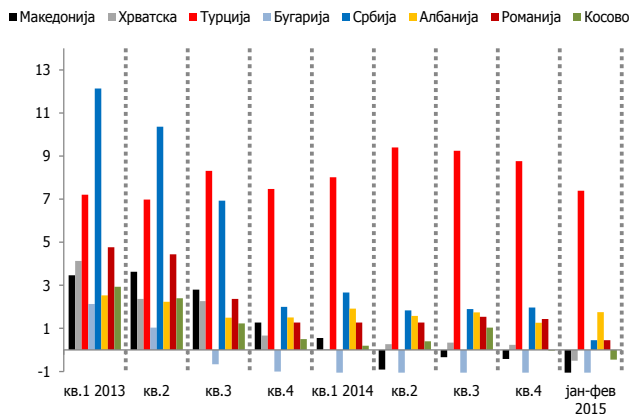
⁶ Ценовниот индекс на неенергетските примарни производи ги вклучува: цените на храната, пијалациите, земјоделските сировини и на металите.

⁷ Изразени во долари, цените на храната забележаа квартален пад.



на постепеното исцрпување на негативните ефекти од поплавите што го зафатија регионот, во Србија се забележува забавување на негативната стапка на раст на БДП. Во Хрватска, по тригодишен континуиран пад, во текот на последното тримесечје на 2014 година е забележана умерена позитивна стапка на економски раст.

Стапки на инфлација во земјите од регионот
(годишни процентуални промени)



Извори: Еуростат и национални статистички заводи.

Во најголемиот дел од земјите од регионот, во текот на првите два месеца на 2015 година се забележува забавување на стапката на инфлација, а во одделни земји се забележуваат и дефлациски движења. Така, Турција, Србија и Романија бележат умерено забавување на општото ниво на цени, додека во Хрватска, Косово и Бугарија општото ценовно ниво се намали. Од друга страна, при раст на цените на свежата храна, како последица од големата поплава којашто ја погоди земјата, во јануари и февруари во Албанија е забележано умерено забрзување на стапката на инфлација.

1.2. Домашна понуда

Поволните движења во економијата продолжија и во последното тримесечје од годината кога беше регистриран годишен раст на БДП од 2,7%, што, при мал квартален пад, претставува умерено забавување на растот. Со тоа, за цела 2014 година растот на БДП изнесува 3,8%. Солидните економски остварувања во четвртиот квартал од 2014 година беа распределени помеѓу повеќе сектори на дејности, при што највисок придонес кон годишниот раст имаше зголемената активност во преработувачката индустрија, во најголем дел заради активноста на новите капацитети ориентирани кон извозот. Во четвртиот квартал дојде и до подобрување на оставрувањата во градежниот сектор, што ги потврдува претходните оценки за привремен карактер на регистрираните понеповолни движења во текот на вториот и третиот квартал од годината.

Во последниот квартал на 2014 година е забележан мал квартален пад на бруто домашниот производ од 0,2% (сезонски приспособен). Сепак, на годишна основа, активноста во економијата продолжи да расте, при што реалниот БДП е повисок за 2,7%. Умереното надолно приспособување на БДП на квартална основа во најголем дел се објаснува со падот на додадената вредност во земјоделството, преработувачката индустрија и во дејностите „трговија, транспорт и сообраќај“. Од аспект на годишната динамика, носители на растот во четвртиот квартал се индустријата и градежништвото. Повисока додадена вредност, споредено со истиот период минатата година, беше регистрирана и



во речиси сите услужни дејности, со исклучок на дејностите „трговија, транспорт и сообраќај“⁸. Во земјоделството, по растот, присутен од почетокот на годината, во четвртиот квартал е измерен пад на додадената вредност.

| | годишни стапки на раст, во % | | | | | | | | | | придонес во растот на БДП (во п.п.) | | | | | | | | | |
|---|------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | Кв.1 2013 | Кв.2 2013 | Кв.3 2013 | Кв.4 2013 | 2013 | Кв.1 2014 | Кв.2 2014 | Кв.3 2014 | Кв.4 2014 | 2014 | Кв.1 2013 | Кв.2 2013 | Кв.3 2013 | Кв.4 2013 | 2013 | Кв.1 2014 | Кв.2 2014 | Кв.3 2014 | Кв.4 2014 | 2014 |
| Земјоделство | 16.0 | 7.3 | 1.7 | 14.3 | 9.0 | 3.8 | 8.7 | 0.9 | -3.1 | 2.0 | 0.9 | 0.5 | 0.2 | 1.2 | 0.7 | 0.2 | 0.6 | 0.1 | -0.3 | 0.2 |
| Индустрија | 6.7 | 5.8 | 4.5 | 6.2 | 5.8 | 2.6 | 5.7 | 5.9 | 2.8 | 4.3 | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.8 | 0.7 | 0.3 | 0.7 | 0.7 | 0.4 | 0.5 |
| од кои кај преработувачка индустрија | 10.8 | 7.8 | 7.8 | 10.4 | 9.2 | 8.2 | 11.3 | 16.6 | 4.5 | 10.0 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 1.5 | 0.5 | 0.9 |
| Градежништво | 5.8 | 4.0 | 8.9 | 5.7 | 6.0 | 9.5 | 0.3 | 3.2 | 11.1 | 6.1 | 0.7 | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 0.0 | 0.3 | 0.9 | 0.6 |
| Трговија, транспорт и сообраќај и угостителство | 10.6 | 5.7 | 3.4 | -0.2 | 4.5 | 3.5 | 5.8 | 3.9 | -0.9 | 3.1 | 1.5 | 0.9 | 0.6 | 0.0 | 0.7 | 0.5 | 1.0 | 0.6 | -0.1 | 0.5 |
| Информации и комуникации | 10.4 | 10.7 | 9.2 | 10.0 | 10.1 | 2.3 | 4.7 | 4.0 | 2.0 | 3.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 |
| Финансиско посредување | 2.6 | 1.1 | 0.5 | 3.6 | 1.9 | 4.2 | 3.5 | 7.5 | 3.8 | 4.7 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.2 |
| Дејности во врска со недвижен имот | -10.4 | -2.5 | 3.5 | 5.8 | -1.3 | 4.8 | 4.1 | 2.8 | 0.9 | 3.2 | -1.4 | -0.3 | 0.4 | 0.6 | -0.2 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.4 |
| Административни и помошни услужни дејности | -3.0 | 7.8 | 11.7 | 17.4 | 7.6 | 2.0 | 6.9 | 8.2 | 12.4 | 7.2 | -0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.2 |
| Јавна управа | 2.0 | 1.5 | 1.0 | 0.4 | 1.2 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.0 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 |
| Уметност | -19.6 | -7.5 | 10.5 | 22.0 | -1.0 | 12.2 | 11.3 | 11.6 | 11.7 | 11.7 | -0.6 | -0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Бруто-домашен производ | 1.9 | 2.1 | 2.5 | 4.1 | 2.7 | 3.3 | 4.7 | 4.3 | 2.7 | 3.8 | 1.9 | 2.1 | 2.5 | 4.1 | 3.4 | 3.3 | 4.7 | 4.3 | 2.7 | 2.9 |

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.



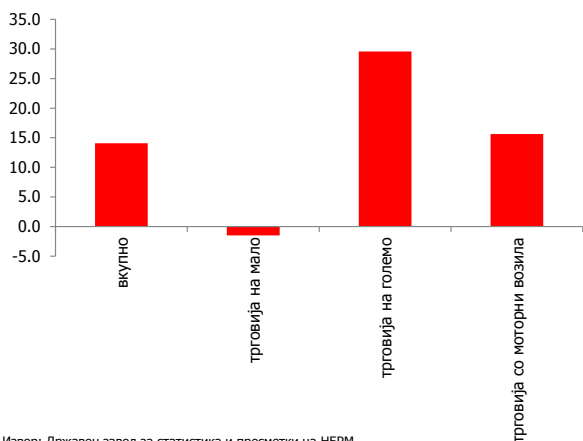
Во текот на четвртиот квартал од 2014 година движењата во индустрискиот сектор останаа повољни. Сепак, забележано е забавување на стапката на годишен раст, што го одразува кварталниот пад на додадената вредност во овој сектор. Главен носител на годишниот раст е преработувачката индустрија, при што подобрите остварувања во голем дел се поврзуваат со активноста на новите капацитети ориентирани кон извозот, а раст е забележан и кај дел од останатите капацитети. Анализирани според одделните дејности, годишниот раст на индустријата во најголем дел се објаснува со растот на производството на електрична опрема, машини и уреди и на моторни возила и уреди, како и на повисокото производство на тунунски производи. Покрај преработувачката индустрија, во четвртиот квартал раст е забележан и во секторот „снабдување со електрична енергија, гас, парева и климатизација“, наспроти негативните движења во овој сектор во изминатите три квартали од годината. Од друга страна, рударството повторно има негативен придонес кон растот. Во прилог на подобрите остварувања во преработувачката индустрија се и резултатите од **Анкетата за деловните тенденции во преработувачката индустрија**⁹. Имено, според Анкетата, во четвртиот квартал се забележува пораст на просечното искористување на капацитетите споредено со истиот период од претходната

⁸ Почнувајќи од третиот квартал на 2014 година, трите дејности „трговија“, „транспорт и сообраќај“ и „угостителство“ се објавуваат збирно, односно не е возможно да се изолира индивидуалниот раст на секоја од нив.

⁹ Се однесува на анкетите спроведени во четвртиот квартал на 2014 година.



Промет во трговијата 2014- Кв.4
(реални годишни стапки на промена, во %)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

година, а поповолни се и очекувањата во поглед на идниот обем на производство. Од аспект на ограничувачките фактори, раководителите на претпријатијата го потенцираат недостигот на квалификувана работна сила како фактор со изразено негативно влијание во четвртиот квартал (наспроти истиот период од претходната година). **Резултатите од анкетата спроведена во првите два месеца од првиот квартал на 2015 година упатуваат на натамошно подобрување на движењата во овој сектор.** Така, во периодот јануари - февруари 2015 година тековната економска состојба на деловните субјекти е оценета како поповолна, а регистриран е и пораст на просечната искористеност на капацитетите. Исто така, раководителите на претпријатијата формираат оптимистични очекувања во поглед на обемот на производството и бројот на вработени лица во наредниот тримесечен период.

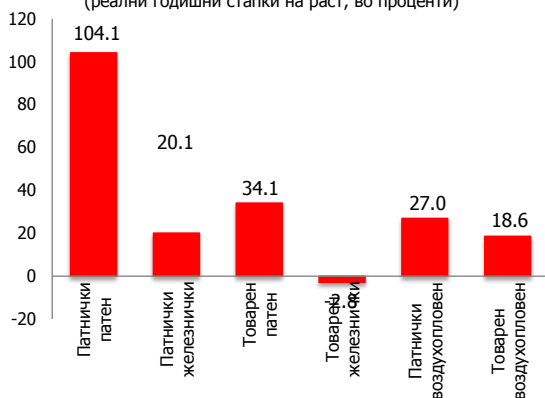
Во секторот „трговија“, во четвртиот квартал продолжија движењата од третиот квартал на 2014 година¹⁰. Имено, и во овој квартал растеше прометот на трговијата на големо и трговијата со моторни возила. Истовремено, продолжи падот на прометот во трговијата на мало, но при натамошно забавување на темпото на пад. Постепеното подобрување на состојбата во трговијата на мало се потврдува и преку резултатите од **Анкетата на раководителите во трговијата на мало¹¹** спроведена во четвртиот квартал. Така, во четвртиот квартал се забележува формирање поповолни очекувања кај раководителите од овој сектор во однос на идната состојба со порачките, продажните цени и деловната состојба на претпријатијата од овој сектор. Сепак, и во четвртиот квартал, раководителите идентификуваа повеќе фактори чиешто влијание сè уште е понеповолно во однос на истиот период од претходната година, а како позначајни ги издвојуваат зголемената понуда

¹⁰ Анализата за движењата во трговијата е направена врз основа на податоците за прометот во трговијата.

¹¹ Од Анкетата за деловните тенденции во трговијата на мало на ДЗС за четвртиот квартал на 2014 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.

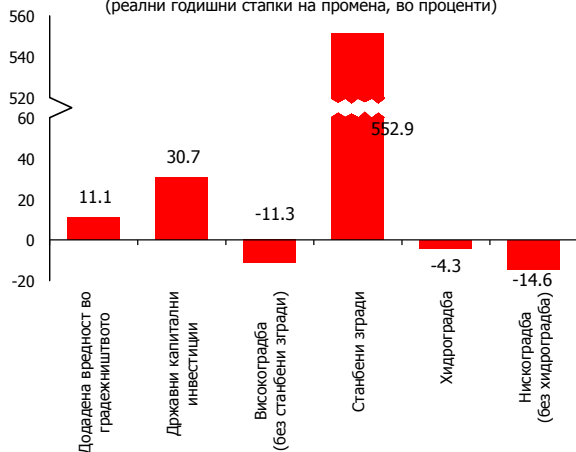


Сообраќајот и врските во 2014-Кв.4 (реални годишни стапки на раст, во проценти)



Извор: Државен завод за статистика.

Градежништвото во 2014-Кв.4 (реални годишни стапки на промена, во проценти)



Извор: Државен завод за статистика и Министерство за финансии.

Градежништво и очекувања во градежништвото



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

на пазарот, зголемената конкуренција, високите трошоци за труд и недостигот на обучен кадар.

Анализата на движењата во секторот „сообраќај и комуникации“ укажува на раст кај поголем дел од категориите сообраќај во овој сектор при највисок раст остварен во доменот на патничкиот патен сообраќај.

Во четвртиот квартал дојде до интензивирање на растот на додадената вредност во градежништвото, како на квартална, така и на годишна основа. Ваквите остварувања соодветствуваат со претходните оценки за привремен карактер на регистрираните понеповолни движења во овој сектор во текот на вториот и третиот квартал од годината. Од аспект на типот на градежни објекти, годишниот раст во целост се објаснува со растот на изградбата на станбени згради, што во одреден дел се поврзува со исклучително ниската споредбена основа од претходната година. Од друга страна, останатите градежни активности во доменот на високоградбата, како и активностите во доменот на нискоградбата бележат пад споредено со истиот период од претходната година. Поволните поместувања во овој сектор во последниот квартал од годината соодветствуваат со резултатите од **Анкетата за деловните тенденции во градежништвото¹²** според која сегашната деловна и финансиска состојба во претпријатијата е оценета како поповолна во однос на истиот период од минатата година. Сепак, и во овој квартал раководителите нагласуваат неколку фактори кои го ограничуваат растот на градежната активност како недоволната побарувачка, неповолните временски услови и зголемените трошоци за труд. Што се однесува до движењата во градежништвото во наредниот период сигналите добиени од Анкетата се во различна насока, односно раководителите имаат понеповолни очекувања во поглед на обемот на нарачки и продажните цени, а поповолни очекувања за бројот на вработени лица.

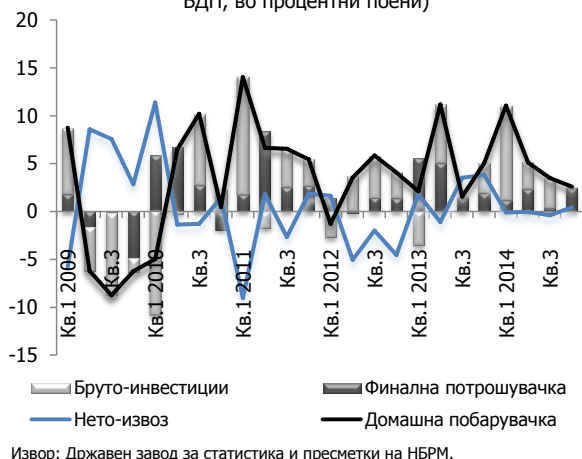
¹² Се однесува на анкетите спроведени во четвртиот квартал на 2014 година.



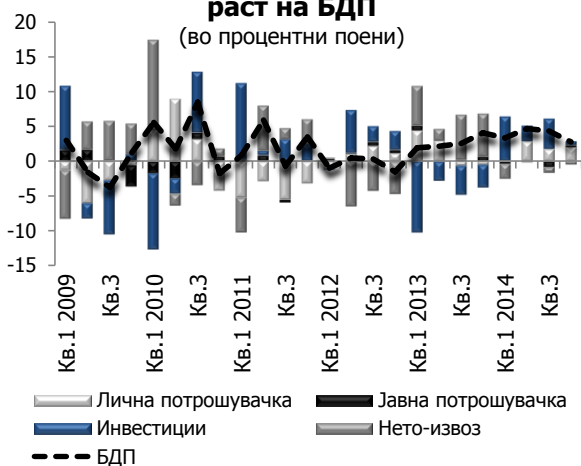
1.3. Агрегатна побарувачка

Гледано од аспект на побарувачката, годишниот раст на бруто домашниот производ од 2,7% во четвртиот квартал на 2014 година произлегува од позитивниот придонес на домашната побарувачка, наспроти нето извозната побарувачка, којашто имаше негативен придонес врз растот. Во однос на поединечните компоненти, највисок раст и главен двигател на економската активност е извозната побарувачка. Значителниот раст на извозот од 22,4% годишно во четвртиот квартал во голем дел се поврзува со активноста на новите производствени капацитети и постепено подобрување на надворешното економско опкружување. Сите компоненти на домашната побарувачка бележат раст, а најголем позитивен придонес и забрзан раст (2,9%) има потрошувачката на домаќинствата како резултат на позитивните движења на пазарот на труд. Бруто-инвестициите се задржаа во зоната на позитивни движења, но со значително забавување на растот (1,8%). По падот во претходните три квартала, јавната потрошувачка се зголеми за 1,9% и придонесе за растот на вкупниот БДП. Зголемената домашна и извозна побарувачка, при висока зависност на домашното производство од увоз, доведоа до зголемување на увозот за 17,4%.

Домашна побарувачка и нето-извоз
(придонеси во номиналниот годишен раст на БДП, во процентни поени)



Придонеси во реалниот годишен раст на БДП
(во процентни поени)



Бруто домашниот производ (БДП) во четвртиот квартал на 2014 година се намали за 0,2% во однос на претходниот квартал (сезонски приспособено), а во однос на истиот период од претходната година растот изнесува 2,7% и е нешто побавен споредено со годишната динамика од претходните четири квартала. Анализата на БДП од аспект на побарувачката покажува дека зголемувањето во четвртиот квартал на 2014 година е резултат на зголемената домашна и надворешна побарувачка, делумно неутрализирани со порастот на увозот од странство. Слична структура на економски раст имаше и во претходните три квартала. Од аспект на поединечните компоненти, како и во претходните два квартала, извозот е компонента со највисок индивидуален позитивен придонес кон растот. Континуираните поволни движења во извозниот сектор во значаен дел се поврзуваат со работењето на новите производствени капацитети, како и со постепено подобрување на надворешното економско опкружување. Во последниот квартал од годината раст се забележува кај сите домашни компоненти на побарувачката. Имено, позитивните движења на пазарот на труд и растот на реалните плати овозможува зголемување на потрошувачката на домаќинствата (на квартална и на годишна основа). Бруто-инвестициите се задржаа во зоната на позитивни движења, но нивниот раст значително забави, главно одразувајќи ги

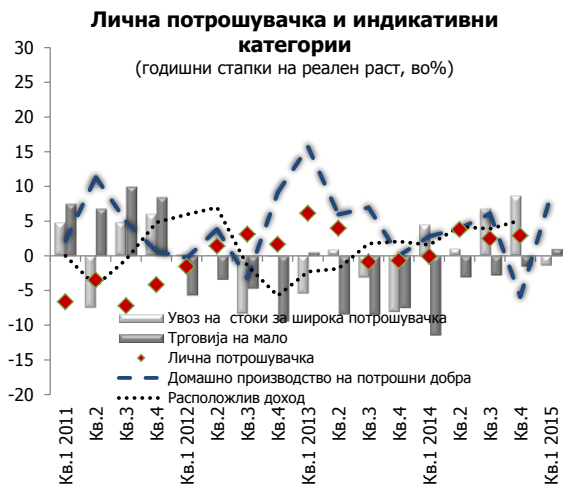


надолните базни ефекти од високиот раст на градежниот сектор во претходната година. По намалувањето во претходните три квартала, јавната потрошувачка бележи годишен раст со што придонесе за растот на вкупниот БДП. Зголемената домашна и извозна побарувачка доведоа до раст на увозот, но сепак послаб наспроти растот на извозот. Сепак, нето-извозот имаше негативен придонес кон растот.

| Годишни стапки на реален раст (во %) | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2012-Кв.1 | 2012-Кв.2 | 2012-Кв.3 | 2012-Кв.4 | 2012 | 2013-Кв.1 | 2013-Кв.2 | 2013-Кв.3 | 2013-Кв.4 | 2013 | 2014-Кв.1 | 2014-Кв.2 | 2014-Кв.3 | 2014-Кв.4 | 2014 |
| Лична потрошувачка | -1.5 | 1.4 | 3.1 | 1.7 | 1.2 | 6.1 | 4.0 | -0.9 | -0.7 | 2.1 | -0.1 | 3.8 | 2.5 | 2.9 | 2.3 |
| Јавна потрошувачка | 2.2 | 0.8 | 3.7 | 3.1 | 2.4 | 4.4 | -0.1 | 1.2 | 4.4 | 2.5 | -1.7 | 0.0 | -5.2 | 1.9 | -1.2 |
| Извоз на стоки и услуги | -1.5 | -0.1 | 3.7 | 5.2 | 2.0 | -5.0 | -0.7 | -3.3 | -1.9 | -2.7 | 14.2 | 15.9 | 15.2 | 22.4 | 17.0 |
| Увоз на стоки и услуги | -1.3 | 12.1 | 10.4 | 11.8 | 8.2 | -13.1 | -3.4 | -12.9 | -10.7 | -10.0 | 14.8 | 11.5 | 14.3 | 17.4 | 14.5 |
| Бруто инвестиции | -0.4 | 27.7 | 8.9 | 8.7 | 10.2 | -32.6 | -9.8 | -15.2 | -9.6 | -16.6 | 31.0 | 8.9 | 19.1 | 1.8 | 13.5 |
| Домашна потрошувачка | -0.7 | 6.6 | 4.5 | 3.7 | 3.5 | -4.3 | 0.1 | -4.0 | -2.5 | -2.6 | 5.4 | 4.4 | 4.9 | 2.5 | 4.2 |
| Нето-извоз* | -1.0 | 54.6 | 36.8 | 28.6 | 26.3 | -30.2 | -9.4 | -41.6 | -28.8 | -27.0 | 16.3 | 0.8 | 9.8 | 3.2 | 6.6 |
| БДП | -1.0 | 0.5 | 0.3 | -1.6 | -0.5 | 1.9 | 2.1 | 2.5 | 4.1 | 2.7 | 3.3 | 4.7 | 4.3 | 2.7 | 3.8 |

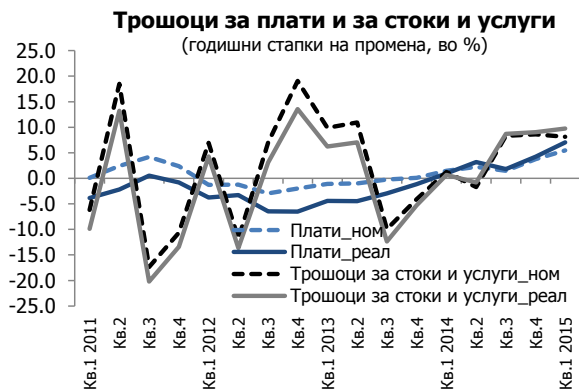
* намалување на нето-извозот означува стеснување на дефицитот
Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

1.3.1. Лична потрошувачка



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

Во последниот квартал на 2014 година потрошувачката на домаќинства забележа минимално квартално зголемување од 0,1% (сезонски приспособено) и умерено забрзување на годишниот раст од 2,9%. Притоа, ваквиот годишен раст на личната потрошувачка кореспондира со зголемувањето на расположливите финансиски средства, при регистриран раст кај основните компоненти на расположливиот доход. Така, забрзувањето на реалниот раст на просечните исплатени плати, дополнет со повисоката вработеност услови побрзо темпо на раст на масата на плати во економијата. Воедно, во последниот квартал од годината продолжи растот на пензиите, иако побавно во однос на претходните квартали. Дополнителен позитивен придонес кон растот на доходот на домаќинствата имаа и повисоките приливи врз основа на приватни трансфери од странство. Покрај растот на основните компоненти на расположливиот доход на домаќинствата, натамошниот реален раст на кредитирањето на населението, главно во вид на потрошувачки кредити, кои се дополнителен извор на финансиски средства ја поддржаа потрошувачката во четвртиот квартал. Движењето на краткорочните показатели на личната потрошувачка, во најголем дел, соодветствуваат со остварениот



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.

раст во последниот квартал од годината. Така, годишен раст е забележан кај увозот на производи за лична потрошувачка и нето-приходите од ДДВ. Од друга страна, прометот во трговијата на мало бележи намалување, но со побавен пад.

Според најновите расположливи податоци, годишен раст на личната потрошувачка се очекува и во првиот квартал на 2015 година¹³. Имено, се оценува вкупните расположливи средства на домаќинствата да продолжат да растат и во текот на првиот квартал согласно со зголемувањето на реалните плати, пензиите и трансферите. Според податоците за кредитирањето во периодот јануари - февруари, се очекува растот на потрошувачките кредити одобрени на домаќинствата да продолжи и во првиот квартал од годината, што, според Анкетата за кредитната активност¹⁴, соодветствува со очекувањата на банките за натамошен раст на побарувачката на кредити и олеснување на кредитните услови и во овој период. Од останатите краткорочни показатели на личната потрошувачка, реален годишен раст се забележува кај трговијата на мало по седум квартали неповолни движења, како и кај домашното производство на потрошни добра што, исто така, оди во прилог на очекувањата за раст на личната потрошувачка во првиот квартал. Од друга страна, неповолни поместувања во првиот квартал се забележуваат кај нето-приходите од ДДВ и кај увозот на стоки за широка потрошувачка.

1.3.2. Јавна потрошувачка

Во четвртиот квартал на 2014 година, јавната потрошувачка забележа квартален раст од 8,7% (сезонски приспособено) и годишен раст од 1,9%, за првпат по три квартали. Реалниот годишен раст произлегува од растот на расходите за плати, стоки и услуги, како и од повисоките трансфери за здравствена заштита¹⁵. Расположливите податоци за јануари и февруари 2015 година упатуваат на натамошно

¹³ Податоците за платите, приватните трансфери и увозот на стоки за широка потрошувачка се дадени заклучно со јануари, додека останатите податоци се дадени заклучно со февруари.

¹⁴ Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ спроведена во декември 2014 година.

¹⁵ Поголем дел од овие средства се однесуваат на расходите за стоки и услуги.



зголемување на годишна основа на јавната потрошувачка во првиот квартал на 2015 година, во услови на реален раст на трошоците за плати и повисоки расходи за стоки и услуги.

1.3.3. Инвестициска потрошувачка



Бруто-инвестициите во четвртиот квартал на 2014 година забележаа квартален пад од 11,8% (сезонски приспособено). На годишна основа, инвестициите се задржаа во зоната на позитивни движења со раст од 1,8%, што е сепак значително забавување во однос на претходниот квартал. Според податоците за краткорочните индикатори за инвестициската активност, растот најверојатно е одраз на зголемувањето на инвестициите во основни средства, во услови кога извршените градежни работи забележаа намалување. Имено, увозот на капитални производи, што претставува индикатор за инвестициите во машини и опрема, продолжи да расте со забрзана динамика и во четвртиот квартал. Позитивните движења кај инвестициите во опрема и машини делумно се поврзани и со странските директни инвестиции, коишто во четвртиот квартал бележат зголемување. Останатите краткорочни показатели за инвестициите, исто така го поддржуваат растот на инвестициите во четвртиот квартал. Така, раст во последниот квартал е регистриран кај домашното производство на капитални производи, кај расходите на државата за капитални инвестиции, како и кај корпоративните кредити. Притоа, според резултатите од Анкетата за кредитната активност¹⁶, при главно непроменети услови за одобрување кредити, забележан е раст на побарувачката на кредити, а значаен дел од побаруваните кредити од страна на корпоративниот сектор се за инвестиции во залихи и обртен капитал.



Поголем дел од расположливите краткорочни показатели за инвестициската активност упатуваат на умерен годишен раст на движењето на инвестициите во првиот квартал на 2015 година¹⁷. Така, годишен раст е забележан кај домашното производство на капитални добра.

¹⁶ Од Анкетата за кредитната активност на НБРМ спроведена во декември 2014 година.

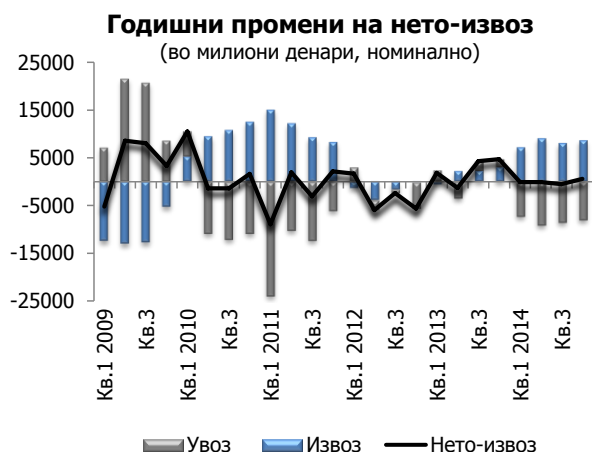
¹⁷ Податоците за извршените градежни работи, странските директни инвестиции и увозот на средства за работа се дадени заклучно со јануари, додека останатите податоци се дадени заклучно со февруари.



Истовремено, во периодот јануари-февруари регистрирано е умерено засилување на годишниот раст на долгорочното кредитирање на претпријатијата од страна на банките, а раст е регистриран и кај странските директни инвестиции и залихите на готови производи. Од друга страна, вредноста на извршените градежни работи во јануари бележи реален годишен пад, делумно заради полошите временски услови споредено со претходната година. Исто така, вкупната предвидена вредност на одобрените градежни работи за јануари бележи пад на годишна основа, што целосно произлегува од падот на високоградбата заради високата споредбена основа, додека кај нискоградбата се забележува раст и се поврзува со најавените крупни инфраструктурни проекти. Исто така, резултатите од Анкетата за деловните тенденции во градежништвото¹⁸ даваат различни сигнали во поглед на очекувањата на раководителите за состојбата во секторот во текот на првиот квартал. Имајќи го предвид ова, најверојатно и во првиот квартал поддршката на градежниот сектор кон вкупната инвестициска побарувачка ќе биде релативно слаба. Од останатите краткорочни показатели за инвестициите, минимален пад се забележува кај увозот на капитални производи и пониски расходи на државата за капитални инвестиции.

1.3.4. Нето извозна побарувачка

Состојбата во надворешниот сектор во текот на четвртиот квартал е слична со поместувањата кои беа карактеристични за претходните квартали од годината. Така, и во последниот квартал нивото на размена со странство беше значително повисоко споредено со четвртиот квартал од претходната година. Притоа, придонесот на нето-извозот кон растот на БДП се задржа во негативната зона. Реалниот извоз на стоки и услуги забележа висок годишен раст од 22,4% и силно забрзување на кварталната динамиката на раст (квартален раст од 8,3%, сезонски приспособено). Високиот годишен раст во најголем дел произлегува од зголемениот извоз на новите производствени капацитети во земјата. Гледано по категории производи, во последниот квартал највисок беше извозот на машини и опрема и на хемиски производи. Во



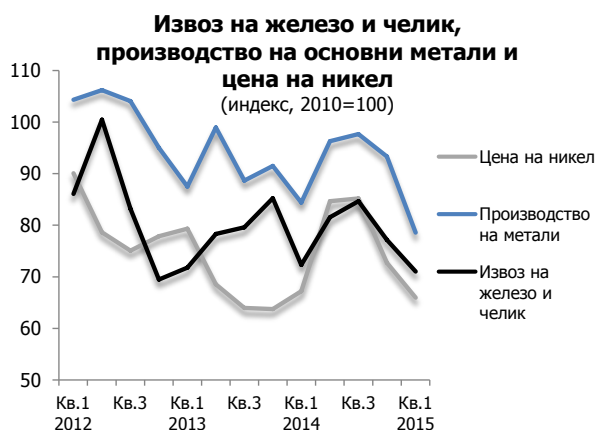
Извор: Државен завод за статистика.

¹⁸ Се однесува на анкетите спроведени во третиот квартал на 2014 година.



услови на сè уште слаба глобална побарувачка за метали и квартално намалување на цените на метали на светскиот пазар, состојбата во домашната метална индустрија и понатаму е неповолна. Во услови на голема зависност на домашното производство од увоз, високиот годишен раст на увозот (17,4%) во четвртиот квартал се објаснува со увозот на интермедијарни производи. На квартална основа забележано е зголемување на увозот од 4,6% (сезонски приспособено).

Податоците за првиот квартал упатуваат на продолжување на повољните поместувања на страната на извозот. Така, во услови на зголемено искористување на капацитетите во преработувачката индустрија, во јануари и февруари 2015 година е остварен номинален годишен раст на извозот на стоки. Носители на растот, како и во изминатава година, беа новите извозни капацитети (раст на извозот на машини, електрична опрема и хемиски производи), а позитивен придонес кон растот имаа и капацитетите во останатите извозни сектори (умерен раст на извозот на мебел, тутун и метали). За разлика од извозот, **увозот бележи номинален годишен пад во првите два месеца од првиот квартал**, пред сè заради големиот пад на енергетскиот увоз поврзан со пониските увозни цени на енергентите, а во помал дел и на понискиот инвестициски увоз на опрема, машини и возила. **Во поглед на движењето на нето извозната побарувачка**, врз основа на номиналните податоци за јануари и февруари, во првиот квартал се очекува определено стеснување на трговскиот дефицит, при висок раст на извозот и пад на увозот.



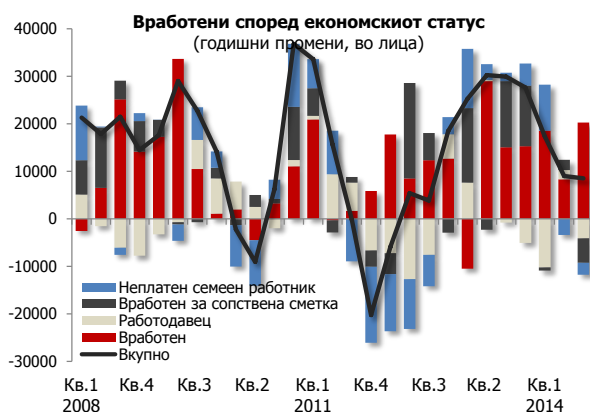
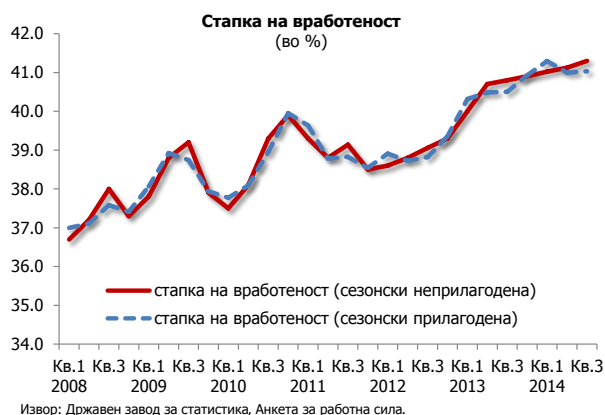
Извор: Државен завод за статистика, ММФ месечна база на податоци и пресметки на НБРМ.

1.4. Вработеност и плати

Во четвртото тримесечје на 2014 година бројот на вработени забележа раст на годишна основа, малку посилен во однос на растот во претходните два квартала, додека за цела 2014 година вработеноста се зголеми за 1,7%. Со ова, овој показател на пазарот на труд речиси три години во континуитет се одржува во зоната на позитивни годишни промени. Ваквите поместувања се во согласност со остварувањата во реалниот сектор, коишто се исто така повољни. Подобрувањето на некои од клучните индикатори на пазарот на трудот, веќе неколку години се должи на работењето на новите капацитети од технолошко-индустриските развојни зони. Исто така веќе подолг период, фискалната политика делува во правец на засилување на економската активност и на вработеноста, преку активните мерки за вработување, спроведувањето на јавните инфраструктурни проекти, како и преку политиките на субвенционирање на земјоделското производство. Агрегираните сигнали од анкетите за деловните тенденции, упатуваат на



извесно слабење на оптимизмот во поглед на вработеноста за наредниот тримесечен период.

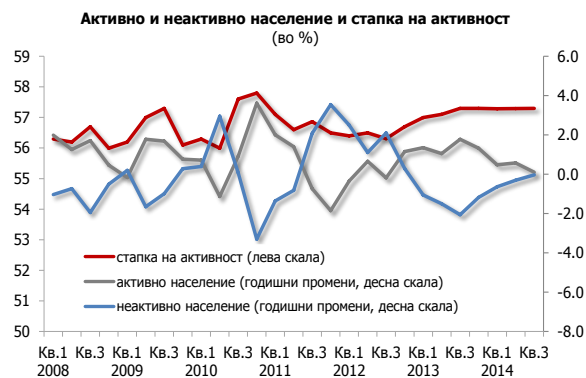


Во последното тримесечје, бројот на вработени лица забележа годишен раст од 1,5%, динамика којашто е нешто посилна од онаа забележана во претходните две тримесечја. Забрзување на темпото се забележува и преку кварталната динамика, при квартално згледување на вработеноста од 1,3%¹⁹. Наспроти земјоделството коешто бележи пад на вработеноста на годишна основа, индустријата и услужниот сектор го задржуваат позитивниот придонес кон растот. Анализирајќи по секторите на дејностите, годишниот раст на вработеноста се карактеризира со релативно висок степен на дисперзираност, при што според големината на придонесот се издвојуваат „јавната управа, одбраната и задолжителното социјално осигурување“, секторот „активности во врска со недвижен имот и други деловни активности“, преработувачката индустрија, како и угостителството. Анализирајќи од аспект на економскиот статус²⁰, растот во целост произлегува од категоријата вработени лица. Ваквите поместувања условија раст на стапката на вработеност од 0,6 п.п. на годишна основа и нејзино позиционирање на 41,5%. Во прилог на позитивните остварувања кај вработеноста се и резултатите од Анкетата за слободни работни места²¹. Имено, бројот на слободни работни

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

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

²¹ Државниот завод за статистика за првпат во 2012 година започна да спроведува Анкета за слободни работни места како дел од истражувањата на пазарот на трудот. Целта на Анкетата е квартално информирање за слободните работни места во претпријатијата во Република Македонија како важен показател за макроекономските движења и политиките на пазарот на трудот.



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



Извор: Државен завод за статистика.



Извор: Државен завод за статистика.

места, како дополнителен показател за движењето на побарувачката на работна сила, во четвртиот квартал бележи годишен раст од 5,4%, додека стапката на слободни работни места²² е само минимално повисока и изнесува 1,37%.

Изгледите во поглед на движењата на пазарот на трудот за првото тримесечје од наредната година бележат извесно влошување. Имено, агрегираните сигнали од анкетите за деловните тенденции²³ упатуваат на слабење на оптимизмот во поглед на вработеноста за наредниот тримесечен период. Сепак, имајќи ги предвид подобрените очекувања кај порачките за наредниот тримесечен период, падот на оптимизмот во однос на вработеноста е најверојатно привремен.

Во четвртото тримесечје отсутнуваат позначителни поместувања во поглед на понудата на работна сила. Така, во однос на истиот период од претходната година, вкупното активно население регистрираше раст од само 0,1%, што при исто толкав пад на неактивното население, услови годишен раст на стапката на активност од 0,1 п.п. и нејзино позиционирање на ниво од 57,4%.

Во четвртото тримесечје продолжи намалувањето на невработеноста при натамошен поинтензивен раст на побарувачката наспроти растот на понудата на работна сила. Имено, бројот на невработени лица во четвртото тримесечје се намали за 3,6% на годишна основа, што е поголемо намалување во однос на претходниот период. Следствено, стапката на невработеност се намали за 1 п.п. на годишна основа со што се сведе на 27,6%.

Просечните исплатени плати во четвртиот квартал бележат натамошен годишен раст, со засилена динамика. Така, номиналните нето и бруто-плати во последното тримесечје се повисоки за 3% и 2,8%,

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

²³ Извор: Државен завод за статистика, анкети за деловните тенденции во преработувачката индустрија (јануари 2015 година), градежништвото (четврт квартал на 2014 година) и во трговијата (четврт квартал на 2014 година).



соодветно, на годишна основа. Со исклучок на угостителството, раст на платите е регистриран во сите останати сектори на дејности, меѓу кои сепак секторот „стручни, научни и технички дејности“, како и градежниот сектор се издвојуваат според интензитетот на нагорната корекција. Исто така, во четвртиот квартал беше спроведено и најавеното зголемување на платите во јавната администрација²⁴. Номиналните нето и бруто-плати бележат раст и на квартална основа, при што земјоделството е единствен сектор во кој поместувањата се во надолна насока. **Во последното тримесечје, во услови на мало продлабочување на падот на општото ценовно ниво, реалните нето и бруто-плати забележаа натамошно зајакнување на позитивната годишна динамика, односно раст од 3,4% и 3,2%, соодветно.** Истовремено, во последното тримесечје реалните плати забележаа раст од 2,9% на квартална основа, којшто доаѓа по стагнирањето во претходниот тримесечен период.



Продуктивноста на трудот во последното тримесечје бележи годишен раст од 1,2%, што претставува забавување во однос на динамиката регистрирана во претходното тримесечје. Ваквото остварување доаѓа во услови на поинтензивен годишен раст на економската активност од растот на вработеноста. На квартална основа е регистрирано влошување на продуктивноста, и тоа при пад на економската активност и подинамичен раст на бројот на вработени лица. **По падот во претходното тримесечје, трошоците за труд по единица производ забележаа годишен раст од 1,5%.** Нагорното приспособување доаѓа во услови на поинтензивен раст на бруто-платите од растот на продуктивноста. Трошоците за работната сила бележат нагорно поместување и на квартална основа.

1.5. Инфлација

Домашните цени продолжија да се намалуваат и во првиот квартал на 2015 година, при што во просек беа пониски за 0,9%, на годишна основа. Ваквите поместувања претставуваат продлабочување на падот споредено со

²⁴ Во септември 2014 година, Собранието на Република Македонија ги изгласа законските измени кои предвидуваа зголемување на платите во јавната администрација од четири насто. Зголемувањето се однесува на октомвриската плата со исплата во ноември.



2014 година, кога цените се намалија за 0,3%. Притоа, како и во претходниот квартал, падот во најголема мера беше условен од пониските цени на енергетската компонента на инфлацијата, одразувајќи го намалувањето на цената на суровата нафта на светските берзи. Воедно, продолжи намалувањето и на базичната инфлација (ценовна компонента без храна и енергија), додека цените на храната имаа неутрален придонес кон вкупната промена на цените. Пад на потрошувачките цени беше забележан и на квартална основа од 0,6%. Намалувањето на цените во домашната економија се одрази и врз очекувањата на економските субјекти кои имаат пониски инфлациски очекувања во поглед на очекуваната стапка на инфлација за 2015 и 2016 година, а како главни фактори за надолната ревизија на очекувањата ги наведуваат: движењето на потрошувачките цени во домашната економија и во евро-зоната во изминатиот период, бавното закрепнување на европските економии, како и пониските светски цени на суровата нафта. Цените на производителите на индустриски производи продолжија да се намалуваат на годишна основа во првите два месеца од годината, за што најмногу придонесоа пониските производствени цени на енергијата, пред сè нафтените деривати, под влијание на движењата на цените на нафтата на глобалните пазари.

Домашна инфлација и странска ефективна инфлација (годишни стапки на раст, во %)



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

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



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Намалувањето на домашните потрошувачки цени, започнато од вториот квартал минатата година продолжи и во текот на првото тримесечје од 2015 година, кога цените се намалија за 0,9% на годишна основа. Анализата според компонентите покажува дека, како и во претходниот квартал, надолното движење во првото тримесечје се должи на пониските цени на енергијата, а помал придонес има и базичната инфлација. Негативниот придонес на енергетската компонента е резултат на пониските цени на течните горива и мазива, под влијание на падот на цената на суровата нафта на светските берзи. Во првиот квартал на 2015 година продолжи намалувањето и на базичната инфлација (ценовна компонента без храна и енергија) започнато во претходниот квартал на минатата година, пред сè заради пониските цени на комуникациите и транспортот. Од друга страна, кога станува збор за цените на храната, по нивното намалување во претходните три квартали, во првиот квартал од годината кај овие цени е забележан мал раст. Сепак нивниот придонес кон вкупниот индекс на потрошувачките цени е неутрален. Растот на цените на храната генерално е резултат на нагорната корекција на цените на зеленчукот, при надолни корекции на цените на месото и маслото и маснотиите. Пониски потрошувачки цени во првиот квартал на 2015 година беа измерени и кај најзначајните трговски партнери, односно



странската ефективна инфлација²⁵ се намали за 0,7%, што претставува определено забрзување на падот (0,4% во претходниот квартал).

Одделни категории цени

| | (годишни промени, во %) | | | | | | (придонеси кон годишните промени, во п.п.) | | | | | |
|---|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2014 | | | | | 2015 | 2014 | | | | | 2015 |
| | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | 2014 | 2015 | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | 2014 | 2015 |
| Индекс на потрошувачки цени - вкупно | 0.6 | -1.0 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.9 | 0.6 | -1.0 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.9 |
| Храна | 0.9 | -2.6 | -1.6 | -0.2 | -0.9 | 0.1 | 0.3 | -1.0 | -0.6 | -0.1 | -0.3 | 0.0 |
| Цени на енергија | -3.3 | -1.6 | 0.8 | -1.5 | -1.4 | -4.9 | -0.5 | -0.2 | 0.1 | -0.2 | -0.2 | -0.7 |
| Електрична енергија | -3.2 | -3.2 | 4.5 | 3.6 | 0.4 | 3.6 | -0.2 | -0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.0 | 0.3 |
| Централно греење | -12.3 | -2.9 | -8.2 | -11.0 | -8.7 | -11.0 | -0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| Течни горива и мазива | -4.3 | -0.8 | -2.2 | -8.2 | -3.9 | -20.1 | -0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.4 | -0.2 | -0.9 |
| Храна и енергија (волатилни цени) | -0.3 | -2.4 | -0.9 | -0.6 | -1.1 | -1.3 | -0.2 | -1.3 | -0.5 | -0.3 | -0.6 | -0.7 |
| Базична инфлација (без храна и енергија) | 1.7 | 0.6 | 0.3 | -0.2 | 0.6 | -0.4 | 0.8 | 0.3 | 0.1 | -0.1 | 0.3 | -0.2 |

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Променлива (храна и енергија) и базична инфлација



Анализирајќи според динамиката, во првото тримесечје дојде до продлабочување на годишниот пад на цените, што се должи пред сè на цените на енергетската компонента, додека базичната инфлација има помал придонес. Така, забрзувањето на падот кај базичната инфлација, на годишна основа е мало, односно од -0,2% во четвртиот квартал таа се сведе на -0,4% во првиот квартал од 2015 година. Умереното продлабочување на падот на овие цени во најголем дел се должи на промените на цените на телефонски апарати и услуги, а дополнителен придонес имаа и пониските цени на електричните апарати и средствата за лична хигиена, фармацевтските производи, како и пониските цени на автомобилите.

Светски цени на храна и сурова нафта



На квартална основа, во првиот квартал на 2015 потрошувачките цени година се пониски за 0,6%. Слично како и кај годишната промена, најголем придонес кон кварталниот пад има енергетската компонента на инфлацијата (квартален пад од 3,5%) како резултат на пониските цени на течните горива и мазива. Мал квартален пад (од 0,5%) забележа и базичната инфлација. Од друга страна, цените на храната забележаа квартален раст од 0,3%, одразувајќи го главно сезонскиот раст на цените на свежиот зеленчук, додека кај најголем дел од останатите прехранбени производи е измерено

²⁵ 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.



Странски ефективни* и домашни цени на храна



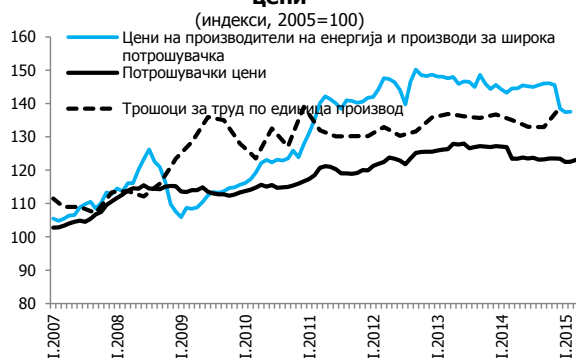
* Ефективните странски цени на храна се добиени како пондерирани збир од цените на храната во земјите што се најзначајни трговски партнери на РМ. Извор: ДЗС, Еуростат и пресметки на НБРМ.

Инфлација и цени на производители на индустриски производи



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Фактори коишто влијаат врз потрошувачките цени



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

намалување на цените што соодветствува со движењето на странските ефективни цени на храната²⁶. **Квартално намалување на потрошувачките цени со слична големина (пад од 0,8%) се добива и според сезонски приспособените податоци, при пад на цените на сите компоненти на инфлацијата.**

Промената на цените на производителите на индустриски производи на домашниот пазар во првиот квартал²⁷ на 2015 година се задржа во негативната зона шести последователен квартал. Така, годишниот пад на цените на производителите во првите два месеца од првиот квартал во просек изнесуваше 3,6%, што претставува забрзување на падот во однос на претходниот квартал (-1% во претходниот квартал). Најголем придонес за годишниот пад имаат пониските производствени цени на енергијата, пред сè нафтените деривати, додека во спротивна насока влијаеја повисоките цени на електрична енергија, јагленот и лигнитот. **Пад на производствените цени е забележан и на квартална основа (од 3,1%, додека на сезонски приспособена основа падот изнесува 3,3%) при пониски производствени цени во преработувачката индустрија и во енергетскиот сектор. Движењето на производствените цени коишто влијаат врз домашната компонента на инфлацијата²⁸ укажува на надолни притисоци.** Имено, годишниот пад на овие цени се интензивира на 4,3% (наспроти падот од 1,4% во претходниот квартал), при истовремен квартален пад од 4%, наспроти падот од 1% во претходниот квартал (сезонски приспособено). Задржувањето на овие цени во негативната зона упатува на намалени инфлациски притисоци во наредниот период.

Во последното тримесечје на 2014 година трошоците за труд по единица производ забележаа раст на квартална и годишна основа (4,4% и 1,5% последователно). Сепак, при сè уште негативен производствен јаз²⁹ засега не се

²⁶ Податоците за странските ефективни цени на храната се однесуваат на првите два месеца од кварталот.

²⁷ Се однесува на првите два месеца од кварталот.

²⁸ Производите за широка потрошувачка (трајни и нетрајни) и енергијата.

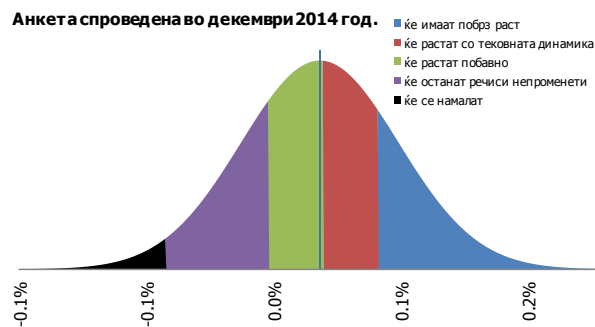
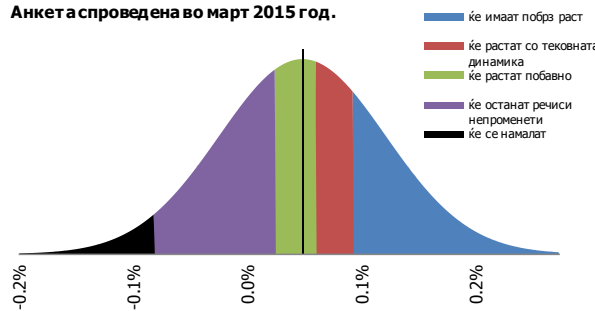
²⁹ Оцените на НБРМ покажуваат дека домашното производство сè уште е под потенцијалното ниво (негативен произведен јаз).

очекуваат инфлациски притисоци врз цените на финалните производи преку овој канал.

Прилог 1: Анкета за инфлациските очекувања³⁰

Анкетата за инфлациските очекувања опфаќа три групи испитаници: економски аналитичари, претпријатија и финансиски институции. Притоа, анкетниот прашалник содржи две прашања за мерење на инфлациските очекувања, едно со квалитативен, а друго со квантитативен карактер. На првото прашање за инфлациските очекувања испитаниците ги посочуваат насоката и степенот на промени на цените во споредба со промената во претходните 12 месеци³¹. Притоа, за

Графикон 1. Нормална дистрибуција на одговорите на испитаниците
Анкета спроведена во март 2015 год.



квантификација на квалитативните одговори се применува пристапот на веројатност на Карлсон и Паркин (1975), кој претпоставува дека при доволно голем број испитаници, очекуваната промена на цените е нормално дистрибуирана во популацијата. На второто прашање се бара од испитаникот прецизно да ја квантифицира очекуваната просечна стапка на промена на цените во наредните две години³². Притоа, вкупната очекувана стапка се пресметува како обичен просек од одговорите на сите испитаници. Вака пресметаниот показател е корисен за добивање индикации во поглед на насоката на движење на очекувањата на испитаниците.

Анкетата за инфлациски очекувања беше спроведена во март 2015 година³³. Како и во претходниот анкетен циклус, и во март **се задржа просечна негативна стапка на инфлација за претходниот**

12-месечен период³⁴, при што резултатите од мартовската анкета упатија на непроменетост на инфлациските очекувања споредено со декемвриската анкета Така, и во следниот 12-месечен период, како и во декември, испитаниците очекуваат во

³⁰ Со цел унапредување на анкетното мерење на инфлациските очекувања, Дирекцијата за монетарна политика и истражување на Народната банка на Република Македонија во текот на 2013 година презеде активности за подетална анализа на искуствата на другите централни банки поврзани со спроведување на анкетите. Врз таа основа се изврши дизајнирање на постојната анкета и од октомври 2013 година се отпочна со прибирање на податоците за новата анкета, со што се обезбеди поголемо приближување до европската практика.

³¹ Квалитативното прашање за очекувањата гласи: „Во споредба со изминатите 12 месеци, каква промена очекувате кај потрошувачките цени во следните 12 месеци? а) ќе имаат побрз раст; б) ќе растат со тековната динамика; в) ќе растат побавно; г) ќе останат речиси непроменети; д) ќе се намалат; е) тешко е да се одреди“.

³² Прашањето со квантитативен карактер гласи: „Кои се Вашите очекувања/прогнози за просечната стапка на инфлација во 2015 и 2016 година?“.

³³ Се однесува на периодот март 2014 година до февруари 2015 година. Процентот на респонзивност на Анкетата, спроведена во март изнесува 33,9% што, споредено со претходниот квартал, преставува зголемување на респонзивноста. Гледано по групи испитаници, кај финансиските институции респонзивноста е 55,6%, потоа следуваат економските аналитичари со 38,2% и претпријатијата со 27,2%.

³⁴ Во услови кога ценовниот раст е негативен, интерпретацијата на резултатите од анкетата може да биде нејасна, при што неопходно е да се промени методот на пресметка на показателот за инфлациските очекувања. Така, во процедурата за квантификација се заменува негативната стапка со последната позитивна стапка на раст. На ваков начин се избегнува контрадикторноста на одговорите од анкетата кои што претпоставуваат позитивен ценовен раст. Имајќи предвид дека промените во методот се од чисто техничка природа, квантификацијата на квалитативните одговори за очекуваната стапка на инфлација во периоди кога инфлацијата е негативна, треба да се земе со умерена доза на претпазливост, додека показателот за инфлациските очекувања како апроксимативен.



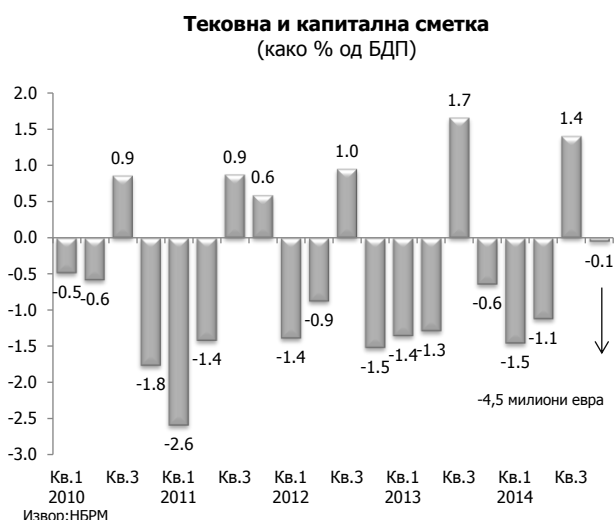
следниот 12 месечен период стапката на инфлација да биде околу 0%. Слични се очекувањата и од аспект на одделните анкетирани групи (економски аналитичари, претпријатијата и финансиските институции) кои што очекуваат стапката на инфлација во следниот 12-месечен период (до февруари 2016 година) во просек да гравитира околу 0%.

Во однос на квантитативното прашање за очекуваната стапка на инфлација за 2015 и 2016 година, испитаниците имаат пониски инфлациски очекувања. Имено, во просек, во периодот помеѓу двете анкети, очекувањата на испитаниците за инфлацијата во 2015 и 2016 година се намалија за 0,5 процентни поени. Според испитаниците, **фактори со кои се објаснуваат пониските инфлациски очекувања** во март се: движењето на потрошувачките цени во домашната економија и во евро-зоната во изминатиот период, бавното закрепнување на европските економии, како и пониските светски цени на суровата нафта, во услови на високи залихи и стагнација на глобалната побарувачка.

1.6. Биланс на плаќања³⁵

По суфицитот во претходното тримесечје, тековната и капиталната сметка на билансот на плаќања во четвртиот квартал забележа мал дефицит, што е вообичаено сезонско поместување. Сепак, кварталното влошување е помало од вообичаеното, а на годишна основа дефицитот во тековната и капиталната сметка значително се намали, при помал дефицит во размената со стоки и услуги и раст на приливите кај секундарниот доход. Во услови на присутно, но бавно закрепнување на странската побарувачка, подобреното салдо во размената на стоки и услуги е одраз на структурните промени во извозниот сектор и силниот пад на берзанските цени на суровата нафта. Кумулативно, за цела 2014 година, тековната и капиталната сметка забележа мал дефицит од 1,2% од БДП. И покрај приливите од директни инвестиции и финансирањето преку трговски кредити, во последниот квартал во финансиската сметка беа забележани одливи, како последица на промените кај валутите и депозитите. Во вакви услови, во последното тримесечје дојде до благо намалување на девизните резерви.

1.6.1. Тековна сметка



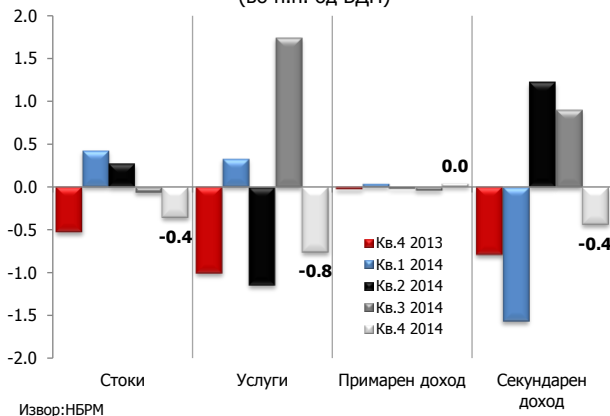
Во последното тримесечје од 2014 година позицијата на тековната и капиталната сметка беше речиси урамнотежена, со остварен мал дефицит од 4,5 милиони евра, или 0,1% од БДП³⁶. Сезонските фактори делуваа во насока на повисок дефицит во размената со стоки и

³⁵ Започнувајќи од кварталниот извештај октомври 2014 година, анализата на движењата во билансот на плаќања се базира 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_pr_omenite_vo_platniot_bilans_megunarodnata_investiciska_pozicija_i_nadvoresniot_dolg_koisto_proizlequvaat_od_primenata_na_novite_megunarodni_statisticki_standardi.pdf).

³⁶ За пресметките се користи официјалниот податок за номиналниот БДП.



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

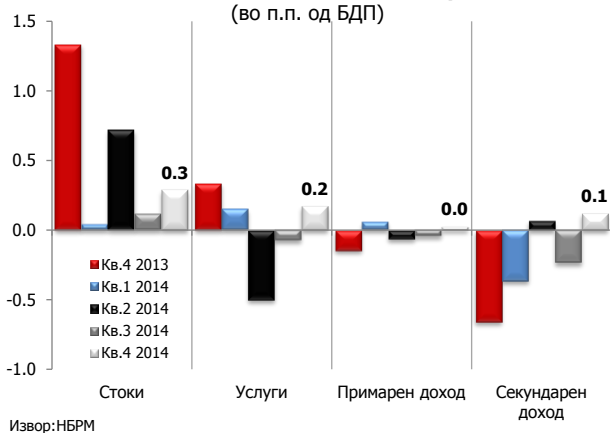


услуги и намалени приливи кај секундарниот доход и доведоа до влошување на тековното салдо за 1,5 п.п. од БДП во однос на третиот квартал.

Сепак, кварталното проширување на дефицитот кај тековните трансакции е значително пониско од вообичаеното заради остварувањата кај салдото во размената со стоки и кај секундарниот доход. Поумереното влошување кај трговското салдо, споредено со историските остварувања е комбинација од извозните ефекти од новите капацитети и поволните ефекти врз увозот од падот на светската цена на нафтата. Во однос на секундарниот доход, иако карактеристичните сезонски фактори предизвикаа пад на откупената странска ефективна на менувачкиот пазар³⁷, високите официјални трансфери од ИПА-фондовите наменети за поддршка на руралниот и институционалниот развој ја ублажија ваквата негативна динамика.

Промените во тековната и капиталната сметка на годишна основа укажуваат на позначајно подобрување од 0,6 п.п. од БДП, како резултат на подобрите остварувања кај сите поединечни компоненти.

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



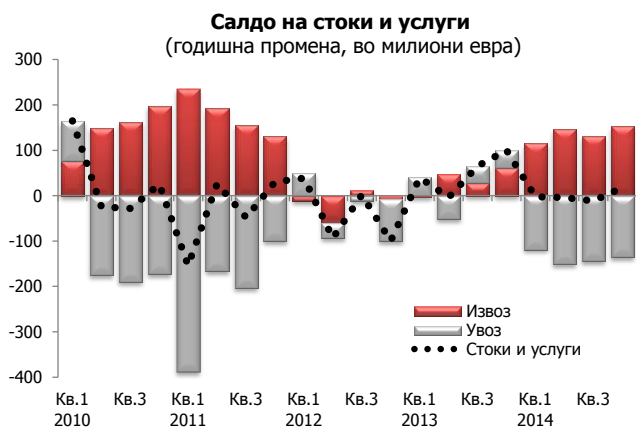
Извозот на инвестициски добра продолжи да придонесува за добрите извозни остварувања, при истовремено поумерен раст на увозната компонента. Притисоците коишто доаѓаат од повисокиот суровински увоз на домашната индустрија и увозот на капитални производи се ублажени од понискиот увоз на енергија, предизвикан од падот на светските цени на суровата нафта. На нето-основа, промените на извозната и увозната страна резултираа со годишно стеснување на салдото во размената со стоки. Во иста насока делуваше и порастот на суфицитот кај услугите, движен од растот на нето-приливите кај градежните услуги³⁸. Секторската анализа на секундарниот доход упатува на позитивен придонес во годишната промена на секторот држава, односно повисоки нето-приливи врз основа на официјални трансфери како резултат на приливи од европските фондови. Од друга страна, кај

³⁷ Откупената странска ефективна на менувачкиот пазар се користи за процена на приватните трансфери во готовина.

³⁸ По високиот одлив кај градежните услуги во април, регистриран врз основа на исплатени аванси за градежни работи поврзани со проектите за изградба на автопати, во текот на четвртиот квартал е забележан обратен процес. Имено, кај оваа услужна компонента е остварен извоз, како резултат на исплата на домашните компании за извршените градежни работи за сметка на странскиот изведувач на патната инфраструктура.



останатите сектори во економијата³⁹ не е остварена позначајна промена на годишна основа. Кај примарниот доход не е забележана видна промена гледано на агрегатно ниво.



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

Според најновите податоци за билансот на плаќања, во јануари 2015 година тековната и капиталната сметка оствари забележителен суфицит од 39,4 милиони евра, што претставува прво позитивно тековно салдо регистрирано во јануари. Соодветно на тоа, годишната анализа укажува на подобри остварувања како резултат на значително помалиот дефицит во размената со стоките и услугите и истовремено благиот раст остварен кај секундарниот доход. Подобрувањето кај подбилансот на стоки произлегува од динамичниот раст на извозната компонента, при истовремено намалување на увозот, коешто е особено видливо кај енергетскиот увоз. Исто така, повисокиот суфицит кај услугите се должи на производните услуги за доработка, додека растот на нето-приливите кај секундарниот доход е поттикнат од трансферите на останатите сектори во економијата⁴⁰.

³⁹ Секундарниот доход на останатите сектори во економијата го опфаќа секундарниот доход на финансиските претпријатија, нефинансиските претпријатија, домаќинствата и непрофитните институции коишто им служат на домаќинствата класифицирани како лични трансфери (тековни трансфери помеѓу резидентни и нерезидентни домаќинства), нето-ефектива на менувачки пазар како индикатор за приватните трансфери по неформален канал и останати тековни трансфери на приватниот сектор.

⁴⁰ Напуштањето на таргетот за девизниот курс од страна на централната банка на Швајцарија доведе до силна апрецијација на франкот кон средината на јануари. Соодветно, ваквата промена предизвика зголемен откуп на франци на менувачкиот пазар и соодветен раст на нето-приливите кај секундарниот доход во текот на јануари.

Прилог 2: Надворешнотрговска размена на стоки и движење на номиналниот и реалниот ефективен девизен курс (НЕДК и РЕДК)⁴¹

Надворешнотрговската размена со странство во четвртиот квартал од 2014 година изнесуваше 2.463,8 милиони евра (или 28,9% од БДП), остварувајќи раст од 3,3% во однос на претходното тримесечје. Зголемувањето на надворешнотрговската размена на квартална основа првенствено се должи на повисокиот увоз, при минимален раст на извозната компонента. Позитивната промена на извозот од 0,4% во однос на третото тримесечје од годината е резултат на зголемениот извоз на опрема и машини и на хемиски производи, при намален извоз на

традиционалните извозни сектори, особено изразено кај производите на металопреработувачката и тутунската индустрија. Од друга страна, увозот забележа подинамичен квартален раст од 5,4%, како резултат на повисокиот суровински увоз на новите капацитети во економијата и текстилната индустрија, како и сезонскиот раст на увозот на храна, при значајно намалување на енергетскиот увоз. Имено, натамошното намалување на берзанските цени на суровата нафта во четвртото тримесечје од 2014 година⁴², доведе до квартален пад на енергетскиот увоз. Ваквите остварувања кај двете трговски компоненти доведоа **до позначително квартално проширување на дефицитот во размената со стоки од 17%, во целост заради неенергетското салдо, при значително стеснување кај енергетската компонента.**

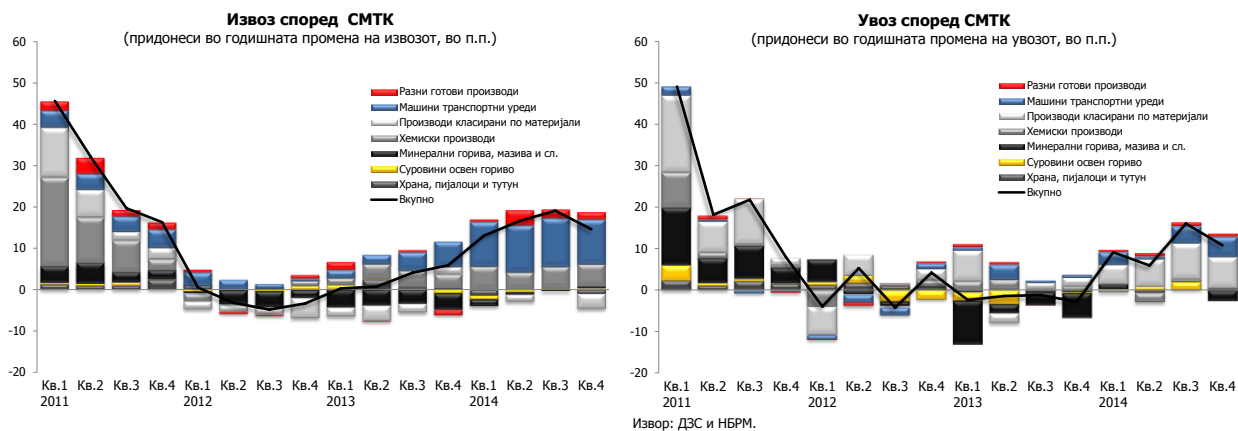
Анализирајќи на годишна основа, извозот продолжи да бележи двоцифрени стапки на раст, со повисоко остварување во однос на четвртото тримесечје од 2013 година за 14,6%. Факторите на извозниот раст и во четвртиот квартал остануваат непроменети, отсликувајќи го сè поголемиот извозен капацитет на новите странски компании во економијата. Нивниот придонес продолжува да придонесува за високиот раст на извозот, при годишен пад на извозната активност на традиционалните сектори. И покрај видното бавно закрепнување на конјunkturата кај металопреработувачката индустрија во втората половина од годината, падот на извозната активност на овој сектор се интензивира во текот на четвртиот квартал, што доведе до значајно намалување на извозот на железо и челик, при истовремен пад на извезените количини и остварените извозни цени. Исто така, неповолни поместувања на годишна основа се забележани и кај извозот на тутун, што во одреден дел се должи и на високата базна основа од последниот квартал на 2013 година, кога беше присутен некарактеристично висок извоз на тутун за овој период од годината. **Високата увозна зависност на извозниот сектор се одрази преку раст и на увозната компонента на годишна основа.** За зголемувањето на увозот за 10,8% и понатаму придонесуваат влезните компоненти за производниот процес на новите извозни капацитети, што се ефектуира преку повисок увоз на опрема и машини и на обоените метали. Наспроти падот регистриран кај извозот на железото и челикот, увозната компонента на оваа индустрија повторно забележа благ раст на годишна основа, при истовремено повисоки увезени количини и раст на увозните цени кај оваа категорија на производи. Наспроти увозните притисоци од неенергетската компонента, увозот на енергија оствари позначаен пад кој се должи првенствено на понискиот увоз на нафтени деривати, а во помал дел и на намалувањето на увозот на електрична енергија. Падот на берзанските цени на суровата нафта во текот на четвртиот квартал од 2014 година ја намали цената на овој енергент на најниско ниво во изминатите пет години. Соодветно на тоа, ваквите драстични берзански промени ги придвижија надолу и увезените цени на нафтени деривати во домашната економија, што надолупнето со намалениот количински увоз делуваа во насока на значително намалување на увозните притисоци. **Во**

⁴¹ 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.

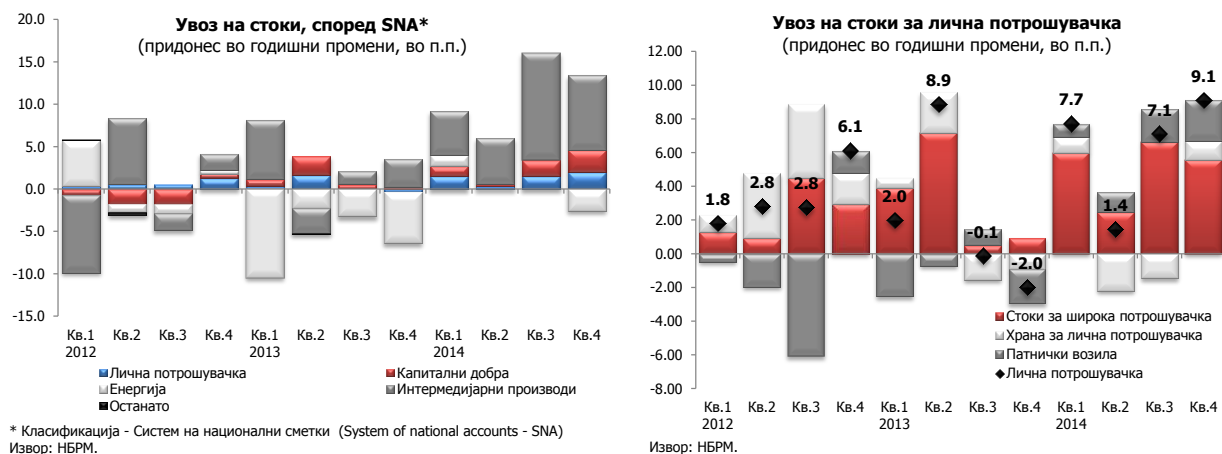
⁴² Цената на суровата нафта во четвртиот квартал забележа значаен пад од 25,6% споредено со претходното тримесечје.



услови на висок раст на двете компоненти на надворешнотрговската размена, дефицитот во размената на стоки со странство забележа умерено проширување од 3,8% на годишна основа, коешто во целост произлегува од влошувањето кај неенергетското салдо, при значително понизок енергетски дефицит.



Анализата на увозните компоненти класифицирани според Системот на национални сметки (System of national accounts – SNA) укажува на понатамошен доминантен придонес на интермедијарните производи во годишниот раст на вкупниот увоз и во последниот квартал од 2014 година. Позитивен, но значително понизок е и придонесот на капиталните добра и стоките наменети за лична потрошувачка, додека годишниот пад на енергетскиот увоз делува во насока на намалување на увозните притисоци. Притоа, растот на увозната компонента наменет за лична потрошувачка во најголем дел е поттикнат од стоките за лична потрошувачка, со дополнителен позитивен придонес и на преостанатите две компоненти, патнички возила и храна за лична потрошувачка. Остварувањата кај оваа компонента на увозот укажуваат на постепено засилување на растот, но сè уште малиот придонес во растот на вкупниот увоз упатува на отсуство на позначителни притисоци од страна на увозот за личната потрошувачка.



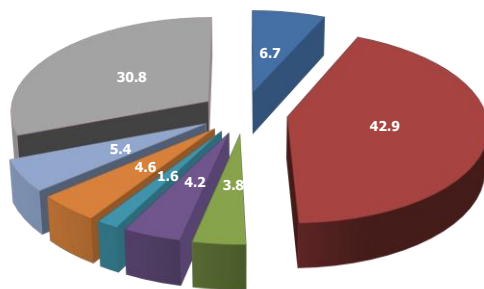
Последните расположливи податоци за надворешнотрговската размена укажуваат на понатамошен раст на извозот во јануари и февруари, при годишно намалување на увозната компонента. Имено, извозот на стоки во првите два месеца од годината се зголеми за 14,4% во однос на истиот период од претходната година, во најголем дел движен од повисокиот извоз на новите капацитети во економијата. Наспроти растот остварен на извозната страна, увозот на стоки забележа годишен пад од 2,7%, како резултат на намалениот енергетски увоз, движен од понатамошниот пад на берзанските цени на суровата нафта.

Анализата на надворешнотрговската размена по трговски партнери укажува дека земјите од Европската унија остануваат најзначајниот трговски партнер и во последниот квартал од 2014 година, со учество од 67,3% во вкупната надворешна размена со стоки. Од аспект на извозот, годишниот пораст во најголем дел се должи на понатамошниот раст на извозот кон Германија, со значително понизок придонес на извезените стоки во Белгија и Шпанија. Позитивните остварувања на извозната активност кон овие европски економии го отсликува сè поголемиот извоз на новите индустриски капацитети во домашната економија, насочен првенствено кон германскиот пазар,



но и со сè поизразена дисперзираност кон останатите ЕУ пазари. Исто така, кон годишниот раст на извозот позитивен придонес имаше и зголемиениот извоз кон Тајван, како резултат на диверзификацијата на извозната активност на компаниите од металопреработувачката индустрија кон азиските економии. Од друга страна, наспроти зајакнатата извозна позиција во земјите од ЕУ, евидентно е понатамошното намалување на значењето на традиционалните трговски партнери од регионот, особено сè помалото значење на Косово⁴³ како извозен пазар. На увозната страна, растот на годишна основа се должи на повисокиот увоз од ЕУ, во најголем дел како резултат на повисокиот увоз од Германија, но и од растот на сировинскиот увоз за новите извозни капацитети од Холандија и Велика Британија, наспроти намалувањето на увезените енергенти од Грција. Сепак, највисок придонес во годишниот раст имаше увозот на платина од Јужноафриканската Република, како нетрадиционален трговски партнер на македонската економија, но и растот на увозот на стоки од Русија и Кина забележан во четвртиот квартал. Според анализата на салдото во надворешнотрговската размена по трговски партнери, благодолно годишно проширување на трговскиот дефицит е предизвикано од продлабочувањето на негативното салдо во размената со Јужноафриканската Република, Кина, Русија и земјите од Западен Балкан, резултат на повисок трговски дефицит со Србија и понатамошното намалување на суфицитот со Косово. Од друга страна, дефицитот во размената со економиите од ЕУ го продолжи трендот на годишно намалување карактеристичен за изминатите две години. Движечки фактор на поволните остварувања останува сè повисокиот суфицит во размената со Германија, како и понатамошното стеснување на дефицитот со Грција, наспроти влошувањето забележано кај трговскиот дефицит со Италија, Романија, Холандија и Велика Британија.

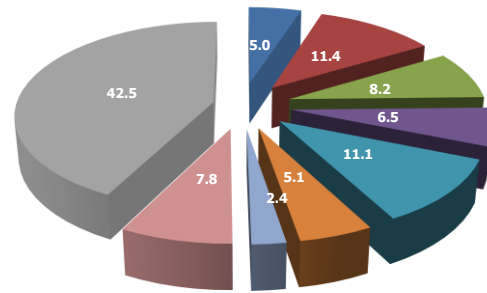
Извоз на стоки, по земји, во четвртото тримесечје на 2014 година (учество, во %)



Извор: НБРМ.

| | | |
|----------|----------------|--------|
| Бугарија | Германија | Грција |
| Италија | Хрватска | Косово |
| Србија | Останати земји | |

Увоз на стоки, по земји, во четвртото тримесечје на 2014 година (учество, во %)

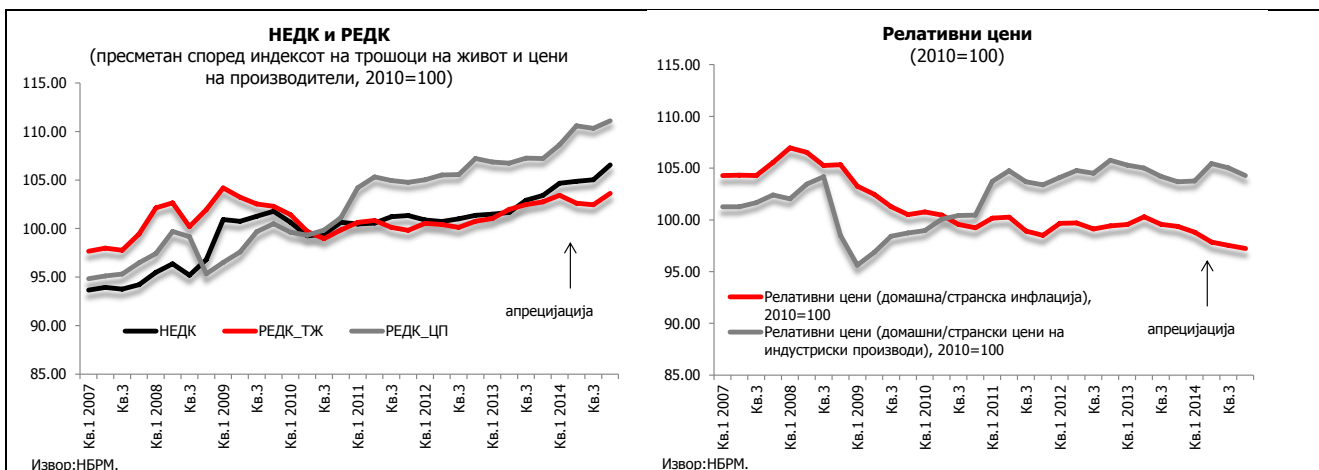


Извор: НБРМ.

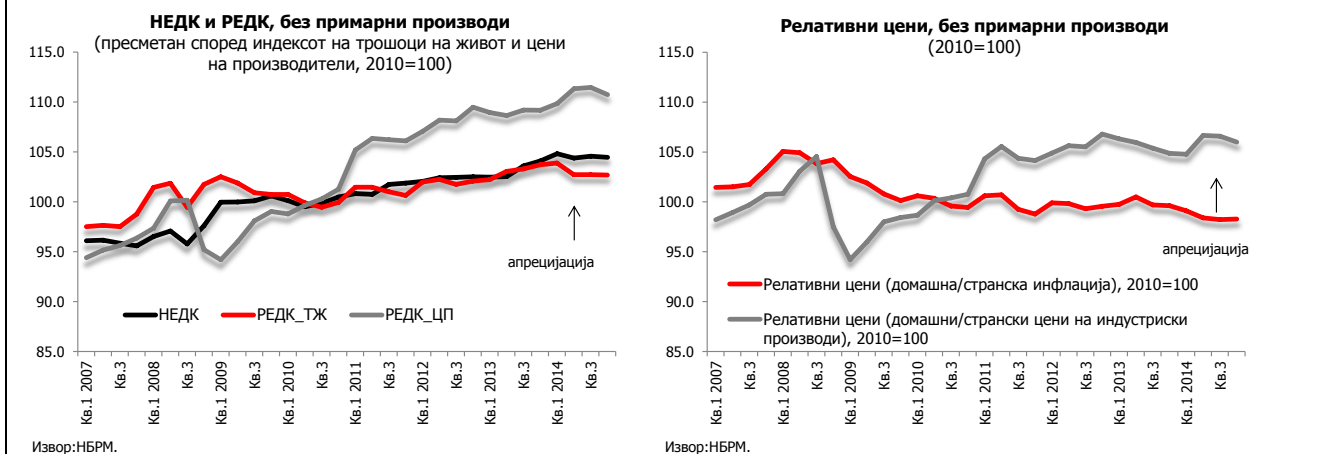
| | | |
|----------|------------------|----------------|
| Бугарија | Германија | Грција |
| Италија | Велика Британија | Турција |
| Русија | Србија | Останати земји |

Индикаторите за ценовната конкурентност на македонската економија укажуваат на умерено влошување во однос на третиот квартал од годината. Притоа, и двата ценовни индекса забележаа апрецијација на квартална основа. Индексот на РЕДК, дефлациониран со трошоците за живот, апрецира за 1,2%, а РЕДК пресметан според цените на производителите на индустриски производи забележа апрецијација од 0,7%. Ваквата промена најмногу се должи на номиналниот ефективен девизен курс, чиј раст во однос на претходното тримесечје од 1,5% е предизвикан од острата апрецијација на денарот во однос на руската рубља. Ниските берзански цени на нафтата и одолжувањето на украинската криза доведоа до драматичен пад на рубљата во последното тримесечје од 2014 година, што соодветно се одрази и врз индикаторите за ценовната конкурентност на домашната економија. Од друга страна, релативните цени остварија поволна промена во однос на претходниот квартал, при пад на релативните трошоци на живот за 0,3% и намалување на релативните цени на индустриски производи за 0,7%.

⁴³ Континуираното намалување на извозот кон Косово во изминатите три години во најголем дел се должи на сè помалиот извоз на нафтени деривати на овој пазар.



Изразената депрецијација на руската рубља во текот на 2014 година, заради фактори коишто не се само од економска природа, посочува на одредени проблеми при анализирањето на индикаторите за ценовната конкурентност на домашната економија со вклучувања на променливи валути како рубљата. Заради ова, посоодветно е индикаторите за ценовната конкурентност да се анализираат преку индексите на реалниот ефективен девизен курс пресметан со пондери засновани врз надворешнотрговската размена без примарни производи⁴⁴. На овој начин се анулира одредена непостојаност поврзана со промените кај валутите коишто реагираат на движењето на светските берзански цени, така што им се посветува внимание на структурните фактори коишто ја поттикнуваат конкурентноста на економијата. **Притоа, овој индикатор укажува на умерено подобрување на ценовната конкурентност во однос на претходниот квартал, коешто е поизразно кај РЕДК базиран врз цените на производителите на индустриски добра (од 0,7%) во однос на скоро непроменетата позиција на РЕДК дефлациониран со трошоците на живот.** Номиналниот ефективен девизен курс, според овој начин на пресметка, забележа депрецијација (од 0,1), а кај релативните цени е забележан пад на цените на индустриските производи и благ раст на релативните трошоци на живот.



Индикаторите за ценовната конкурентност во периодот јануари - февруари 2015 година, укажуваат на дивергентни промени кај реалниот ефективен девизен курс пресметан според двете поединечни

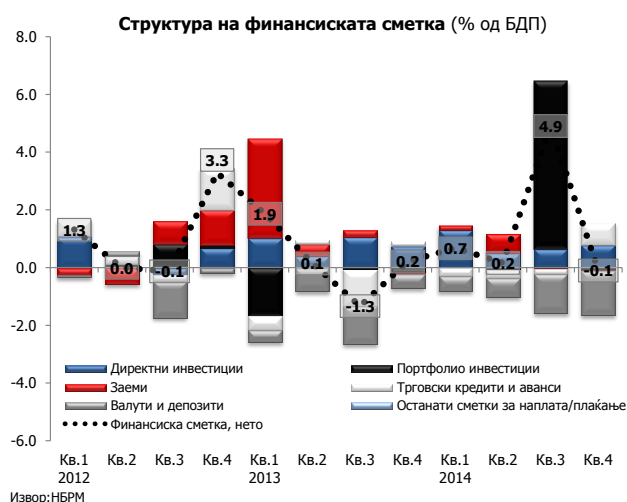
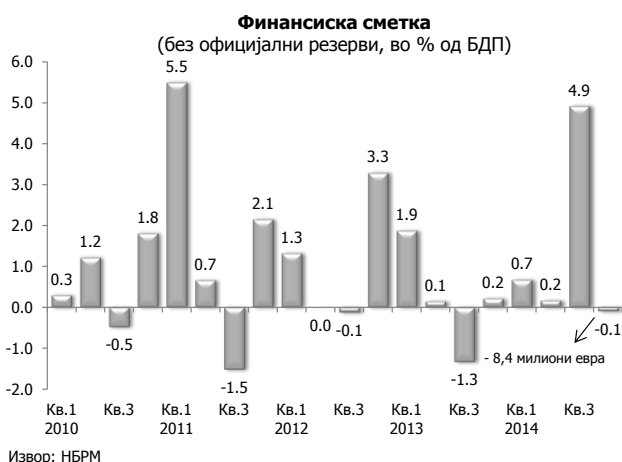
⁴⁴ Примарни производи коишто не се опфатени во пресметката се: нафтата и нафтениите деривати, железото и челикот, рудите и увозните сировини за новите индустриски капацитети во слободните економски зони. Подетални информации за методологијата за пресметување на реалниот ефективен девизен курс се достапни на следнава врска: http://nbrm.mk/WBStorage/Files/Statistika_REDK_Informacija_za_promenite_na_metodologijata_za_presmetuvanje_na_realni_ot_efektiven_devizen_kurs_na_denarot_mak.pdf

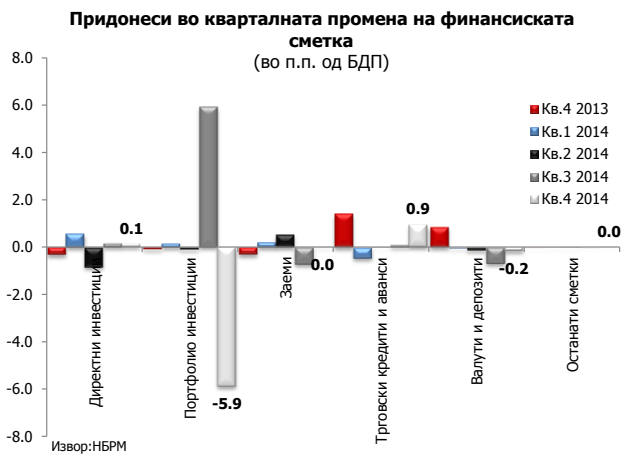


методологии. Имено, РЕДК пресметан со пондери засновани врз вкупната надворешнотрговска размена забележа блага апрецијација во однос на четвртиот квартал од 2014 година, при што индексот дефлациониран со трошоците на живот порасна за 1%, додека индексот пресметан според цените на производителите на индустриски производи забележа апрецијација од 0,2%, како резултат на апрецијацијата на НЕДК за 1,8%. Од друга страна, РЕДК пресметан со пондери засновани врз надворешнотрговската размена без примарни производи забележа депрецијација, поизразена кај индексот дефлациониран со цените на производителите на индустриски производи (1,6%) во однос на индексот базиран врз трошоците на живот (0,5%). Зголемувањето на конкурентноста на домашната економија мерена според овие индикатори се должи на поволните поместувања кај номиналниот ефективен девизен курс и релативните цени во однос на последниот квартал од 2014 година.

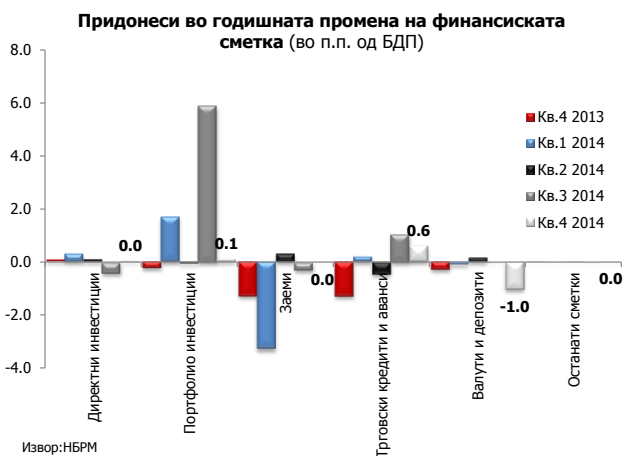
1.6.2. Финансиска сметка

По високите финансиски нето-приливи остварени во текот на третиот квартал, последното тримесечје од годината забележа умерени одливи на нето основа од 8,4 милиони евра или 0,1% од БДП. Доколку се исклучи ефектот од задолжувањето на државата во третото тримесечје преку издавање евро-обврзница, кварталната споредба покажува намалување на нето-одливите во финансиската сметка во последниот квартал, како резултат на подобрите остварувања кај трговските кредити. Анализирајќи според структурата, во последниот квартал извори на нето-приливи во финансиската сметка беа трговските кредити и странските директни инвестиции. Од друга страна, нето-одливи беа забележани кај валутите и депозитите, портфолио-инвестициите и заемите. Континуираните негативни текови кај категоријата валути и депозити достигнаа историски највисоко ниво во четвртиот квартал од 2014 година, предизвикани истовремено од нето-одливите кај останатите сектори и кај депозитните институции. Нето-одливи, иако значително послаби, се остварени и кај финансиските заеми, како резултат на долгорочната компонента на оваа категорија. Секторската структура укажува на тоа дека раздолжувањето кон странство во четвртиот квартал од годината се должи на секторот „држава“ и на останатите сектори, при засилено нето-задолжување на долг рок од страна на депозитните институции. Најмногу средства се одлеја за исплата на третата рата од Кредитната линија за претпазливост кон ММФ, што ги раздвижи остварувањата кај државата во четвртиот квартал, додека остварените нето-одливи кај останатите сектори се резултат на одливите на приватниот корпоративен сектор, при понатамошно задолжување на јавните претпријатија на нето-основа. Од друга





страна, депозитните институции овозможува финансирање на економијата преку задолжување на приватниот банкарски сектор, но и преку повлекување дополнителни средства од четвртата линија за поддршка на малите и средните претпријатија, реализирано од Македонската банка за поддршка на развојот. Наспроти негативните финансиски текови кај валутите и депозитите и финансиските заеми, странските директни инвестиции остварија позначајни нето-приливи. Должничката компонента на СДИ доминираше и во четвртото тримесечје, резултат на понатамошното намалување на одобрените кредити од страна на домашните субјекти во корист на матичните компании. Недолжничките категории забележаа дивергентни промени, односно нето-приливи се остварени кај акционерскиот капитал, додека реинвестираната добивка и во последниот квартал забележа негативна вредност на нето-основа, резултат на високите исплати на дивиденди во овој период од годината. Исто така, засилувањето на увозот на стоки доведе до создавање позитивни финансиски текови врз основа на трговски кредити и аванси.

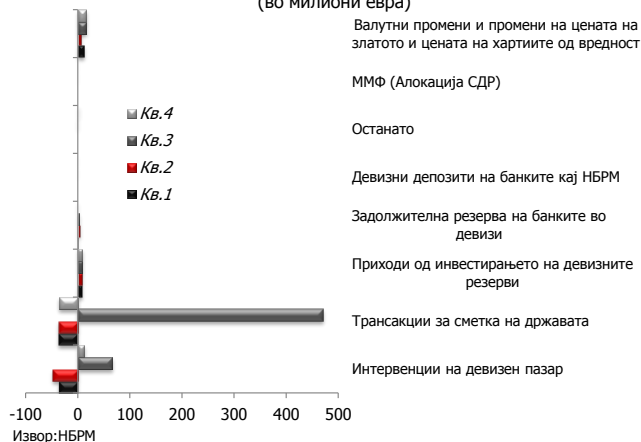


Годишната анализа на финансиската сметка укажува на благо влошување од 0,3 п.п. од БДП во однос на последното тримесечје од 2013 година, во кое беа остварени мали нето-приливи. Промената се должи исклучиво на остварувањата кај валутите и депозитите, при позначајни позитивни поместувања кај трговските кредити, коишто го ублажија влошувањето на годишна основа. Повисоките одливи реализирани кај валутите и депозитите произлегуваат од променетото однесување на домашните банки, односно акумулирањето депозити во странски банки, наспроти нивното повлекување во четвртиот квартал од 2013 година. Наспроти нето-одливите кај оваа категорија, нето-приливите врз основа на трговските кредити забележаа позначаен раст. Годишната промена кај странските директни инвестиции е незначителна на агрегирано ниво, но значајни поместувања се забележуваат во самата структура. Додека во последниот квартал од 2013 година, нето-приливите кај оваа категорија претежно произлегуваа од недолжничките компоненти, односно позитивната реинвестирана добивка и акционерскиот капитал, во последното тримесечје од 2014 година, нето-приливите се должеа на должничката компонента на СДИ, при негативна реинвестирана добивка.

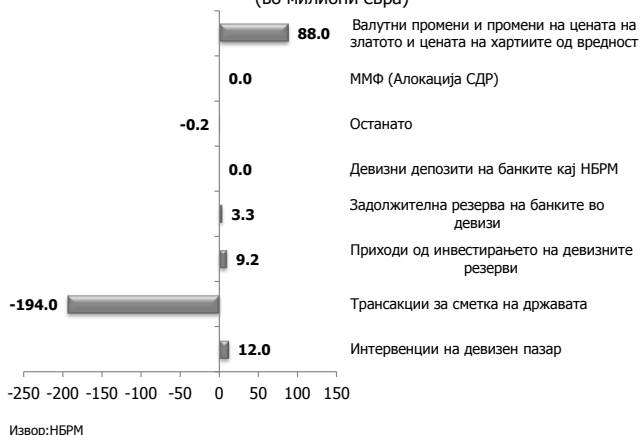
Последните податоци за билансот на



Фактори на промена на девизните резерви во 2014 година, по квартали
(во милиони евра)



Фактори на промена на девизните резерви во првото тримесечје од 2015 година
(во милиони евра)



плаќања во јануари 2015 година, укажуваат на остварени нето-одливи од 73,2 милиона евра во финансиската сметка. Одливите се распределени помеѓу поодделните компоненти, со исклучок на директните и на портфолио-инвестициите, каде што на нето-основа се остварени приливи.

На крајот на 2014 година, состојбата на бруто девизните резерви изнесуваше 2.436,5 милиони евра, остварувајќи мал квартален раст од 1,5 милиони евра. Промената во однос на претходното тримесечје е резултат на позитивните ценовни промени и на валутните разлики и приходите од инвестирањето на девизните резерви, како и нето-откупот на девизниот пазар од страна на НБРМ. Од друга страна, трансакциите за сметка на државата делуваа во насока на намалување на девизните резерви. Според последните расположливи податоци, на крајот на првиот квартал од 2015 година девизните резерви изнесуваат 2.354,8 милиони евра, што е помалку за 81,6 милиони евра во однос на крајот на 2014 година. Намалувањето на девизните резерви во целост произлегува од нето-одливите на средства врз основа на трансакции за сметка на државата⁴⁵, коишто во одреден дел беа ублажени од пресметаните високи позитивни ценовни промени и валутните разлики и умерениот нето-откуп на девизниот пазар од страна на НБРМ.

1.6.3. Меѓународна инвестициска позиција⁴⁶ и бруто надворешен долг

На крајот на 2014 година, негативната меѓународна инвестициска позиција⁴⁷ на

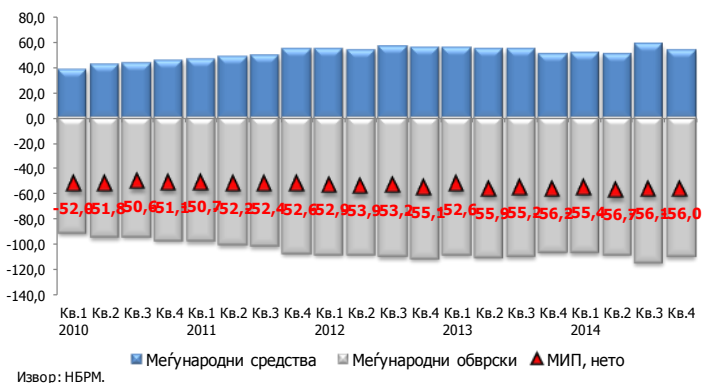
⁴⁵ Во февруари 2015 година беше извршена предвремена отплата на преостанатиот дел од Кредитната линија за претпазливост на ММФ, во износ од 153,4 милиони евра.

⁴⁶ Анализата во овој дел во целост се темели врз податоци за меѓународната инвестициска позиција изготвени според 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_premenite_vo_platniot_bilans_megunarodnata_investiciska_pozicija_i_nadvoresniot_dolg_koisto_proizleguvaat_od_primenata_na_novite_megunarodni_statisticki_standardi.pdf).

⁴⁷ Во второто тримесечје на 2011 година, НБРМ започна со склучување репо и обратни репо-трансакции. Овие



Меѓународна инвестициска позиција (% од БДП)

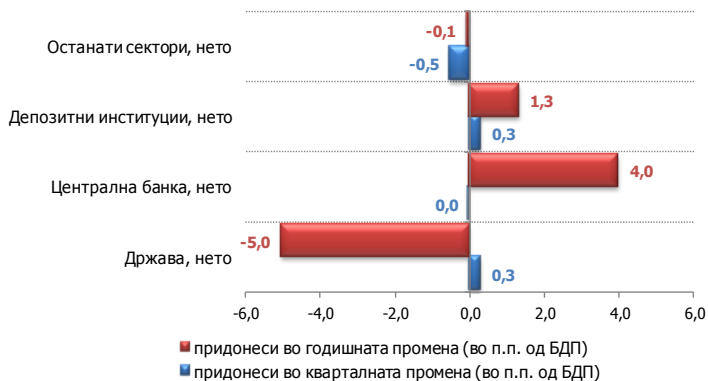


Извор: НБРМ.

Република Македонија изнесува 4.781,6 милиони евра, или 56% од БДП.

Во однос на претходниот квартал, таа е речиси непроменета, при подеднакво намалување на меѓународните средства и меѓународните обврски. И покрај непроменетата агрегатната позиција, *секторската анализа упатува на одредени поместувања на квартална основа.* Така, нето-обврските на депозитните институции забележаа намалување, во услови на акумулирање средства на девизните сметки во странство. Намалување забележаа и нето-обврските на државата, главно како резултат на намалените обврски врз основа на долгорочни заеми, односно отплата на рата од земениот ПКЛ од ММФ. Од друга страна, растот на должничката позиција кај останатите сектори во економијата во најголем дел се должи на растот на нето-обврските врз основа на директните инвестиции.

Промени во меѓународната инвестициска позиција (во п.п. од БДП)



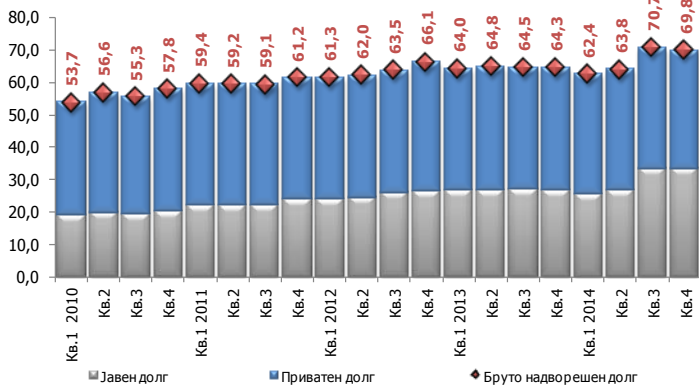
Споредено со крајот на 2013 година, нето-обврските кон остатокот од светот забележаа благ пад од 0,2 п.п. од БДП, при подинамичен пораст на меѓународните средства во однос на растот на меѓународните обврски⁴⁸. *Секторската анализа* на меѓународната инвестициска позиција на економијата укажува на подобрување кај Централната банка и депозитните институции, додека промените кај секторот „држава“ и кај „останатите сектори“ делуваа во обратна насока. Поволната промена кај Централната банка се должи на забележаниот висок годишен раст на нето-средствата, кој произлегува од повисоките девизни резерви, а потоа и на позитивната промена кај депозитните институции, чишто помали нето-обврски во најголем дел се должат на порастот на средствата во форма на валути и депозити. Кај секторот „држава“, оствареното годишно влошување во целост е предизвикано од

транзакции претставуваат инвестициска можност за користење на портфолиото на хартиите од вредност за обезбедување дополнителни приходи. При склучувањето на репо-транзакциите 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 на вкупниот нето надворешен долг.

⁴⁸ Номиналната анализа на негативната должничка инвестициска позиција укажува на умерен годишен раст од 4,9%.

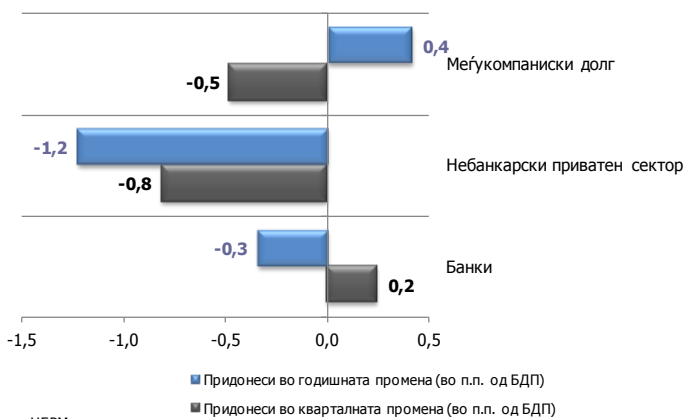


Бруто надворешен долг, по должници (% од БДП)



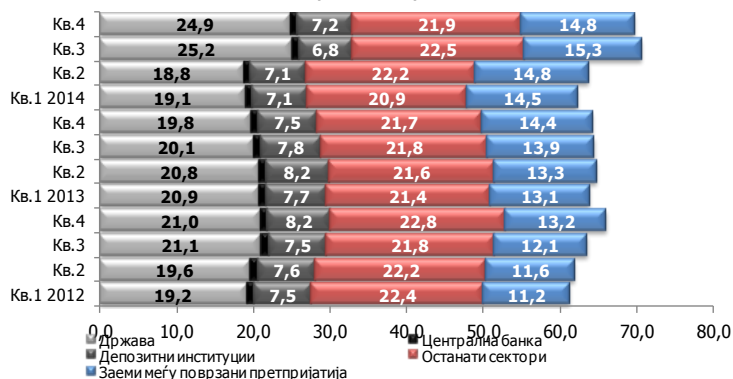
* Со исклучени репо-трансакции кај долгот на монетарната власт.
Извор: НБРМ.

Промени во долгот на приватниот сектор



Извор: НБРМ.

Бруто надворешен долг, по институционални сектори (% од БДП)



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

порастот на обврските врз основа на должнички портфолио-инвестиции⁴⁹, додека малку повисоките нето-обврски кај „останатите сектори“ се должат на зголемените нето-обврски кон странските директни инвеститори и обврските врз основа на долгорочни заеми.

На крајот на 2014 година, бруто надворешниот долг изнесува 5.954,4 милиони евра, или 69,8% од БДП, што претставува пад од 4,5 п.п. од БДП, споредено со претходниот квартал. Доколку се исклучат репо-трансакциите на монетарната власт, падот е значително помал и изнесува 0,9 п.п. од БДП⁵⁰.

Кварталното намалување на бруто надворешниот долг произлегува од понискиот приватен долг, при мал раст на долгот на јавниот сектор. Умерениот пад кај приватниот долг се должи на намалените долгорочни обврски врз основа на заеми и пониските краткорочни трговски кредити и аванси на небанкарскиот приватен сектор, при истовремен пад на обврските кон странските директни инвеститори. Од друга страна, кварталниот раст на јавниот долг главно произлегува од растот на долгорочните обврски кај јавните претпријатија и кај МБПР, во голема мера како финансиска поддршка на инвестициите во патната и железничката инфраструктура и поддршка на малите и на средните претпријатија.

На годишна основа, бруто надворешниот долг забележа раст од 734,7 милиони евра, или 5,4 п.п. од БДП. Годишниот раст на бруто-долгот се должи исклучиво од повисокиот јавен долг (за 6,6 п.п. од БДП), во услови на регистриран годишен пад (од 1,2 п.п. од БДП) кај долгот на приватниот сектор. Во однос на јавниот долг, неговото зголемување е последица на интензивниот раст на долгорочните обврски на централната влада во форма на должнички хартии од вредност, како резултат на издадената евро-обврзница, со

⁴⁹ Во текот на третиот квартал од 2014 година, државата се задолжи на меѓународните финансиски пазари преку издавањето на третата евро-обврзница во износ од 500 милиони евра, што доведе до пораст на обврските на државата врз основа на портфолио-инвестиции. Истовремено, освен раст на обврските, се предизвика и високо акумулирање на девизни резерви, односно соодветен раст на нето-средствата.

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



дополнителен придонес од растот на долгот врз основа на долгорочни финансиски заеми на јавните претпријатија⁵¹. Во однос на долгот на приватниот сектор, намалување е забележано и кај небанкарскиот и кај банкарскиот сектор, додека обврските кон странските директни инвеститори забележаа раст.

Генерално, показателите за надворешната задолженост на домашната економија и понатаму покажуваат дека бруто надворешниот долг се наоѓа во „безбедната зона“. Единствен показател што ја класифицира економијата во групата на високозадолжени земји претставува учеството на бруто надворешниот долг во БДП. Анализата на надворешната задолженост според динамиката⁵² укажува на умерено влошување кај сите показатели за солвентност за 2014 година, споредено со крајот на 2013 година. Од друга страна, показателите за ликвидност укажуваат на поповолна надворешна позиција, со забележливо подобрување кај дадените показатели и одржување целосна покриеност на обврските врз основа на краткорочен долг со преостанато достасување со средствата од девизните резерви. На крајот на 2014 година, нето надворешниот долг, како дополнителен показател за надворешната ранливост на економијата, изнесуваше 1.812,8 милиони евра, или 21,2% од БДП, што претставува благ годишен раст за 2,6 п.п. од БДП. Помалиот раст кај нето надворешниот долг, во однос на растот на бруто-долгот се должи на повисокото ниво

⁵¹ Повисоките обврски врз основа на долгорочни заеми од странство во најголем дел се должат на задолжувањето на јавните претпријатија за финансирање на изградбата на патната инфраструктура.

⁵² Анализата на индикаторите за надворешна задолженост е подготвена врз основа на податоците за платниот биланс согласно со „Прирачникот за платниот биланс и меѓународна инвестициска позиција“ (БПМ6) и податоците за бруто надворешниот долг, согласно со „Прирачникот за надворешниот долг“ (2013). Методолошките промени не предизвикаа промени кај вкупното ниво на надворешниот долг, единствено влијаеја врз рочната и секторската структура на долгот. Соодветно на тоа, нивото на краткорочниот долг според новата методологија е понизок за сметка на порастот на долгорочната компонента на долгот, што предизвика промени кај индикаторите за ликвидност, односно нивно подобрување во однос на анализите базирани врз податоците според претходната методолошка рамка. Од друга страна, методолошките промени кај извозот на стоки и услуги и други приливи предизвикаа влошување на индикаторите за 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, споредено со индикаторите пред настанатите методолошки промени.



на бруто надворешни побарувања (за 2,9 п.п. од БДП).

| Показатели на надворешната задолженост | Солвентност | | | | Ликвидност | | |
|--|--|---|-----------------|--|-----------------------------------|--|-------------------------------|
| | Отплата на камата/ Извоз на стоки и услуги и други приливи | Бруто долг/ Извоз на стоки и услуги и други приливи | Бруто долг/ БДП | Отплата на долгот/ Извоз на стоки и услуги и други приливи | Девизни резерви/ Краткорочен долг | Девизни резерви/ Краткорочен долг, со преостанато достасување* | Краткорочен долг/ Вкупен долг |
| | во % | | | | сооднос | сооднос | во % |
| 31.12.2004 | 2,41 | 129,3 | 47,3 | 12,4 | 1,14 | 0,89 | 30,3 |
| 31.12.2005 | 2,66 | 147,0 | 54,2 | 11,06 | 1,67 | 1,04 | 26,7 |
| 31.12.2006 | 3,44 | 131,3 | 49,8 | 21,7 | 1,95 | 1,34 | 29,0 |
| 31.12.2007 | 2,78 | 119,3 | 51,3 | 19,4 | 1,35 | 1,08 | 39,8 |
| 31.12.2008 | 2,66 | 116,9 | 54,1 | 10,2 | 1,29 | 0,95 | 35,2 |
| 31.12.2009 | 2,43 | 131,0 | 57,8 | 11,8 | 1,29 | 0,94 | 32,9 |
| 31.12.2010 | 3,22 | 140,4 | 59,7 | 13,9 | 1,49 | 0,99 | 27,9 |
| 31.12.2011 | 3,12 | 148,4 | 64,6 | 16,8 | 1,78 | 1,18 | 25,2 |
| 31.12.2012 | 2,92 | 141,9 | 67,6 | 13,1 | 1,64 | 1,03 | 26,7 |
| 31.12.2013 | 2,51 | 137,6 | 67,4 | 15,8 | 1,64 | 1,08 | 23,3 |
| 31.03.2014 | 3,00 | 133,4 | 65,9 | 17,1 | 1,41 | 0,95 | 25,8 |
| 30.06.2014 | 3,00 | 136,3 | 67,4 | 17,1 | 1,33 | 0,90 | 25,8 |
| 30.09.2014 | 3,00 | 151,2 | 74,7 | 17,1 | 1,75 | 1,16 | 23,1 |
| 31.12.2014 | 3,00 | 149,2 | 73,7 | 17,1 | 1,88 | 1,15 | 21,7 |
| Критериум за умерена задолженост | 12 - 20% | 165 - 275% | 30 - 50% | 18 - 30% | 1,00 | | |

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

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

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

Извор: НБРМ.

II. Монетарна политика

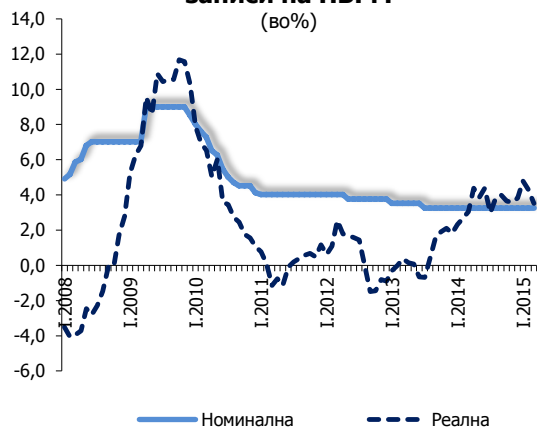
Во текот на првиот квартал на 2015 година, НБРМ ја задржа основната каматна стапка непроменета на ниво од 3,25%. Ваквата одлука беше заснована врз последните макроекономски проекции од октомври и најновите остварувања кај клучните макроекономски и финансиски индикатори. Анализите покажаа дека економијата и понатаму закрепнува со солидно темпо, во еден дел поддржана и преку кредитната активност на домашните банки. Економското закрепнување се одвива без ценовни притисоци и во услови на натамошно одржување на соодветно ниво на девизни резерви. Ваквите движења упатија на постоење соодветен амбиент за одржливо закрепнување на приватниот сектор, при што повторно беше оценето дека домашната економија е доволно поддржана преку преземените мерки на монетарната политика. НБРМ и во следниот период ќе продолжи внимателно да ги следи состојбите со цел навремено и адекватно приспособување на монетарната политика.

Врз основа на редовната оценка на најновите макроекономски и финансиски движења, на седниците на Комитетот за оперативна монетарна политика при НБРМ одржани во текот на првиот квартал⁵³ на 2015 година беше одлучено

⁵³ Во текот на кварталот, Комитетот за оперативна монетарна политика при НБРМ одржа три седници на кои

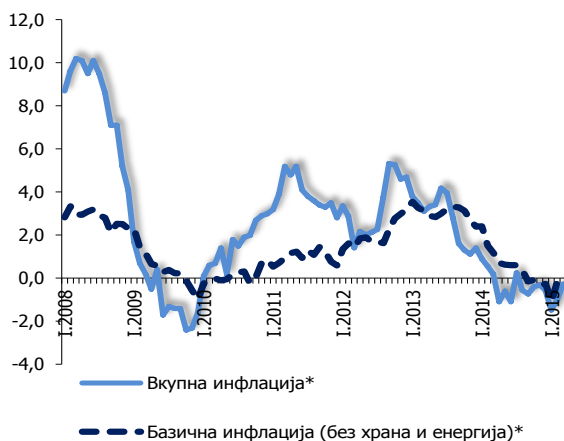


Основна каматна стапка на НБРМ- каматна стапка на благајнички записи на НБРМ



Извор: НБРМ.

Стапка на инфлација (во%)



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

каматната стапка на благајничките записи на НБРМ да се задржи на нивото од 3,25%. Краткорочните индикатори, што

станаа расположливи во текот на кварталот, не укажаа на позначајни промени во амбиентот за спроведување на монетарната политика споредено со октомвриските проекции. На девизниот пазар движењата во првиот квартал беа повољни, при што НБРМ оствари нето-откуп на девизни средства (во вкупен износ од 12 милиони евра). Во првиот квартал девизните резерви забележаа пад, што во најголем дел се должи на предвремената отплата на кредитот од ММФ, користен во рамки на Кредитната линија за претпазливост⁵⁴. Доколку се исклучи овој ефект, девизните резерви бележат поумерен пад, што соодветствува со октомвриската проекција. Показателите за адекватност на резервите и натаму укажуваат на соодветно ниво на девизни резерви за справување со евентуалните шокови. Инфлацијата продолжи да се намалува и во првиот квартал на 2015 година во просек изнесуваше -0,9% на годишна основа. Падот на годишната инфлација во првиот квартал во најголем дел беше предизвикан од пониските цени на енергијата во склад со намалувањето на светските цени на нафтата. При присутни пренесени ефекти од падот на цените на храната и енергијата, надолни придвижувања бележи и базичната инфлација, којашто во првиот квартал во просек изнесува -0,4% на годишна основа. Инфлациските остварувања се послаби во однос на проектираните и заедно со промените во надворешните претпоставки и натаму упатуваат на надолни ризици поврзани со инфлацијата за 2015 година. Сепак, промените во инфлацијата главно се поттикнати од фактори на страната на понудата. Притоа, се оценува дека приспособувањето на општото ценовно ниво е привремено и не создава ризици од пролонгирана дефлација. Имено, остварувањата во реалниот сектор и натаму се повољни. Растот на економската активност продолжи и во текот на четвртиот квартал, со што остварениот раст на БДП во 2014 година беше во рамки на очекувањата. За првиот квартал на 2015 година, бројот на расположливи високофреквентни индикатори

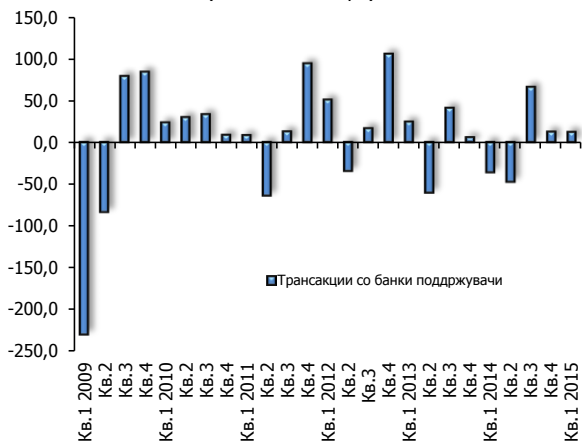
се преоцени поставеноста на монетарната политика, на 13.1.2015 година, 10.2.2015 година и 10.3.2015 година.

⁵⁴ На 27.2.2015 година, државата изврши предвремена отплата на обврските кон ММФ, врз основа на Кредитната линија за претпазливост (PCL) заради што девизните резерви се намалија за 153,4 милиони евра.



Интервенции на НБРМ на девизниот пазар

(во милиони евра)



Извор: НБРМ.

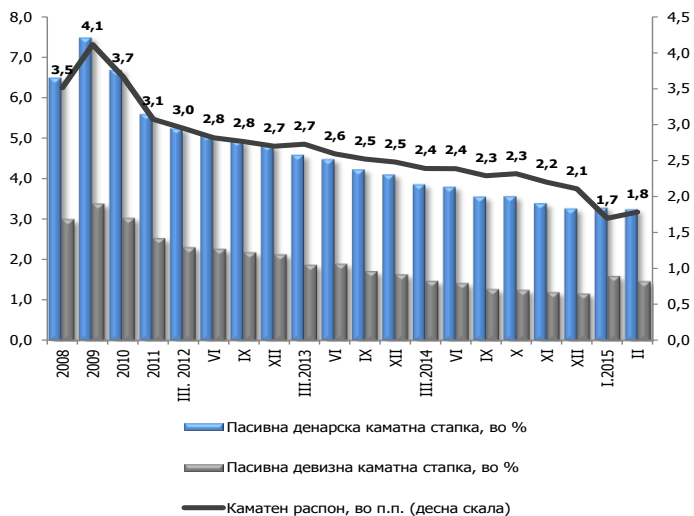


Извор: НБРМ, ЕЦБ и Централната банка на Холандија.

од реалниот сектор сè уште е ограничен. Сепак, оној мал дел информации што станаа расположливи во овој период укажаа на задржување на позитивните трендови и од почетокот на 2015 година. Во однос на кредитниот пазар, во првиот квартал на 2015 година вкупните кредити остварија солиден раст на кумулативна основа во однос на крајот на претходната година, главно како резултат на зголемувањето на кредитите на домаќинствата, при мал раст и на кредитите на претпријатијата. Годишната стапка на раст на вкупните кредити во март е над проекцијата за првиот квартал, што во голем дел се објаснува и со силниот кредитен раст во последното тримесечје на 2014 година. Глобалното окружување не претрпе позначајни промени во однос на последните оценки, при натамошно задржување на неизвесноста околу динамиката на глобалниот раст и промените во цените на примарните производи. Сепак, најновите информации од меѓународното окружување покажаа извесно намалување на ризиците. Ова пред сè се однесува на случувањата во еврозоната, каде што последните проекции на ЕЦБ се во насока на нешто повисок раст за периодот 2015 - 2016 година во однос на претходните очекувања. Во вакви услови, **беше оценето дека во економијата се создадени услови за одржливо закрепнување на приватниот сектор, односно не е потребен дополнителен монетарен стимул. Повторно беше оценето дека досегашната поддршка на домашната економија преку преземените мерки на монетарната политика е доволна. Излегувањето од зоната на приспособлива монетарна политика во следниот период ќе зависи од промените во надворешната позиција на економијата и ефектите врз девизните резерви.**

По последното намалување на основната каматна стапка во септември 2014 година (со што таа се сведе на 0,05%), во текот на првиот квартал на 2015 година, ЕЦБ ја задржа основната каматна стапка непроменета. Во јануари, ЕЦБ донесе одлука за проширување на програмата за откуп на хартии од вредност⁵⁵ со

⁵⁵ Во последниот квартал на 2014 година, ЕЦБ активира две програми за откуп на хартии од вредност обезбедени со актива и на обезбедени обврзници издадени од финансиски институции во евро-зоната деноминирани во евра. Новата програма започна да се спроведува во март и се очекува да трае до септември 2016 година, со можност да се продолжи сè додека не се обезбеди одржливо конвертирање на

**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=29C1C73ED1A4B745B70FE9C3E423029A>.
Извор: НБРМ

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

*Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматни стапки, додека за периодот претходно податоците се прибираа според старата методологија. Подетални информации се расположливи на следнава врска: <http://nbrm.mk/default.asp?ItemID=29C1C73ED1A4B745B70FE9C3E423029A>.
Извор: НБРМ

нова програма за откуп на хартии од вредност издадени од земјите-членки на евро-зоната и од одредени европски институции. Активирањето на оваа програма има за цел зголемување на ликвидноста во евро-зоната, како и поттикнување на кредитната активност. Според ЕЦБ, во март веќе може да се забележат позитивни ефекти од оваа мерка, при што е регистрирано натамошно олеснување на условите на финансиските пазари, како и позначително подобрување на условите за кредитирање на приватниот сектор⁵⁶. Како резултат на тоа, каматниот распон помеѓу каматната стапка на благајничките записи на НБРМ и основната каматна стапка на ЕЦБ во март се задржа на нивото од септември 2014 година и изнесуваше 3,2 процентни поена. Движењата на краткорочните каматни стапки на домашниот и на европскиот финансиски пазар беа релативно стабилни, што придонесе за одржување стабилна каматна разлика помеѓу едномесечниот СКИБОР⁵⁷ и едномесечниот ЕУРИБОР на ниво од 2 процентни поена во март. Во рамки на банкарскиот сектор, каматните стапки на депозитите од почетокот на годината се одржуваа на релативно стабилно ниво, при што каматниот распон помеѓу каматната стапка на новопримените денарски и каматната стапка на новопримените девизни депозити во периодот јануари - февруари 2015 година во просек изнесуваше 0,8 п.п.⁵⁸

стапката на инфлација во евро-зоната кон нивото од околу 2% на среден рок. Со сите три програми се предвидува месечно да се откупува финансиска актива во износ од 60 милијарди евра, оценувајќи дека вкупниот износ на програмата за откуп на ЕЦБ ќе изнесува околу 1.000 милијарди евра.

⁵⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150305.en.html>

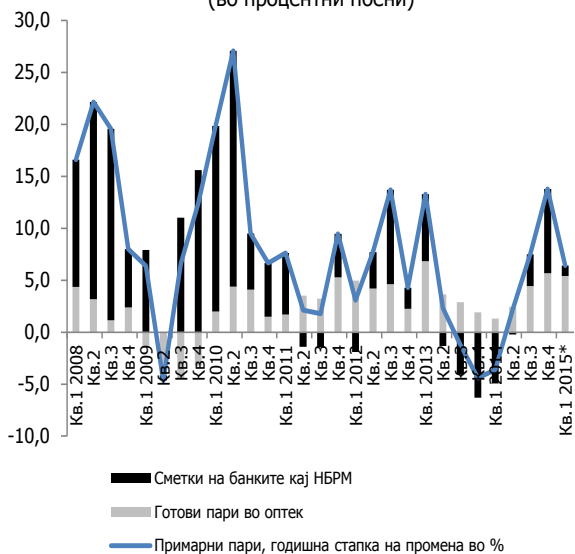
⁵⁷ Меѓубанкарска каматна стапка за денарски депозити, пресметана од котациите на референтните банки.

⁵⁸ Во декември 2014 година распонот помеѓу овие камати изнесуваше 1,5 п.п. Притоа, стеснувањето на распонот од почетокот на годината во голем дел се должи на методолошките промени со воведувањето на новата методологија за каматни стапки од јануари 2015 година. За подетални информации за новата методологија види на следнава врска: <http://www.nbrm.mk/default.asp?ItemID=29C1C73ED1A4B745B70FE9C3E423029A>



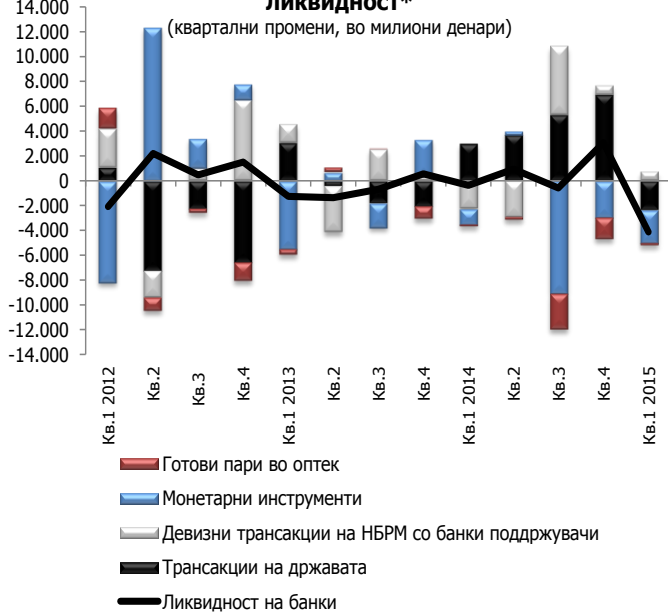
2.1. Ликвидност на банките и движења на меѓубанкарскиот пазар на пари

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



*заклучно со февруари
Извор: НБРМ.

Текови на креирање и повлекување ликвидност*



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

Во текот на првиот квартал на 2015 година, ликвидноста на банките⁵⁹ се намали за 4.125 милиони денари во однос на крајот на четвртиот квартал. Со тоа, состојбата на сметките на банките кај НБРМ⁶⁰ во март изнесуваше 15.783 милиони денари. Во февруари, примарните пари⁶¹ на годишна основа се повисоки за 6,4% за разлика од декември 2014 година кога забележаа раст од 13,8%.

Во рамки на првиот квартал на 2015 година, автономните фактори, на нето-основа, придонесоа за повлекување ликвидност во вкупен износ од 1.421 милион денари. Во нивни рамки, придонес за намалување на ликвидноста имаа трансакциите на државата, што најмногу се должи на зголемувањето на денарските депозити на државата кај НБРМ (во вкупен износ од 2.151 милион денари). Готовите пари во оптик исто така делува во насока на повлекување ликвидност (во вкупен износ од 171 милион денари). Според остварениот нето-откуп на девизи на девизниот пазар од страна на НБРМ, девизните трансакции на НБРМ со банките-поддржувачи, пак, делуваа во насока на креирање ликвидни средства во износ од 737 милиони денари.

Во првиот квартал, монетарните инструменти на НБРМ, на нето-основа, придонесоа за повлекување ликвидност во вкупен износ од 2.704 милиони денари. Во услови на натамошно задржување на состојбата на благајничките записи на НБРМ на стабилно ниво, промената кај вкупните монетарни инструменти во овој период во целост произлегува од промените кај расположливите депозити кај НБРМ. Во првиот квартал беа одржани три аукции на благајнички записи на НБРМ, на кои при тендер со износи и фиксна каматна стапка од 3,25%, НБРМ ја утврди понудата на благајнички записи на ниво на достасаниот износ. Со тоа, благајничките записи на НБРМ имаа неутрален

⁵⁹ Се однесува на промената на состојбата на сметките на банките кај НБРМ.

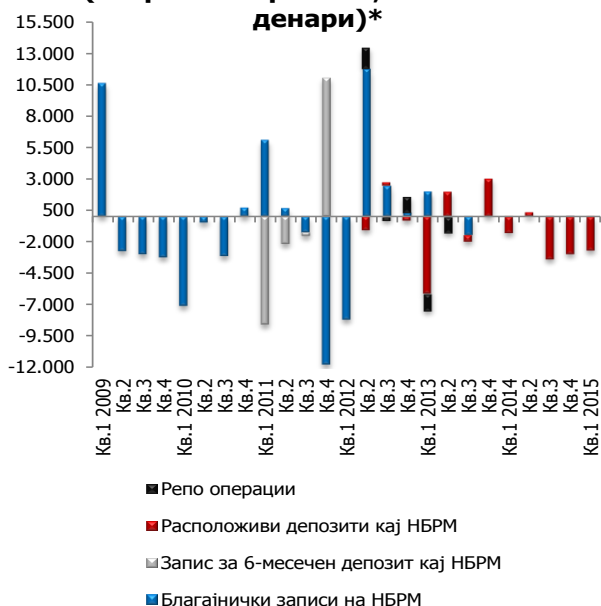
⁶⁰ Се однесува на денарските сметки на банките коишто имаат обврска да издвојуваат задолжителна резерва.

⁶¹ Ја вклучува и задолжителната резерва во девизи.



ефект врз нивото на ликвидноста во банкарскиот систем. На аукциите одржани во јануари и февруари, побарувачката беше повисока од понудениот износ на благајнички записи. Побарувачката беше повисока и во однос на потенцијалот, со што одредени банки имаа обврска да издвојат средства во седумдневни депозити кај НБРМ⁶². Во вакви услови и при континуирано креирање вишок ликвидност преку автономните фактори од третиот квартал на 2014 година наваму⁶³, банките активно ги користеа седумдневните расположливи депозити за краткорочно управување со ликвидноста. Во првиот квартал на 2015 година, состојбата на расположливиот депозит на седум дена на квартална основа се зголеми за 2.864 милиони денари. Состојбата на расположливиот депозит преку ноќ забележа умерена промена во однос на претходниот квартал, зголемувајќи се за 160 милиони денари. Ваквите остварувања кај расположливите депозити укажаа на тренд на континуирано пласирање релативно високи износи на средства во овие инструменти од страна на банките наспроти нивната основна функција, којашто е поврзана со обезбедување флексибилност при управувањето со краткорочните вишоци на ликвидност во рамки на периодот на задолжителната резерва. Поради тоа, НБРМ во март донесе одлука за намалување на каматните стапки на овие два инструмента од 1% на 0,5% за седумдневните расположливи депозити и од 0,5% на 0,25% за расположливите депозити преку ноќ. Во март, НБРМ донесе и Одлука за изменување и дополнување на Одлуката за благајничките записи со која се предвиде нов начин на формирање на понудите на банките на аукциите на благајнички записи. Измените предвидуваат можност за НБРМ, при примена на тендер со ограничен износ и утврдена каматна стапка, за утврдување на начинот на формирање на понудите на банките според процентуалното учество на задолжителната резерва во денари на секоја поединечна банка во однос на задолжителната резерва на

Монетарни инструменти на НБРМ (квартални промени, во милиони денари)*



*Позитивна промена-креирање ликвидност; негативна промена-повлекување ликвидност.

Извор: НБРМ.

⁶² Обврската на банките да издвојуваат средства во седумдневни депозити на НБРМ произлегува од Методологијата за утврдување на потенцијалната побарувачка на благајнички записи, којашто НБРМ ја донесе во ноември 2013 година. За начинот на утврдување на потенцијалната побарувачка за благајнички записи види во Одлука за благајнички записи („Службен весник на Република Македонија“ бр. 166/13).

⁶³ Во периодот од третиот квартал на 2014 година, заклучно со првиот квартал на 2015 година, преку вкупните автономни фактори е креирана вкупна ликвидност од 8.485 милиони денари.



вкупниот банкарски систем, којашто е важечка за периодот на исполнување кој започнува на денот на одржување на аукцијата на благајнички записи⁶⁴. Овој нов начин на формирање на понудите на банките според учеството на задолжителната резерва во денари почна да се применува од аукцијата на благајнички записи што се одржа во март 2015 година. Се очекува ваквиот начин да придонесе за надминување на трендот на прекумерна побарувачка на аукциите на благајнички записи, во услови на интензивен раст на ликвидносниот потенцијал на банките и зголемена склоност за благајнички записи. Во прилог на ваквите очекувања се и остварувањата од аукцијата во март, кога побарувачката на благајнички записи се сведе на ниво на понудениот износ. Новата поставеност на аукциите на благајнички записи може дополнително да придонесе за поттикнување на растот на депозитната база на банките, имајќи предвид дека растот на пасивата од билансите на банките ќе им овозможи соодветно зголемување на нивното учество во благајничките записи. Во првиот квартал на 2015 година банките издвојуваа вишок ликвидни средства од 0,5% во просек над обврската за задолжителна резерва (во денари), што е речиси на ниво на просекот од претходниот квартал.

Во првиот квартал на 2015 година, на меѓубанкарскиот пазар на депозити (необезбеден дел) беше остварен вкупен промет од 2.178 милиони денари, што

⁶⁴ Согласно со Одлуката, износот на понудата на поединечна банка се пресметува со примена на нејзиното соодветно процентуално учество во вкупната понуда на благајнички записи, намалена за износот на достасани благајнички записи на „Македонска банка за поддршка на развојот“ АД Скопје. Заради обезбедување на оперативната ефикасност во спроведување на аукциите од овој тип и поголема транспарентност кон банките, се предвидува НБРМ пред аукцијата да ги известува банките за максималниот износ на понуда којшто може да го достави секоја поединечна банка. Со примената на оваа можност за формирање на понудата на банките, се очекува и стабилизирање на побарувачката на нивото на понудениот износ, така што се надминува потребата од пресметка на потенцијална побарувачка и следствено се укинува обврската за издвојување на задолжителни седумдневни депозити за банките кога побарувачката на аукцијата ја надминува потенцијалната побарувачка. Подетално за промените во поставеноста на аукциите на благајнички записи и на расположливите седумдневни депозити види во Одлуката за изменување и дополнување на Одлуката за благајничките записи („Службен весник на Република Македонија“ бр. 35/15) и Одлуката за изменување на Одлуката за расположливите депозити („Службен весник на Република Македонија“ бр. 35/15).



Меѓубанкарски пазар на депозити



Извор: НБРМ.

претставува пад од 75,9% во однос на четвртиот квартал на 2014 година. Во споредба со првиот квартал од претходната година, активноста на меѓубанкарскиот пазар на пари во првиот квартал на 2015 година е пониска за 80,1%. Ниската пазарна активност во првиот квартал во најголем дел се објаснува со релативно високата ликвидносна позиција на банките, што соодветствува со креирањето ликвидност преку автономните фактори од втората половина на 2014 година наваму. Анализирани по одделни рочни сегменти, најголемо учество во вкупниот остварен промет на меѓубанкарскиот пазар на депозити во првиот квартал имаат трансакциите до седум дена, коишто придонесуваат со 64,9% од вкупните остварени трансакции, по што следат трансакциите со рочност на еден ден со учество од 35,1%. Меѓубанкарската каматна стапка за склучени трансакции преку ноќ (МКДОНИА) во првиот квартал изнесуваше 1,48% во просек (1,62% во просек во четвртиот квартал). Меѓубанкарската каматна стапка (МБКС) во првиот квартал изнесуваше 1,36%, во просек, наспроти 1,61% во претходниот квартал. Во првиот квартал на 2015 година, на **секундарниот пазар на пари** беа извршени трансакции во вкупен износ од 665,5 милиони денари (трансакции со државни обврзници во износ од 385,5 милиони денари и трансакции со државни записи во износ од 280 милиони денари). Во претходниот квартал, на секундарниот пазар на пари беа извршени репо-трансакции, трансакции со државни обврзници и трансакции со државни записи. Вкупниот тргуван износ во првиот квартал на 2015 година на квартална основа е понизок за 74,7%.

2.2. Монетарни и кредитни агрегати

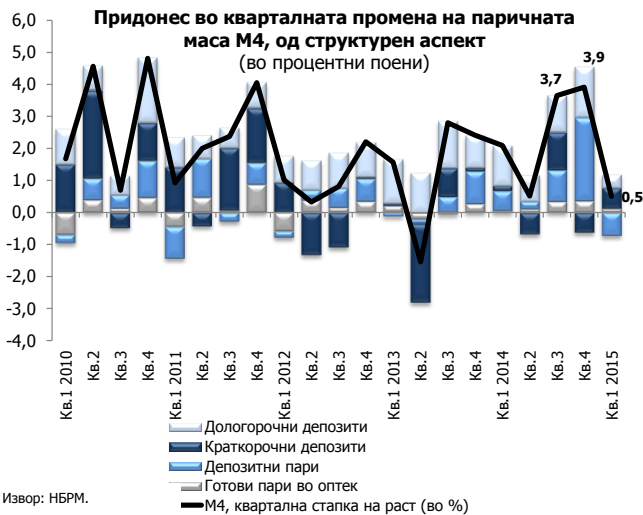
Најшироката парична маса M4 продолжи да расте во текот на првиот квартал на 2015 година, но со значително пониска квартална стапка на раст споредено со претходното тримесечје. Забавувањето на кварталната динамика на монетарниот раст во еден дел се должи на сезонски фактори и соодветствува со остварувањата во реалниот и во надворешниот сектор, каде што за првиот квартал вообичаено е карактеристичен номинално послаб економски раст и послаби приливи врз основа на приватни трансфери споредено со последниот квартал од претходната година. Структурната анализа на паричната маса покажува намалување на нејзината најликвидна компонента (монетарниот агрегат M1), додека краткорочните и долгорочните депозити придонесоа за проширување на најширокиот монетарен агрегат. Гледано од секторски аспект, натамошното зголемување на депозитниот потенцијал на банките во целост се должи на новото штедење на домаќинствата при регистриран пад на



корпоративните депозити што соодветствува и со движењата на кредитниот пазар во овој период. Така, кредитната поддршка кон секторот „население“ во првиот квартал и натаму е солидна, додека корпоративните кредити бележат минимално зголемување во однос на крајот на претходната година. Во вакви услови, годишната стапка на раст на вкупните кредити на крајот на март изнесува 9,2% наспроти 10% во декември.

2.2.1. Монетарни агрегати

По интензивниот раст забележан во текот на последното тримесечје на 2014 година, кварталната стапка на раст на најширокиот монетарен агрегат М4 во првите три месеци на 2015 година бележи значително забавување од 3,9% на крајот на декември на 0,5% во март. Послабата динамика на раст на овој монетарен агрегат во еден дел претставува вообичаено сезонско приспособување и соодветствува со промените во економската активност, односно вообичаено послабот номинален раст на БДП во првиот квартал споредено со последниот квартал од претходната година. За првиот квартал вообичаено се карактеристични и пониски девизни приливи преку билансот на плаќања во форма на приватни трансфери, што укажува на помал капацитет на домашната економија за креирање дополнителен доход во првиот квартал. Сепак, забавувањето на растот е последица и на високата споредбена основа од претходното тримесечје, кога беше остварен вонредно висок раст на депозитите. Анализирајќи според структурата, промените во динамиката на паричната маса се предизвикани од нејзината најликвидна компонента, монетарниот агрегат М1, којшто забележа намалување на квартална основа (наспроти високиот позитивен придонес од 76% во претходниот квартал). Штедењето на приватниот сектор продолжи забавено да расте и во текот на првиот квартал, при остварен раст и на краткорочните и на долгорочните депозити (во претходниот квартал краткорочните депозити остварија пад на квартална основа). Во однос на валутната структура, по континуираниот раст од третото тримесечје на 2009 година, во првиот квартал на 2015 година денарските депозити забележаа релативно големо намалување, што сепак главно е резултат на падот на депозитните пари. Од друга страна, депозитите во странска валута остварија поинтензивен квартален прираст (наспроти намалувањето во претходниот квартал) што се одрази и врз степенот на евроизација мерен преку учеството на девизните депозити во паричната маса М4.

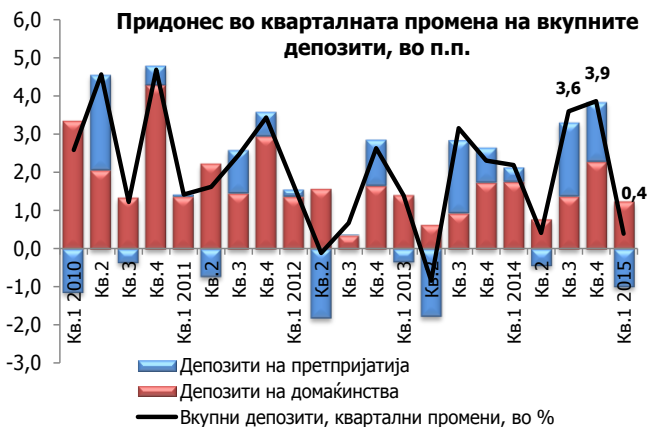


| Вкупни депозити | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 |
|----------------------|--|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Кв.1 | Кв. 2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 |
| | квартални промени, во % | | | | | | | | |
| Вкупни депозити | 1,4 | -0,8 | 3,2 | 2,3 | 2,2 | 0,4 | 3,6 | 3,9 | 0,4 |
| | придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п. | | | | | | | | |
| Депозитни пари | -0,2 | 0,5 | 0,6 | 1,1 | 0,7 | 0,2 | 1,1 | 2,8 | -0,8 |
| Денарски депозити | 1,1 | 0,5 | 1,2 | 0,9 | 0,9 | 0,1 | 1,3 | 1,5 | 0,0 |
| Девизни депозити | 0,5 | -1,9 | 1,3 | 0,3 | 0,6 | 0,0 | 1,3 | -0,4 | 1,2 |
| Краткорочни депозити | -0,1 | -2,6 | 1,0 | 0,1 | 0,3 | -0,7 | 1,3 | -0,7 | 0,7 |
| Долгорочни депозити | 1,7 | 1,3 | 1,5 | 1,1 | 1,3 | 0,8 | 1,2 | 1,7 | 0,5 |

Извор: НБРМ.



Така, степенот на евроизација на крајот на март се зголеми на 38,2% од 37,3% во декември. **На годишна основа**, растот на најшироката парична маса во март забави на 8,8% од 10,5% на крајот на 2014 година.



Извор: НБРМ.

Во текот на првиот квартал на 2015 година, вкупните депозити на банкарскиот систем бележат натамошен раст од 0,4% на квартална основа, што претставува значително забавување на кварталната стапка на раст споредено со претходното тримесечје. Имено, во последниот квартал на 2014 година беше остварен најинтензивен квартален прираст на вкупните депозити во периодот по акутната фаза на кризата, при што кварталната стапка на раст на крајот на декември изнесува 3,9%. Карактеристично за проширувањето на депозитната база во првиот квартал е натамошното солидно зголемување на новото штедење на домаќинствата при квартално намалување на корпоративните депозити. **Во услови на задржување на повољните движења во реалната економија, натамошна финансиска поддршка преку кредитирање од страна на домашните банки и позитивен придонес од секторот „држава“ преку исплата на редовните субвенции, вкупните депозити на домаќинствата во првото тримесечје бележат натамошен раст од 1,8% (3,2% во декември).** Анализата на структурата на остварениот прираст укажува на позитивен придонес и на краткорочните и на долгорочните депозити (учество од 64% и 32% во вкупниот прираст) наспроти кварталното намалување на краткорочните депозити во претходниот квартал. Депозитните пари коишто во последното тримесечје на 2014 година се причина за поголем дел од кварталниот раст на депозитите на домаќинствата, согласно со вообичаеното сезонско приспособување на побарувачката за ликвидни средства, во првиот квартал на 2015 година остварија благо зголемување на квартална основа. Анализирајќи според валутната структура, околу 58% од новото штедење на домаќинствата беше пласирано во форма на девизни депозити, што претставува отстапување од остварувањата во претходниот квартал кога денарските депозити сочинуваа околу 95% од вкупниот прираст на депозитите на домаќинствата. Сепак, повисокиот придонес на девизните депозити главно се должи на

Депозити на домаќинствата

| | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 |
| Вкупни депозити на домаќинствата | 2,0 | 0,9 | 1,3 | 2,4 | 2,4 | 1,1 | 1,9 | 3,2 | 1,8 |
| придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п. | | | | | | | | | |
| Депозитни пари | -0,1 | 0,2 | -0,1 | 1,0 | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 1,9 | 0,1 |
| Денарски депозити | 1,2 | 0,8 | 0,8 | 1,1 | 1,2 | 0,7 | 0,9 | 1,1 | 0,7 |
| Девизни депозити | 0,8 | -0,1 | 0,6 | 0,3 | 0,7 | 0,2 | 0,9 | 0,2 | 1,0 |
| Краткорочни депозити | 0,2 | -0,4 | -0,2 | -0,2 | 0,2 | -0,2 | 0,2 | -0,2 | 1,1 |
| Долгорочни депозити | 1,8 | 1,1 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,1 | 1,5 | 1,4 | 0,6 |

Извор: НБРМ.



остварувањата во јануари⁶⁵ кога девизните депозити на домаќинствата остварија релативно висок раст, во еден дел веројатно и под влијание на случувањата на меѓународните пазари⁶⁶. Во февруари и март, носител на растот повторно беа денарските депозити, што укажува на привремено поместување во валутната структура и натамошно задржување на склоноста на домаќинствата за штедење во домашна валута. **На годишна основа**, на крајот на првото тримесечје вкупните депозити на домаќинствата бележат раст од 8,1% наспроти 8,9% во декември.

Депозити на претпријатија

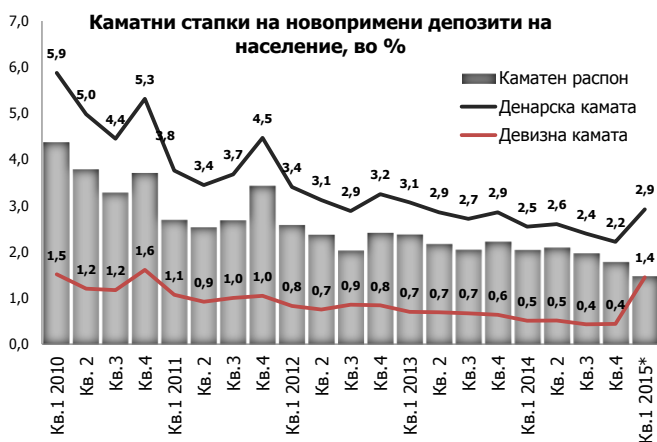
| | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 |
|--|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Кв.1 | Кв. 2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 |
| квартални промени, во % | | | | | | | | | |
| Вкупни депозити на претпријатијата | -1,5 | -7,8 | 9,1 | 4,1 | 1,7 | -2,0 | 8,8 | 6,8 | -4,2 |
| придонес во квартална промена на вкупните депозити, во п.п. | | | | | | | | | |
| Депозитни пари | -1,4 | 1,3 | 2,9 | 1,9 | 1,1 | 0,2 | 3,3 | 7,6 | -4,3 |
| Денарски депозити | 0,1 | -1,3 | 2,6 | 1,6 | 0,2 | -1,8 | 2,8 | 1,3 | -1,7 |
| Девизни депозити | -0,3 | -7,8 | 3,5 | 0,7 | 0,4 | -0,4 | 2,7 | -2,1 | 1,8 |
| Краткорочни депозити | -1,5 | -9,4 | 5,0 | 2,1 | 0,3 | -2,0 | 4,8 | -2,4 | -1,1 |
| Долгорочни депозити | 1,4 | 0,3 | 1,1 | 0,2 | 0,3 | -0,2 | 0,6 | 1,5 | 1,2 |

Извор: НБРМ.

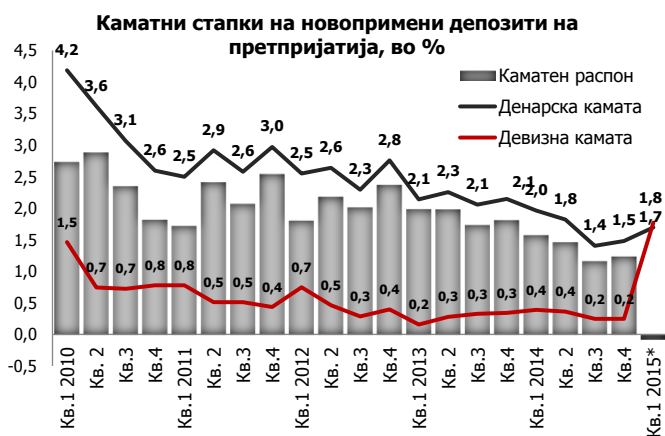
Вкупните депозити на претпријатијата во првото тримесечје на 2015 година бележат квартално намалување од 4,2% наспроти остварениот релативно висок раст од 6,8% во претходниот квартал. Во услови на задржување на солидните стапки на раст на реалната економија, ваквото отстапување кај корпоративните депозити веројатно произлегува од редовното работење и текот на приливи и одливи во корпоративниот сектор коишто не се секогаш временски усогласени. Во прилог на ваквите оценки оди и фактот што промените во динамиката на вкупните депозитите во последните два квартала првенствено се одредени од промените во депозитните пари. Имено, во декември претпријатијата депонираа поголем паричен износ во форма на најликвидни финансиски средства што доведе до некарактеристичен висок месечен прираст на депозитните пари, делумно како резултат на повисоката буџетска потрошувачка. Потоа, во текот на првите три месеци на 2015 година доаѓа до постепено намалување на овие средства, со што депозитните пари на квартална основа придонесуваат кон намалување на вкупните корпоративни депозити. Од друга страна, како продолжение на остварувањата од претходното тримесечје, растот на долгорочните депозити продолжи и во првиот квартал, додека краткорочните депозити повторно бележат

⁶⁵ Во јануари, месечниот раст на вкупните депозити на домаќинствата во целост беше поттикнат од повисокото штедење во странската валута додека денарските депозити забележаа намалување на месечна основа како резултат на падот на депозитните пари (орочените депозити на домаќинствата остварија умерен раст на месечна основа).

⁶⁶ Во јануари 2015 година, централната банка на Швајцарија одлучи да отстапи од таргетот на швајцарскиот франк во однос на еврото, што доведе до апрецијација на вредноста на швајцарскиот франк во однос на еврото и повеќето други валути.



*Се однесува на февруари 2015 година.
Извор: НБРМ.



*Се однесува на февруари 2015 година. Извор: НБРМ.

квартален пад. Анализирано од валутен аспект, се забележуваат дивергентни движења на денарските и девизните депозити споредено со нивните остварувања во претходниот квартал. Така, вкупното квартално намалување на корпоративни депозити во целост произлегува од падот на денарските депозити при позитивен придонес на девизните депозити што е спротивно на движењата во претходното тримесечје (во четвртиот квартал депозитите во домашна валута го објаснуваат целокупното квартално зголемување при регистриран пад на девизните депозити). **На годишна основа**, корпоративните депозити бележат позначително забавување на стапката на раст коешто на крајот на март изнесува 9% наспроти 15,7% во декември.

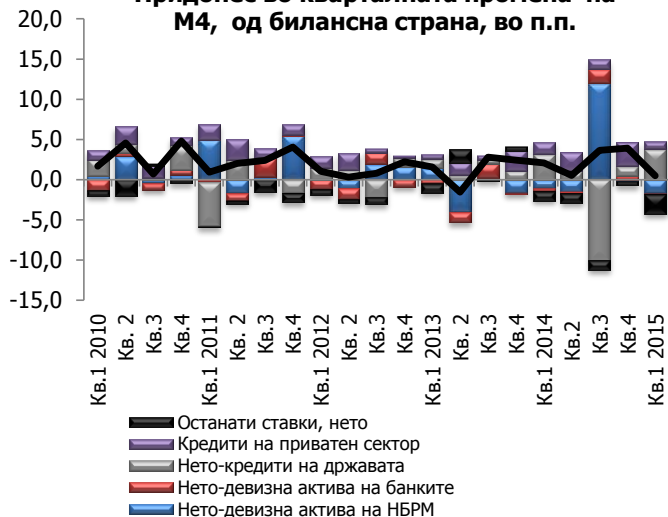
Според анализата на приносите од новото штедење, каматните стапки⁶⁷ на новопримените денарски и девизни депозити на домаќинствата на крајот на февруари изнесуваат 2,9% и 1,4%, соодветно. Во однос на новопримените корпоративни депозити, каматните стапки изнесуваат 1,7% и 1,8% за денарските и девизните депозити, соодветно⁶⁸.

⁶⁷ Почнувајќи од јануари 2015 година, податоците за каматните стапки на банките и штедилниците се прибираат според нова методологија за каматни стапки, додека за претходниот период податоците се прибираа според старата методологија. Податоците добиени според двете методологии не можат целосно да се споредат, така што кварталната разлика за февруари 2015 година (во однос на декември 2014 година), покрај промената на соодветната камата, во себе го вклучува и ефектот од методолошката разлика. Позначајни разлики помеѓу новата и старата методологија се следниве: 1) како известувачи на податоци се опфатени банките и штедилниците, додека претходно известувачи беа само банките; 2) кај секторот „домаќинства“, покрај физичките лица и самостојните вршители на дејноста се опфатени и непрофитните институции кои им служат на домаќинствата, што не беше случај со старата методологија; 3) вклучување на „финансискиот лизинг“ во рамки на финансискиот инструмент кредити; 4) каматните стапки на депозитите по видување и депозитите преку ноќ не се вклучени во пресметката на вкупните депозити како во старата методологија, туку се известуваат во посебен образец; и 5) обновливите кредити не се вклучени во пресметката на каматните стапки на негативни салда на тековните сметки (што беше случај во старата методологија), туку се известуваат во посебен образец. Воедно, со новата методологија се обезбедуваат и поаналитички податоци за следење и анализа на движењата на каматните стапки, особено кај новодоговорените кредитни и депозитни активности од аспект на секторот, рочноста, почетниот период на фиксирање на каматната стапка, валутната структура и намената на кредитите.

⁶⁸ Новата методологија за каматните стапки најмногу влијаеше врз нивото на пасивните камати бидејќи каматните стапки на депозитите по видување и депозитите преку ноќ повеќе не се вклучуваат во пресметката на каматата на вкупните депозити. Оттука, и растот на



Придонес во кварталната промена на М4, од билансна страна, во п.п.



Анализирајќи од билансен аспект, кварталното зголемување на паричната маса во првото тримесечје во најголем дел се должи на нето-кредитите на државата, а во помал обем позитивно делуваат и кредитите на приватниот сектор. Нето девизната актива на монетарниот систем, пред сè на НБРМ⁶⁹, но во мал дел и на банкарскиот сектор, делуваа во насока на намалување на паричната маса.

2.2.2. Кредитна активност

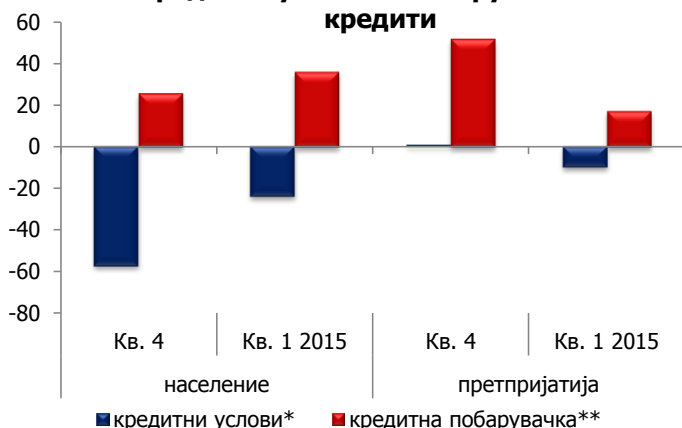
Поволните движења на кредитниот пазар забележани во текот на 2014 година продолжија и во првото тримесечје на 2015 година, но со послаба динамика споредено со просечното квартално зголемување остварено во минатата година. Така, **кварталната стапка на раст на вкупните одобри кредити на приватниот сектор заклучно со март изнесува 1,1% што претставува забавување во однос на растот реализиран во четвртото тримесечје (од 3,6%)**. Во услови на натамошно задржување на солидното темпо на закрепнување на домашната економија, пониската стапка на раст на кредитната активност на приватниот сектор делумно се објаснува со високите остварувања кон крајот на годината (имајќи предвид дека во последното тримесечје на 2014 година беа забележани највисоки кредитни текови од отпочнувањето на кризата), но и од сезонски фактори. Имено, во текот на првите месеци од годината не е невообичаено забавување на кредитната активност особено кон корпоративниот сектор, што може да е показател за привремено ослабување на кредитирањето кон овој сектор на економијата. Така, кварталниот раст на вкупните кредити во овој период главно се објаснува со зголемувањето на кредитите на домаќинствата, додека корпоративните кредити учествуваат само со 6% во остварениот прираст (учество од 72% во претходниот квартал). Задржувањето на позитивните трендови на кредитниот пазар се поткрепува со одговорите од последната

Вкупни кредити на приватен сектор

| | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 |
|-----------------------------------|--|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Кв.1 | Кв. 2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 |
| | квартални промени, во % | | | | | | | | |
| Вкупни кредити на приватен сектор | 0,7 | 1,9 | 0,6 | 3,0 | 1,8 | 2,9 | 1,4 | 3,6 | 1,1 |
| | придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п | | | | | | | | |
| Денарски кредити | 0,4 | 1,6 | 1,4 | 2,9 | 1,6 | 2,7 | 1,3 | 3,1 | 0,7 |
| Девизни кредити | 0,3 | 0,3 | -0,8 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,4 |
| Краткорочни кредити | -0,1 | 0,6 | -0,4 | 0,7 | 0,7 | 0,4 | 0,0 | 1,6 | -0,5 |
| Долгорочни кредити | -0,6 | 0,6 | 1,6 | 2,3 | 1,2 | 1,3 | 0,9 | 2,5 | 1,2 |
| Домаќинства | 0,4 | 1,4 | 1,0 | 1,2 | 0,9 | 1,6 | 1,2 | 1,0 | 1,0 |
| Претпријатија | 0,3 | 0,5 | -0,4 | 1,9 | 0,9 | 1,2 | 0,2 | 2,6 | 0,1 |

Истор: НБРМ.

Кредитни услови и побарувачка на кредити



*негативен нето-процент кај кредитните услови-олеснување;

**позитивен нето-процент кај кредитните услови-заострување

***негативен нето-процент кај кредитната побарувачка-намалување;

**позитивен нето-процент кај кредитната побарувачка-зголемување

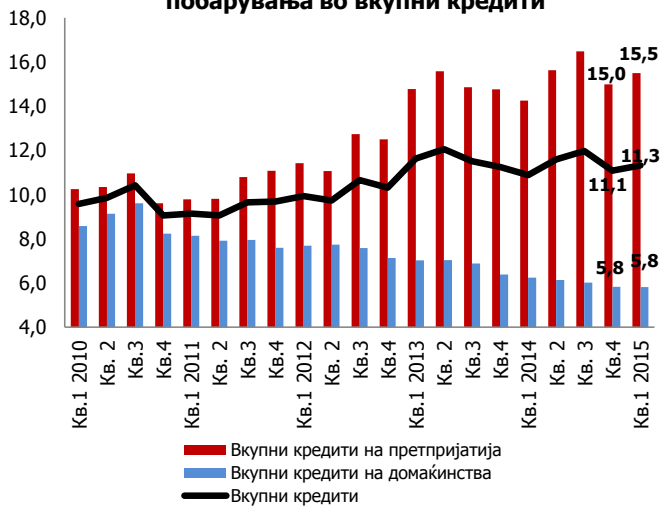
Истор: Анкета за кредитната активност, НБРМ.

пасивните камати во февруари во однос на крајот на претходната година во најголем дел може да се објасни со методолошките промени.

⁶⁹ Намалувањето на нето девизната актива на НБРМ во првиот квартал во голем дел го одразува ефектот од предвремената отплата на кредитот кон ММФ користен во рамки на Кредитната линија за претпазливост во февруари.



Учество на сомнителни и спорни побарувања во вкупни кредити



Извор: НБРМ.

Анкета за кредитната активност⁷⁰ спроведена на крајот на март, коишто укажуваат на поволни согледувања на банките за понудата и побарувачката за корпоративни кредити и кредити на населението. Исто така, во овој период се забележува релативно стабилизирање на учеството на нефункционалните кредити во вкупните кредити на ниво од 11,3% во март (11,1% на крајот на декември 2014 година).

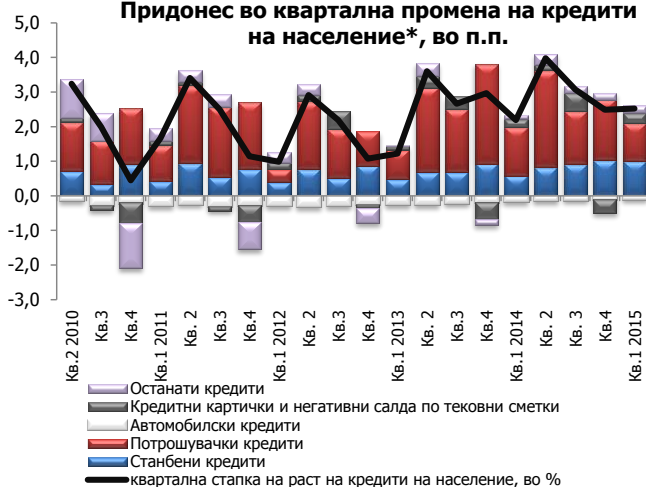
Анализата на рочната структура на вкупните кредити покажува натамошен раст на долгорочните кредити при извршено намалување на кредитите на краток рок, наспроти интензивниот раст и на двете категории во претходниот квартал. Од аспект на валутната структура, денарските кредити и натаму го објаснуваат поголемиот дел од одобрените кредити во првото тримесечје при позначително зголемување на придонесот на девизните кредити споредено со претходниот квартал (учество од 35% наспроти 14% заклучно со декември). Ваквите раздвижувања соодветствуваат со повисокиот раст на девизните депозити на банките во овој период. Остварениот квартален прираст на вкупните кредити е повисок во однос на растот на депозитната база во првото тримесечје, што условува зголемување на искористеноста на депозитниот потенцијал за кредитирање на приватниот сектор. Така, на крајот на март, коефициентот кредити/депозити изнесува 90% наспроти 89,3% на крајот на декември. **На годишна основа**, вкупните кредити бележат забавена стапка на раст од 9,2% (10% на крајот на претходната година).

Кредити на домаќинствата

| | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 |
| Вкупни кредити на домаќинствата | 1,1 | 3,4 | 2,5 | 2,8 | 2,1 | 3,9 | 2,9 | 2,4 | 2,4 |
| квартални промени, во % | | | | | | | | | |
| Вкупни кредити на домаќинствата | 1,1 | 3,4 | 2,5 | 2,8 | 2,1 | 3,9 | 2,9 | 2,4 | 2,4 |
| придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п. | | | | | | | | | |
| Денарски кредити | 1,2 | 3,6 | 2,6 | 2,8 | 2,1 | 3,9 | 3,0 | 2,3 | 2,3 |
| Девизни кредити | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Краткорочни кредити | 0,1 | 0,4 | 0,3 | -0,6 | 0,2 | 0,3 | 0,4 | -0,4 | 0,2 |
| Долгорочни кредити | 0,9 | 2,7 | 2,1 | 3,8 | 1,8 | 3,5 | 2,5 | 2,8 | 2,0 |

Извор: НБРМ.

Придонес во квартална промена на кредити на население*, во п.п.



Во текот на првите три месеци на 2015 година, кредитите одобрени на секторот „домаќинства“ бележат натамошно квартално зголемување од 2,4% што претставува слична динамика на раст како и во претходното тримесечје. Растот на вкупните кредити на домаќинствата и натаму во најголем дел е предизвикан од повисокото ниво на потрошувачки кредити, по што следуваат станбените кредити, при што во првиот квартал позначајно зголемување беше забележано и кај негативните салда врз основа на тековни сметки, наспроти нивното намалување во претходниот квартал. Ваквите

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

⁷⁰ Подетални информации се расположливи во рамки на Анкетата за кредитната активност на следнава врска: <http://nbrm.mk/?ItemID=F7AC78DEE498764FBAF39049F726CE3C>.



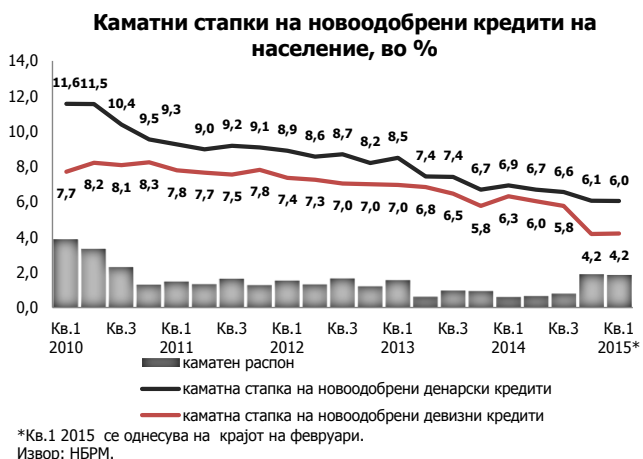
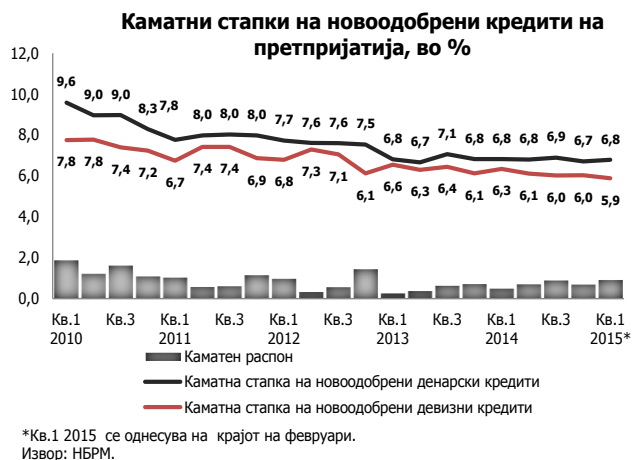
движења со поткрепуваат со резултатите од Анкетата за кредитната активност, коишто укажуваат на натамошно нето-олеснување на кредитните услови за одобрување кредити, но со послаба динамика во однос на претходната анкета. Во однос на побарувачката, банките упатуваат на повисока побарувачка на потрошувачките и на станбените кредити, додека кај останатите кредити се забележува благо нето-намалување на побарувачката. Анализата на рочната структура на кварталниот прираст на кредитите одобрени на домаќинствата ги посочува долгорочните кредити како главен двигател на остварениот раст, а во иста насока делуваат и краткорочните кредити (наспроти нивното намалување во претходниот квартал). Од аспект на валутната структура, слично на претходното тримесечје, се забележува доминантниот придонес на кредитите во домашна валута при мало зголемување и на девизните кредити. **На годишна основа, вкупните кредити на домаќинствата бележат умерено забрзана стапка на раст од 11,8% во декември на 12,1% на крајот на март.**

Кредити на претпријатијата

| | 2013 | | | | 2014 | | | | 2015 |
|-----------------------------------|--|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Кв.1 | Кв. 2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 | Кв.2 | Кв.3 | Кв.4 | Кв.1 |
| | квартални промени, во % | | | | | | | | |
| Вкупни кредити на претпријатијата | 0,5 | 0,9 | -0,7 | 3,2 | 1,5 | 2,0 | 0,3 | 4,5 | 0,1 |
| | придонес во квартална промена на вкупните кредити, во п.п | | | | | | | | |
| Денарски кредити | -0,1 | 0,2 | 0,5 | 3,0 | 1,2 | 1,9 | 0,1 | 3,7 | -0,5 |
| Девизни кредити | 0,5 | 0,7 | -1,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 0,6 |
| Краткорочни кредити | -0,3 | 0,8 | -1,0 | 1,6 | 1,0 | 0,6 | -0,3 | 3,2 | -1,1 |
| Долгорочни кредити | -1,6 | -0,8 | 1,1 | 1,3 | 0,7 | -0,2 | -0,2 | 2,2 | 0,6 |

Извор: НБРМ.

По значителното забрзување во последното тримесечје на 2014 година, кредитната активност насочена кон корпоративниот сектор бележи динамично забавување на кварталната стапка на раст од 4,5% во декември на 0,1% на крајот на март. Притоа, остварениот квартален прираст во целост е остварен во февруари и особено во март додека во текот на првиот месец вкупните кредити на претпријатијата бележат позначително намалување на месечна основа. Послабите остварувања во текот на јануари се карактеристични и во претходните неколку години што укажува на привремено приспособување на корпоративните кредити во овој период. Од друга страна, кредитната активност насочена кон претпријатијата и натаму беше поддржана преку преземените мерки на монетарната политика, вклучувајќи ја и нестандартната мерка за поттикнување на кредитната активност за нето-извозниците и производителите на електричната енергија. Така, во периодот јануари - февруари, новоодобрените кредити во рамки на оваа мерка забележаа позначителен раст од 2.550 милиони денари. Во однос на користењата на средствата од кредитната линија од ЕИБ 4, во текот на првиот квартал банките пласира нови 700 милиони денари (11,5 милиони евра) за поддршка на 36 нови инвестициски проекти.



Според резултатите од Анкетата за кредитната активност, натамошните поволни трендови во корпоративното кредитирање произлегуваат од подобрувањата на страната на понудата и задржувањето на позитивните движења кај побарувачката на сите типови корпоративни кредити. Така, банките укажуваат на умерено нето-олеснување на условите за кредитирање на претпријатијата во првиот квартал (наспроти минималното нето-заострување во четвртото тримесечје), при натамошно нето-зголемување на нивната побарувачка, но со послабо темпо споредено со претходната анкета. Анализата на рочната структура, во првото тримесечје покажува намалување на краткорочните кредити и натамошен, но значајно забавен раст на долгорочните кредити, наспроти силниот раст на двете категории во претходниот квартал. Од аспект на валутната структура, реализираниот квартален прираст во целост произлегува од зголемувањето на девизните кредити додека денарските кредити, по седум квартали на постојан раст, бележат намалување на квартална основа. **На годишна основа**, стапката на раст на корпоративните кредити забави на 7,1% на крајот на март од 8,5% во декември.

Според најновите податоци, заклучно со февруари, **каматните стапки на вкупните кредити на домаќинствата и претпријатијата** изнесуваат 7,3% и 6,8%, соодветно. Во однос на новоодобрените кредити, каматните стапки изнесуваат 5,9% и 6,5% за кредитите на населението и претпријатијата, соодветно⁷¹.

III. Јавни финансии

Во четвртиот квартал на 2014 година во Буџетот на Република Македонија (централен буџет и буџети на фондовите) остварени се повисоки буџетски приходи за 11,1%, при истовремено зголемување и на буџетските расходи за 13,1% во споредба со истиот период од претходната година. Буџетски дефицит остварен во овој период изнесува 0,9% од БДП и во целост е финансиран од депозитите на државата. Растот на вкупните буџетски

⁷¹ 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 страница 53.



приходи продолжи и во периодот јануари - февруари 2015 година и изнесуваше 7,4%, при што нивната реализација претставува 13,9% од вкупните предвидени буџетски приходи за цела година. Во истиот период, буџетските расходи се намалени за 5%, но нивната реализација е повисока и изнесува 15% од вкупните предвидени буџетски расходи за 2015 година. Буџетскиот дефицит во двата месеца од годината изнесува 0,8% од БДП, или околу 25% од дефицитот планиран со државниот буџет за годината.



Извор: Пресметки на НБРМ.

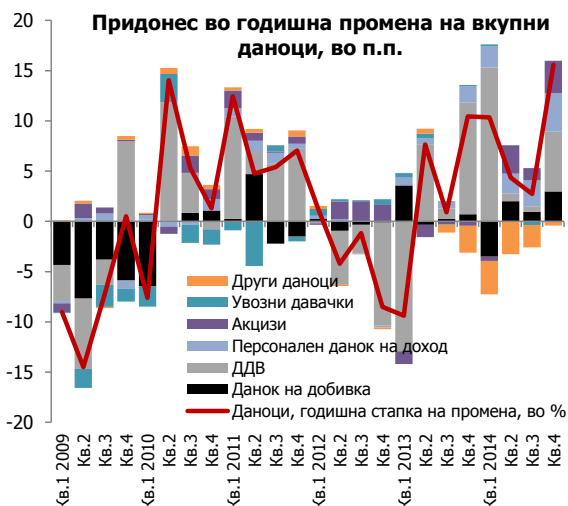


Извор: Министерство за финансии.

Во четвртиот квартал од 2014 година беше забележано значително зголемување на вкупните приходи во Буџетот на Република Македонија⁷². Така, по падот во претходниот квартал, буџетските приходи пораснаа за 11,1% на годишна основа, што претставува највисока стапка на раст во последните три години. Ваквото остварување доведе до раст и на нивното учество во БДП, коешто достигна 7,9%, споредено со 6,8% во третиот квартал од 2014 година и 7,5% во четвртиот квартал од 2013 година. Подеталната анализа на приходната страна на буџетот покажува дека најголем придонес за остварениот раст имаа даночните приходи (од 8,7 п.п.), коишто остварија висок раст од 15,6% на годишна основа. Притоа, главен двигател на даночните приходи во овој квартал се приходите врз основа на ДДВ, коишто се зголемија за 11% во споредба со истиот квартал од претходната година, што е во склад со остварениот раст на двете категории коишто се основа за неговата наплата, личната потрошувачка и увозот. Висок раст од 27,4% беше забележан и кај приходите врз основа на персоналниот данок на доход, коишто со тоа имаа втор најголем придонес кон растот на даночните приходи. Притоа, растот на приходите од овој данок се објаснува со зголемувањето на номиналните плати и на бројот на вработени лица во овој период. Одреден дел од растот веројатно се должи и на обврската на работодавачите да платат персонален данок на исплатениот регрес за годишен одмор на вработените во приватниот сектор⁷³. Во споредба со истиот период од претходната година, приходите од данокот на добивка во четвртиот квартал се повисоки за

⁷² Централен буџет и буџети на фондови.

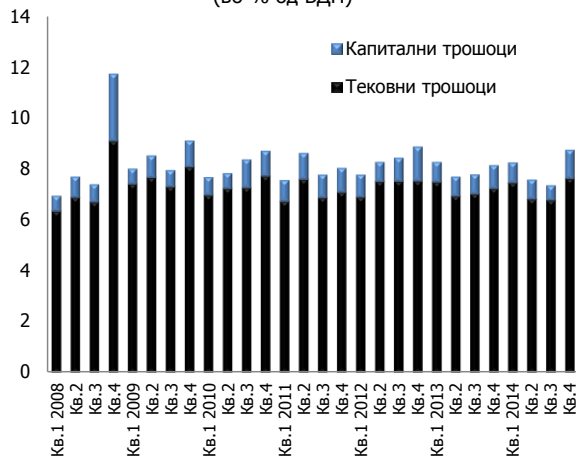
⁷³ Согласно со Спогодбата за изменување и дополнување на Општиот колективен договор за приватниот сектор од областа на стопанството („Службен весник на РМ“ бр. 189-13), започнувајќи од 1.1.2014 година сите фирми се обврзани еднаш годишно да исплатат регрес за годишен одмор на вработените кои работеле најмалку шест месеци непрекинато во календарската година. При исплатата се пресметува, се задржува и се плаќа персонален данок на доход од 10%.



Извор: Министерство за финансии.

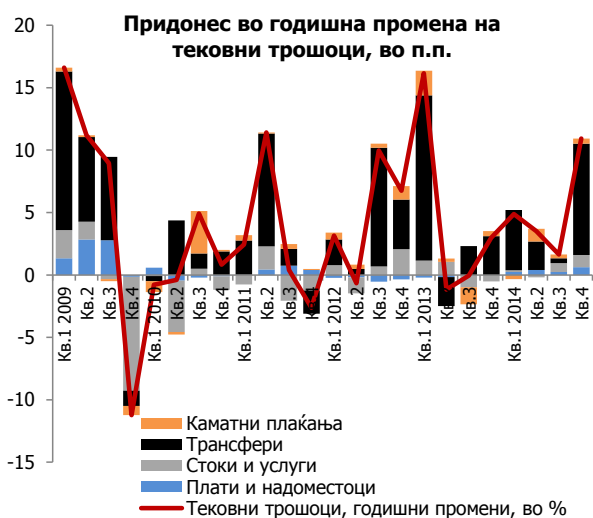
73,1% на годишна основа, веројатно поради повисоко наплатениот данок на исплатена дивиденда и друга распределба на добивката. Истовремено, приходите од акцизи беа повисоки за 15,2%, за разлика од увозните давачки, чиешто промени беа маргинални (раст од 0,6%). Вкупните социјални придонеси се зголемија исто колку во претходниот квартал (3,6%), во услови на забавен раст на придонесите за пензиско и инвалидско осигурување и засилен раст на придонесите за здравствено осигурување и за осигурување во случај на невработеност. По значителниот пад во претходниот квартал, неданочните приходи во последниот квартал од 2014 година остварија раст од 9,3% на годишна основа, првенствено поради растот во категоријата „други неданочни приходи“.

Структура на буџетски расходи (во % од БДП)



Извор: Пресметки на НБРМ.

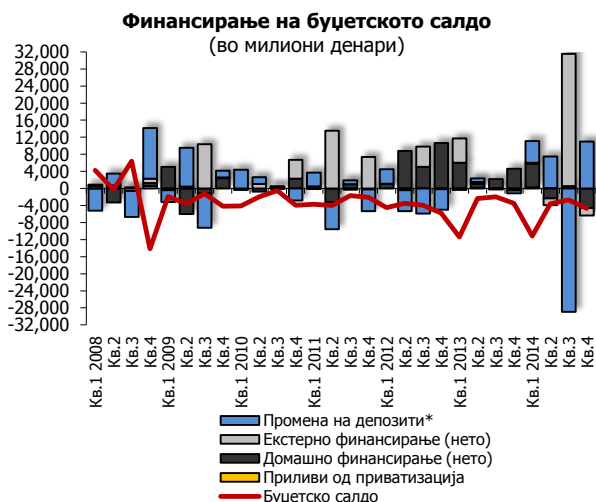
Во четвртиот квартал од 2014 година вкупните буџетски расходи се повисоки за 13,1% на годишна основа. Притоа, нивното учество во БДП достигна 8,8%, што претставува поголемо остварување во споредба со 7,4% во третиот квартал од 2014 година и 8,1% во четвртиот квартал од 2013 година. Од аспект на структурата на буџетските расходи, најголем дел од растот се должеше на значителното зголемување на **тековните трошоци**, коишто се повисоки за 10,9% во споредба со истиот период од претходната година. Во рамки на тековните трошоци, висок раст од 12,9%, а со тоа и најголем придонес, забележа категоријата „трансфери“, на што подеднакво влијаеше повисокото остварување на социјалните трансфери и на другите трансфери. Притоа, растот на социјалните трансфери во четвртиот квартал изнесуваше 8,4% на годишна основа, најмногу како резултат на поголемиот износ на буџетски средства наменет за Фондот за здравствено осигурување, додека другите трансфери беа повисоки за 27,3%⁷⁴. Зголеменото остварување на тековните расходи беше дополнително поттикнато и од засилениот раст на категориите „стоки и услуги“ и „плати и надоместоци“⁷⁵ во овој период. Од друга



Извор: Министерство за финансии.

⁷⁴ Високиот раст забележан кај категоријата „други трансфери“ во овој период веројатно се должи на исплатата на субвенциите за производителите на тутун за периодот кога таа беше запрена поради изборите пролетта, како и на доисплатата за откупениот тутун за реколтата од 2013 година на оние производители кај кои постоеле технички пречки за исплата.

⁷⁵ На крајот од четвртиот квартал беше извршено зголемување на платите во јавниот сектор за 4%.

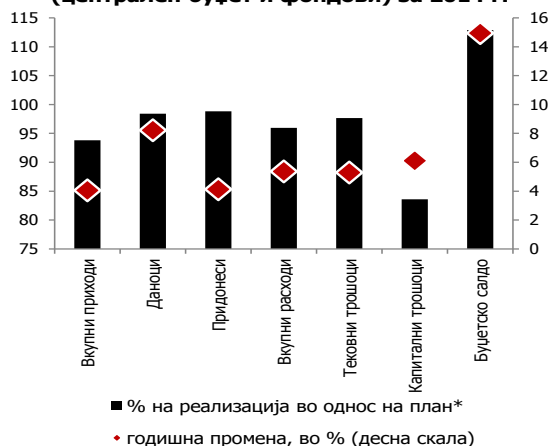


* Позитивна промена - повлекување депозити; негативна промена - кумулирање депозити.
Извор: Министерство за финансии на Република Македонија.

страна, во четвртиот квартал забележителен е растот на **капиталните трошоци** од 30,2% на годишна основа, наспроти падот во претходниот квартал. Како резултат на ова, учеството на капиталните расходи во БДП во овој квартал се зголеми на 1,1% (0,6% во претходниот квартал), а нивното учество во вкупните расходи од 13,1% го надмина учеството на трошоците за плати и надоместоци (12,8%) и за стоки и услуги (9,6%).

По намалувањето во претходниот квартал, во последниот квартал од 2014 година буџетскиот дефицит се зголеми позначително и достигна 4.680 милиони денари, што претставува околу 20% од остварениот дефицит за цела година, односно 0,9% од БДП. Притоа, негативното буџетско салдо во овој период во целост се финансираше преку депозитите на државата, коишто се искористија во износ од 10.999 милиони денари. Од друга страна, нето домашното задолжување во четвртиот квартал беше негативно и изнесуваше 4.533 милиони денари, при поголеми отплати на обврските на државата врз основа на краткорочни државни хартии од вредност. Во последниот квартал отплатите на надворешниот долг беа повисоки од остварените приливи, што придонесе надворешното задолжување, исто така, да биде негативно на нето-основа, во износ од 1.795 милиони денари.

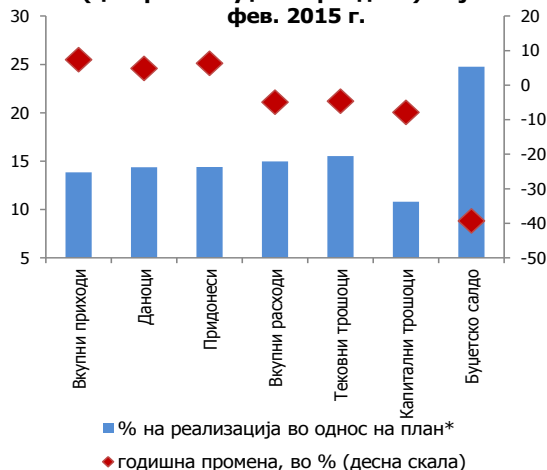
Реализација на Буџет
(централен буџет и фондови) за 2014 г.



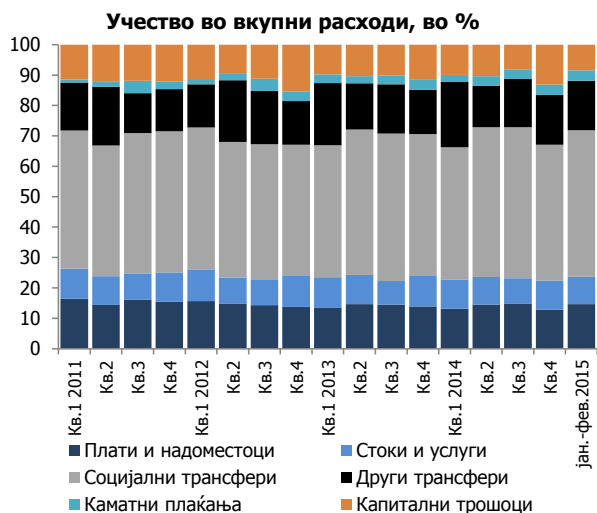
* Во однос на Ребалансот на Буџетот за 2014 година.
Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.

Во првите два месеца од 2015 година, вкупните буџетски приходи продолжија да бележат солидни стапки на раст, при што во однос на истиот период од претходната година, тие се повисоки за 7,4%. Најголем придонес кон растот на вкупните приходи во овој период повторно имаше повисокото остварување на даночните приходи, коишто остварија годишен раст од 4,8%. Од аспект на поединечните даночни ставки, растот на вкупните приходи во најголема мера произлезе од високото остварување на приливите врз основа на акцизи (56,4%), а дополнително влијание имаше и повисоката наплата на директните даноци (персонален данок на доход и данок на добивка). Едни од причините за високиот раст на приходите од акцизи би можеле да бидат ниската споредбена основа, како и неодамнешните промени во сферата на

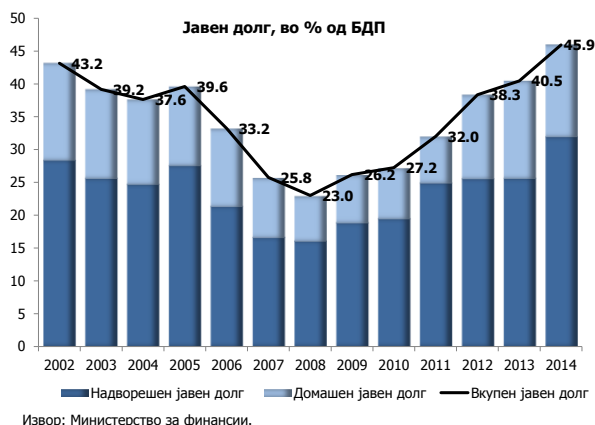
Реализација на Буџет
(централен буџет и фондови) за јан.-фев. 2015 г.



* Во однос на Буџетот за 2015 година.
Извор: Министерство за финансии и пресметки на НБРМ.



Извор: Министерство за финансии.



Извор: Министерство за финансии.

акцизната политика⁷⁶. Наспроти ова, приходите од ДДВ остварија годишен пад од околу 10% во анализираниот период, со што негативно влијаеа на растот на буџетските приходи. Приливите врз основа на социјални придонеси продолжија засилено да растат и на почетокот од оваа година, при регистрирано повисоко остварување кај сите социјални фондови. **За разлика од приходите, во периодот јануари-февруари 2015 година вкупните буџетски расходи се намалија за 5% на годишна основа, во услови на пад и на тековните и на капиталните трошоци.** Притоа, во рамки на тековните трошоци, падот во целост произлегува од пониското остварување кај ставката „други трансфери“, што се објаснува со повисоката споредбена основа од минатата година⁷⁷. Од друга страна, кај останатите расходни категории беше забележан умерен раст. Во однос на планот за 2015 година, во јануари и февруари беа остварени 13,9% од предвидените приходи и 15% од предвидените расходи за годината. **Во првите два месеца од годината буџетскиот дефицит изнесува 4.583 милиони денари (0,8% од БДП⁷⁸),** што претставува околу 25% од предвидениот дефицит за 2015 година. Во овој период, буџетскиот дефицит претежно се финансираше преку депозитите на државата, а во помал дел и преку нови емисии на државни хартии од вредност. Од друга страна, надворешното задолжување се намали на нето-основа, при висок реализиран износ на одливи во овој период⁷⁹.

Состојбата на вкупниот јавен долг⁸⁰ на 31.12.2014 година се зголеми за

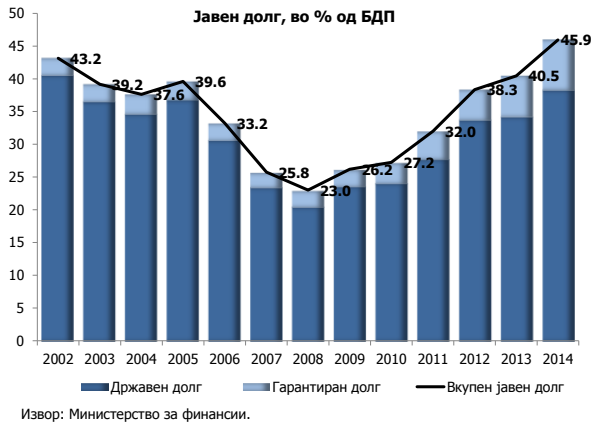
⁷⁶ На крајот од претходната година беа донесени измени и дополнувања на Законот за акцизи („Службен весник на РМ“ бр. 167 и 188), со кои се воведо ново акцизно добро – нафтен кокс, за кое ќе се плаќа акциза од 84,6 ден/гигацул, а се изврши и зголемување на акцизата на цигарите за 0,053 денари по парче, односно за 4%.

⁷⁷ На почетокот од минатата година беа остварени значителни трошоци во рамки на оваа категорија, коишто беа поврзани со исплатата на субвенциите во земјоделството.

⁷⁸ Исто така, 0,8% од БДП според проекцијата на БДП на Министерството за финансии.

⁷⁹ Во февруари државата предвреме го отплати преостанатиот долг кон ММФ врз основа на Кредитната линија за претпазливост, во износ од 174 милиони долари.

⁸⁰ Јавниот долг е дефиниран со Законот за јавен долг („Службен весник на РМ“ бр. 165/14) според 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 кои се во целосна или во претежна



5,5 п.п. во споредба со истиот период од претходната година и достигна 45,9% од БДП. Ваквото поместување во најголем дел се должи на зголемиот надворешен долг на централната влада, како резултат на извршеното задолжување на меѓународниот финансиски пазар. Следствено, учеството на надворешниот јавен долг во БДП значително порасна и достигна 31,9%, додека учеството на домашниот јавен долг умерено се намали и изнесуваше 14%. На крајот од годината беше забележан раст и кај двете компоненти на јавниот долг (државен⁸¹ и гарантиран), со што нивното учество достигна 38,2%, односно 7,7% од БДП.

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

| | Буџет за 2014 година | Ребаланс на Буџет за 2014 година | кв.1 кв.2 кв.3 кв.4 2014 | | | | | Буџет за 2015 година | јан.-фев. | Годишни промени, период од 2014 год. во однос на претходната година, во % | | | | | Придонес во годишна промена, период од 2014 год. во однос на истиот период од претходната година, во п.п. | | | | | Годишни промени, период од 2015 год. во однос на истиот период од претходната година, во % | | Придонес во годишна промена, период од 2015 год. во однос на истиот период од претходната година, во п.п. | | | | | |
|-----------------------------------|----------------------|----------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------|----------------|----------------------|---------------|---|--------------------------|-------------|-------------|-------------|---|------------|-------------|-------------|------------|--|------------|---|-------------|------------|-------------|-------------|--|
| | | | планирано во мил. денари | планирано во мил. денари | остварено во мил. денари | | | | | планирано во мил. денари | остварено во мил. денари | кв.1 | кв.2 | кв.3 | кв.4 | 2014 | кв.1 | кв.2 | кв.3 | кв.4 | 2014 | јан.-фев. | јан.-фев. | | | | |
| ВКУПНИ ПРИХОДИ | 158,243 | 155,554 | 32,291 | 36,257 | 36,016 | 41,365 | 145,929 | 163,280 | 22,616 | 7.9 | 0.4 | -2.6 | 11.1 | 4.1 | 7.9 | 0.4 | -2.6 | 11.1 | 4.1 | 7.4 | 3.9 | 2.9 | 9.7 | 5.9 | 6.0 | 5.3 | |
| Даночни приходи и придонеси | 133,859 | 131,376 | 28,704 | 32,081 | 32,146 | 36,379 | 129,310 | 137,672 | 19,914 | 8.4 | 4.6 | 3.4 | 11.0 | 6.9 | 7.4 | 3.9 | 2.9 | 9.7 | 5.9 | 6.0 | 3.9 | 2.9 | 9.7 | 5.9 | 6.0 | 5.3 | |
| Даноци | 87,222 | 85,189 | 18,216 | 20,887 | 20,745 | 23,997 | 83,845 | 87,465 | 12,568 | 10.4 | 4.4 | 2.7 | 15.6 | 8.2 | 5.7 | 2.4 | 1.5 | 8.7 | 4.5 | 4.8 | 2.4 | 1.5 | 8.7 | 4.5 | 4.8 | 2.8 | |
| Придонеси | 45,153 | 44,703 | 10,211 | 10,891 | 11,052 | 12,031 | 44,185 | 48,717 | 7,007 | 5.1 | 4.4 | 3.6 | 3.6 | 4.1 | 1.6 | 1.3 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 6.3 | 1.3 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 6.3 | 2.0 | |
| Неданочни приходи | 14,973 | 14,697 | 2,598 | 2,436 | 2,645 | 2,955 | 10,634 | 17,078 | 2,102 | -2.6 | 11.1 | -41.8 | 9.3 | -12.2 | -0.2 | 0.7 | -5.1 | 0.7 | -1.1 | 17.8 | 0.7 | -5.1 | 0.7 | -1.1 | 17.8 | 1.5 | |
| Капитални приходи | 5,290 | 4,177 | 174 | 1,041 | 348 | 311 | 1,874 | 4,152 | 132 | -25.3 | -56.7 | 56.1 | 11.5 | -40.3 | -0.2 | -3.8 | 0.3 | 0.1 | -0.9 | -2.2 | -3.8 | 0.3 | 0.1 | -0.9 | -2.2 | 0.0 | |
| Странски донации | 3,521 | 4,504 | 612 | 534 | 766 | 1,471 | 3,383 | 3,578 | 441 | 34.2 | -29.0 | -24.0 | 19.1 | -2.0 | 0.5 | -0.6 | -0.7 | 0.6 | 0.0 | 86.1 | -0.6 | -0.7 | 0.6 | 0.0 | 86.1 | 1.0 | |
| Приходи од наплатени заеми | 600 | 800 | 203 | 165 | 111 | 249 | 728 | 800 | 27 | 101.0 | 51.4 | -13.3 | 13.2 | 30.5 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | -77.3 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | -77.3 | -0.4 | |
| ВКУПНИ РАСХОДИ | 176,514 | 175,157 | 43,428 | 39,878 | 38,712 | 46,045 | 168,063 | 181,777 | 27,199 | 5.0 | 3.6 | -0.6 | 13.1 | 5.4 | 5.0 | 3.6 | -0.6 | 13.1 | 5.4 | -5.0 | 3.6 | -0.6 | 13.1 | 5.4 | -5.0 | -5.0 | |
| Тековни трошоци | 154,137 | 154,073 | 39,120 | 35,739 | 35,565 | 40,016 | 150,440 | 160,569 | 24,909 | 4.9 | 3.5 | 1.6 | 10.9 | 5.3 | 4.4 | 3.1 | 1.5 | 9.7 | 4.7 | -4.7 | 3.1 | 1.5 | 9.7 | 4.7 | -4.7 | -4.3 | |
| Капитални трошоци | 22,377 | 21,084 | 4,308 | 4,139 | 3,147 | 6,029 | 17,623 | 21,208 | 2,290 | 6.5 | 4.0 | -20.4 | 30.2 | 6.1 | 0.6 | 0.4 | -2.1 | 3.4 | 0.6 | -7.9 | 0.4 | -2.1 | 3.4 | 0.6 | -7.9 | -0.7 | |
| БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ / СУФИЦИТ | -18,271 | -19,603 | -11,137 | -3,621 | -2,696 | -4,680 | -22,134 | -18,497 | -4,583 | -2.4 | 51.4 | 37.3 | 34.2 | 14.9 | | | | | | | | | | | | | |
| Финансирање | 18,271 | 19,603 | 11,137 | 3,621 | 2,696 | 4,680 | 22,134 | 18,497 | 4,583 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Прилив | 29,131 | 30,463 | 12,006 | 7,444 | 5,175 | 7,600 | 32,225 | 44,667 | 14,916 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Приходи од приватизација | 0 | 440 | 310 | 130 | 0 | 9 | 449 | 0 | 0 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Странски заеми | 5,276 | 36,449 | 994 | 908 | 33,301 | 993 | 36,196 | 16,159 | 80 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Депозити | 13,915 | -12,676 | 5,060 | 7,391 | -28,842 | 10,999 | -5,392 | 23,321 | 13,084 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Државни записи | 9,840 | 6,150 | 5,642 | -985 | 706 | -4,403 | 960 | 5,137 | 1,751 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Продажба на акции | 100 | 100 | 0 | 0 | 10 | 2 | 12 | 50 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Одлив | 10,860 | 10,860 | 869 | 3,823 | 2,479 | 2,920 | 10,091 | 26,170 | 10,333 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Отплата на главница | 10,860 | 10,860 | 869 | 3,823 | 2,479 | 2,920 | 10,091 | 26,170 | 10,333 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Надворешен долг | 9,133 | 9,133 | 737 | 2,503 | 2,347 | 2,788 | 8,375 | 20,001 | 10,201 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Домашен долг | 1,727 | 1,727 | 132 | 1,320 | 132 | 132 | 1,716 | 6,169 | 132 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

сопственост на државата или на општините, општините во Градот Скопје и Градот Скопје за кои државата има издадено државна гаранција.

⁸¹ Државниот долг е дефиниран како збир на долговите на централната и локалната власт.

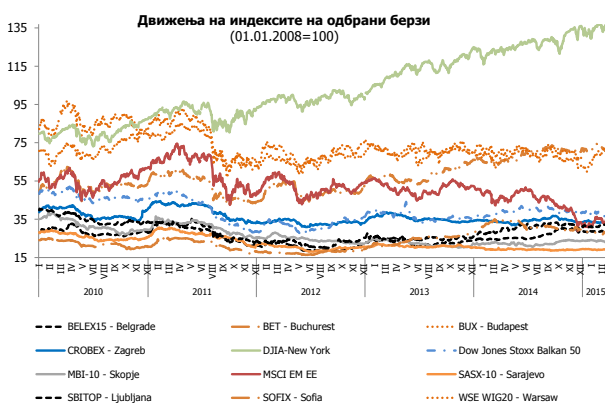


IV. Берзански индекси и цени на недвижности

Македонскиот берзански индекс МБИ-10 во првиот квартал на 2015 година забележа мал пад, наспроти растот во втората половина од 2014 година. Ваквото движење беше проследено со понизок вкупен промет на берзата во првиот квартал, а пад на прометот е регистриран и кај класичното тргување. Вредностите на регионалните берзански индекси се движееа во различни насоки, пред сè како резултат на специфични локални фактори. Цените на недвижностите на домашниот пазар забележаа позитивни промени, движење коешто во услови на отсуство на значајни поместувања кај понудата и побарувачката за недвижности, можно е да е од привремен карактер.



Извор: Македонска Берза АД, Скопје.



Извор: Македонска Берза АД Скопје, национални берзи.

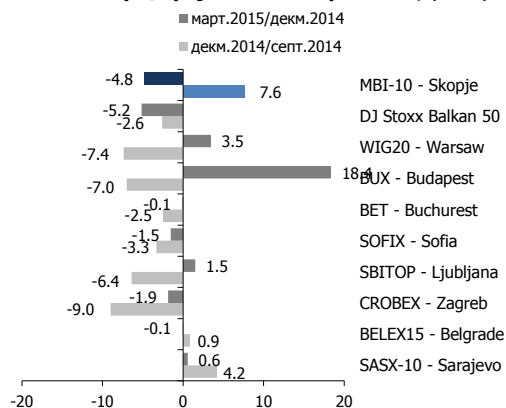
Во текот на првиот квартал на 2015 година вредноста на македонскиот берзански индекс МБИ-10⁸² забележа пад од 4,8%, наспроти неговиот раст во втората половина на 2014 година. Анализирани од аспект на динамиката на движење, во текот на првиот квартал берзанскиот индекс забележа различни периоди на движење. Имено, во јануари берзанскиот индекс се движеше во нагорна насока, додека почнувајќи од февруари дојде до постепено намалување на вредноста – тренд кој продолжи и во текот на март. На крајот од кварталот вредноста на индексот изнесуваше 1.755,5, ниво пониско споредено со нивото на крајот на четвртиот квартал. Ваквите движења во индексот би можеле да се поврзат со сè уште слабата заинтересираност на домашните инвеститори и отсуството на поголеми странски институционални инвеститори, и покрај подобрите економски остварувања во последниот квартал на 2014 година. Вкупниот берзански промет се намали за 90,3% во однос на претходното тримесечје, што генерално се поврзува со високата споредбена основа од минатиот квартал кога беше остварен повисок промет преку јавна понуда на акции на една компанија. Прометот остварен врз основа на класично тргување, исто така, забележа пад, но поумерен во однос на вкупниот берзански промет (34%). За разлика од МБИ-10, индексот на обврзниците (ОМБ) на крајот на март 2015 година, во однос на крајот на декември 2014 година, забележа мал раст од 1,3%.

Во првиот квартал на 2015 година беа забележани дивергентни движења на

⁸² На 15.12.2014 беше извршена ревизија на индексот МБИ-10, при што од 30.12.2015 година во индексот влегуваат: „Алкалоид“ АД Скопје; „Реплек“ АД Скопје; „Гранит“ АД Скопје; „Комерцијална банка“ АД Скопје; „Макпетрол“ АД Скопје; „Стопанска банка“ АД Битола; „Македонски телеком“ АД Скопје; „Македонијатрист“ АД Скопје; „НЛБ Тутунска банка“ АД Скопје; „Скопски пазар“ АД Скопје.



Промена на регионалните берзански индекси, крај на март 2015/крај на декември 2014 и крај на декември/крај на септември 2014, (во %)



Извор: Македонска Берза АД Скопје, национални берзи.

вредностите на регионалните берзански индекси. Така, раст на вредноста на берзанските индекси е регистриран на берзите во Будимпешта, Варшава, Љубљана и во Сараево. Нагорните поместувања кај овие индекси во одреден дел се одраз на специфични локални⁸³ фактори. Исто така, ваквиот тренд на регионалните берзи би можел делумно да се поврзе и со падот на вредноста на еврото, фактор кој позитивно се одрази врз движењата на европските берзи⁸⁴. Од друга страна, пад на вредноста на индексот беше забележан на берзите во Загреб, Софија, Букурешт и во Белград.

Во првиот квартал на 2015 година дојде до зголемување на цените на становите, односно индексот на цените на становите⁸⁵ бележи раст од 1,5% на квартална основа (наспроти кварталниот пад од 5,4% во претходниот квартал) и раст од 2,1% на годишна основа (наспроти годишниот пад од 0,6% во четвртиот квартал). Ваквиот пораст најверојатно е од привремен карактер, имајќи во предвид дека состојбата со понудата и побарувачката за недвижности останува слична како во претходниот квартал. Имено, кумулативната вредност на станбените згради изградени во периодот 2011 – 2014 година е повисока за 96,3% од вредноста во периодот 2007 - 2010 година, а слична динамика покажуваат и податоците за одобреноста за високоградба⁸⁶. Во поглед на побарувачката на станови, постојаниот солиден раст на станбените кредити, тренд кој е карактеристичен за целата 2014 година, продолжи и во првиот квартал на 2015 година и упатува на натамошно зајакнување на побарувачката.



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 методологијата.

⁸³ <http://wire.seenews.com/>

⁸⁴ <http://money.cnn.com/2015/03/09/news/economy/europe-stimulus-qe-three-things/>

⁸⁵ 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.

⁸⁶ Сепак треба да се има предвид дека податокот за изградба на станбените згради и одобреноста за градба се однесува на целата земја, додека индексот на цените на становите е пресметан само за скопскиот регион.



V. Макроекономски проекции и ризици

Во 2014 година, домашната економија забележа раст од 3,8%, што е во согласност со очекувањата во рамки на проекциите од октомври. Расположливите високофреквентни податоци за првиот квартал на 2015 година, како и оценките за идната патека на клучните надворешни и домашни фактори упатуваат на задржување на динамиката на раст на економијата во наредниот двегодишен период. Така, **оцените за економскиот раст за 2015 година и 2016 година се непроменети во споредба со претходната проекција, при што се очекува раст на домашната економија од 4,1% во 2015 година и дополнително забрзување на растот на 4,5% во 2016 година.** Поголеми промени не се направени ниту во однос на изворите на растот, при што извозот, инвестициите и приватната потрошувачка остануваат главните фактори што ќе го поддржат понатамошното закрепнување на реалниот сектор. Се очекува извозната активност на постојните странски инвеститори и постепено закрепнување на странската ефективна побарувачка да придонесат за раст на извозот, што заедно со силниот инвестициски импулс од страна на државата и влезот на новите инвестиции во извозноориентираните сектор, би довеле до раст и на инвестициската активност. Се очекува овие фактори да доведат до подобрување на условите на пазарот на труд и со тоа да ја стимулираат потрошувачката на домаќинствата во наредните две години. Дополнителна поддршка на домашната побарувачка се очекува и од зголемената кредитна активност, така што во рамки на оваа проекција и понатаму се задржуваат очекувањата за солиден раст на кредитите и депозитниот потенцијал на банкарскиот систем. Во 2014 година дефицитот во тековната сметка изнесува 1,3% од БДП и е понизок од очекувањата во октомврискот циклус на проекции (2,7% од БДП) при подобрување на енергетскиот, но и неенергетскиот дефицит во стоковната размена, а надолни ревизии се направени и за следните две години. Во 2015 година, и покрај натамошното стеснување на негативното салдо во размената на стоки и услуги, се очекува мало проширување на **дефицитот во тековната сметка на 1,6%**, во услови на стабилизирање на приливите од приватни трансфери и намалување на нивното учество во БДП. **Дефицитот во тековните трансакции се очекува дополнително да се прошири и во 2016 година и истиот да достигне 3,1% од БДП, одразувајќи ги и очекувањата за поголем инвестициски увоз.** Изворите на финансирање на јазот во тековната сметка во следните две години се очекува да бидат комбинација од должнички и недолжнички текови, **при што проекциите за девизните резерви покажуваат нивно постојано одржување на адекватно ниво.** Во првите три месеци од 2015 година инфлациските остварувања се пониски од очекувањата со октомвриската проекција, што во комбинација со новите оцени за влезните увозни цени беа причина за умерена надолна ревизија на инфлацијата за 2015 година и непроменет раст за 2016 година. Така, **најновите оцени за инфлацијата упатуваат на просечна промена на цените од 0,5% во 2015 година и забрзување на инфлацијата на околу 2% во 2016 година (околу 1% и 2%, во 2015 година и во 2016 година, соодветно во претходната проекција).**

5.1. Претпоставки во проекцијата за надворешното окружување⁸⁷

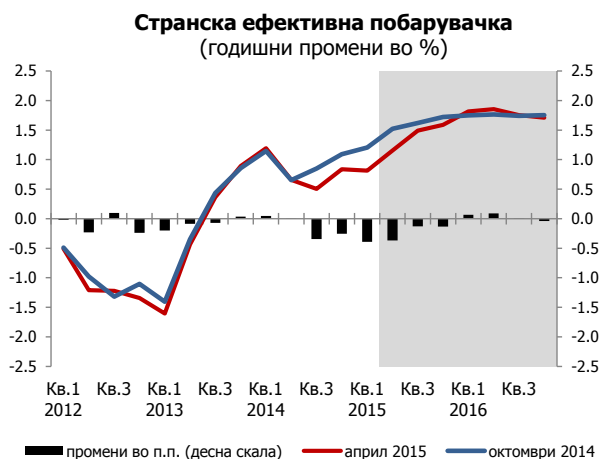
Во текот на 2014 година беше забележан раст на глобалната економска активност⁸⁸ од 3,4%, што го отсликува засилениот раст на развиените економии, наспроти умереното

⁸⁷ Како извор на историските податоци за странската побарувачка, за странската инфлација и за курсот САД-долар/евро се користи Еуростат и државните статистички заводи на земјите, а за цените на нафтата, храната и металите се користи статистиката на ММФ. Проекциите на странската побарувачка, на странската инфлација и на девизниот курс на САД-доларот се засноваат врз „Консензус форкаст“, додека проекциите на цените на нафтата, храната и металите се засноваат врз проекциите на пазарни аналитичари.

⁸⁸ Светски економски преглед, ММФ, април 2015 година.

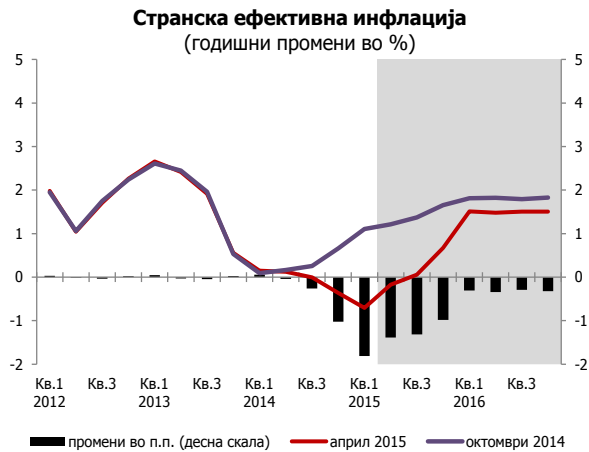


забавување на економската активност во брзорастечките и економиите во развој. Сепак, брзорастечките и економиите во развој придонесуваат со три четвртини кон вкупниот раст за 2014 година. Оцените за глобалниот економски раст за следниот период и понатаму се во насока на негово умерено закрепнување, со различна динамика помеѓу одделни земји и региони. **Така, најновите оценки за глобалниот раст упатуваат на понатамошни позитивни поместувања, односно забрзување на глобалниот раст на 3,5% и 3,8% во 2015 и 2016 година, соодветно. Очекуваниот глобален раст е умерено понизок во споредба со октомвриската процена.** Притоа, најновите оценки ги рефлектираат позитивните ревизии на растот на развиените економии, додека оцените за растот кај брзорастечките и економиите во развој се надолно ревидирани, примарно рефлектирајќи ги послабите изгледи за дел од поголемите брзорастечки економии и земјите извозници на нафта. Ризиците околу проекциите за глобалниот раст се поурамнотежени во однос на октомвриската проекција, но надолните ризици и понатаму претежнуваат.

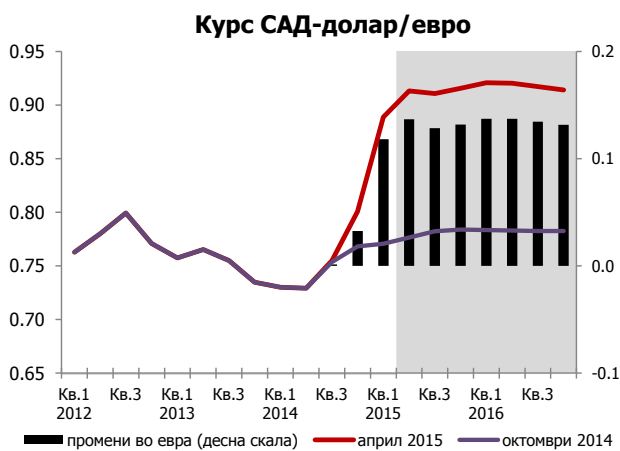


Априлската оценка на странската ефективна побарувачка за македонски производи за 2015 година е незначително пониска во споредба со проекциите од октомври. Така, сега се предвидува раст на странската побарувачка од 1,3% во 2015 година, за разлика од октомвриските проекции за раст од 1,5%. Овие корекции во најголем дел се поврзани со надолните ревизии на движењата на српската, бугарската и грчката економија во текот на 2015 година. Од друга страна, очекувањата за темпото на закрепнување на економската активност во 2016 година кај нашите трговски партнери не се променети, односно и понатаму се очекува раст на странската побарувачка од 1,8%. Сепак, треба да се потенцира дека во услови на квантитативно олеснување од страна на ЕЦБ на почетокот на годината, депрецијација на еврото и пад на цените на нафтата, оцените за растот на евро-зоната за периодот 2015 - 2016 година се ревидирани во нагорна насока. Овие поместувања во очекувањата за евро-зоната може поволно да се одразат врз домашната економија.

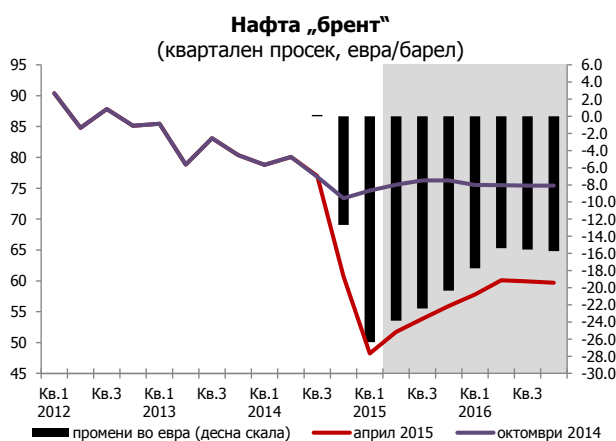
Странската ефективна инфлација е ревидирана во надолна насока во споредба со октомвриските проекции.



Така, како резултат на пониската проектирана инфлација кај сите наши увозни партнери, сега се очекува дека странската инфлација во 2015 година ќе изнесува 0%, наместо 1,3%, како што се очекуваше во октомври. Оваа надолна ревизија се должи главно на најновите очекувања околу ценовните движења во Германија, Србија, Хрватска и Бугарија. Очекувањата за 2016 година се дека странската инфлација ќе достигне 1,5%, што исто така претставува надолно отстапување споредено со октомвриската проекција кога се предвидуваше раст на странските цени од 1,8%.



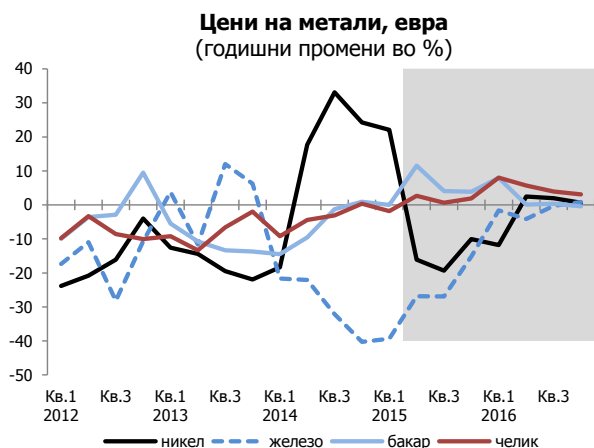
Априлската оцена упатува на поголема промена во очекувањата за движењето на девизниот курс САД-долар/евро во 2015 година, односно се предвидува засилена апрецијација на САД-доларот за 20,4% на годишна основа (4,4% во октомвриската проекција)⁸⁹. Апрецијацијата на доларот е во согласност со различните политики коишто се очекува да продолжат да ги спроведуваат ФЕД и ЕЦБ до 2016 година, а коишто значат нормализација на монетарната политика во САД, при натамошен монетарен стимул во евро-зоната. Се очекува трендот на јакнење на вредноста на САД-доларот да продолжи и во 2016 година, за кога се предвидува негова апрецијација од 1,2% на годишна основа (0,6% во октомвриската проекција).



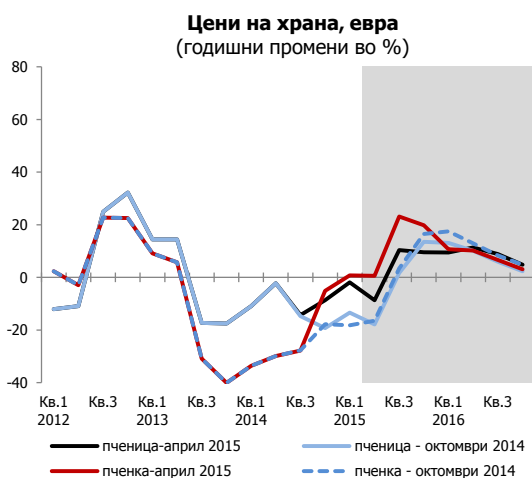
Во првиот квартал од 2015 година беше забележан поголем пад на цената на нафтата споредено со октомвриската проекција, а поголем пад се предвидува и во текот на целата година. Надолните притисоци пред сè го одразуваат високото производство на нафта од шкрилци во САД и високите глобални нафтени залихи. Од друга страна, се очекува дека во наредниот период постепено ќе се исцрпат надолните притисоци за цената на нафтата, првенствено како резултат на очекуваното намалување на производството, особено во САД⁹⁰. Во номинални износи, се предвидува дека просечната цена на нафтата ќе изнесува 52,4 евра за барел во 2015 година и 59,4 евра во 2016 година (наспроти очекуваните значително повисоки нивоа од околу 75 евра за барел во 2015 и 2016 година во октомвриската проекција).

⁸⁹ Извор на проекцијата е „Консензус форкаст“.

⁹⁰ Проекции и ризици за цените на примарните производи, ММФ, април 2015 година.



Цените на металите продолжија да бележат главно надолни остварувања⁹¹ на почетокот на 2015 година, во најголема мера поради намалената побарувачка, пред сè во Кина, како и постојаното зголемување на новата понуда. Очекувањата укажуваат на дивергентни движења на просечните цени на металите во текот на 2015 година. Имено, со најновата проекција се предвидува значително понизок раст на цената на челикот, како и значително посилен пад кај цената на железото како резултат на послабата побарувачка и зголемената понуда. Исто така, се очекува пад наместо раст кај цената на никелот, како резултат на зголемените залихи во услови на слаба побарувачка. Нагорна корекција на цените во 2015 година е извршена единствено во однос на цената на бакарот, која се очекува да забележи повисок раст споредено со октомвриската проекција како резултат на неизвесната понуда поради поплавите во Чиле. Во 2016 година се очекува стабилизирање на цените на глобалниот пазар на метали и релативно стабилни движења на просечните цени на металите.

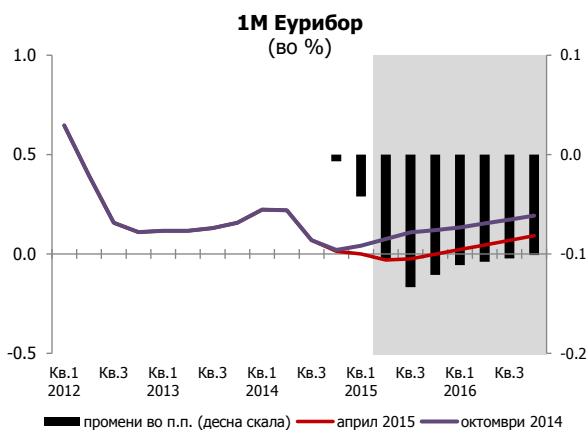


Најновите оцени укажуваат на раст на просечните цени на пченката и пченицата во евра во текот на 2015 година, наспроти проектираниот пад во изминатиот циклус. Со оглед на тоа што просечните годишни цени на примарните производи изразени во САД-долари бележат намалување на глобалниот пазар поради фактори на страната на понудата⁹², нагорните притисоци врз цените изразени во евра се поврзани со очекувањата за значителна апрецијација на САД-доларот во однос на еврото во текот на 2015 година. Од друга страна, цените на пченицата и пченката се очекува да следат нагорна патека и во текот на 2016 година, при повисок раст на пченицата и понизок на пченката во однос на октомвриската проекција.

По намалувањето на крајот од претходната година, во првиот квартал **странската каматна стапка на**

⁹¹ Месечен извештај за пазарот на примарни производи, ММФ, април 2015 година.

⁹² Проекции и ризици за цените на примарните производи, ММФ, април 2015 година.



едномесечниот Еурибор⁹³ дополнително се намали, и во март 2015 година влезе во негативна зона, ситуација којашто за првпат се забележува на европскиот пазар на пари. Ова во целост се должи на програмата за квантитативно олеснување⁹⁴ од страна на ЕЦБ. Имајќи предвид дека стимулативната монетарна политика на ЕЦБ ќе продолжи во текот на следниот период, се оценува дека едномесечниот Еурибор ќе се задржи во негативна зона во поголемиот дел од годината и значително ќе отстапува од октомвриската проекција. Се оценува дека странската каматна стапка ќе биде ниска и во 2016 година, со тенденција на релативно бавен раст.

5.2. Проекција и ефекти врз монетарната политика

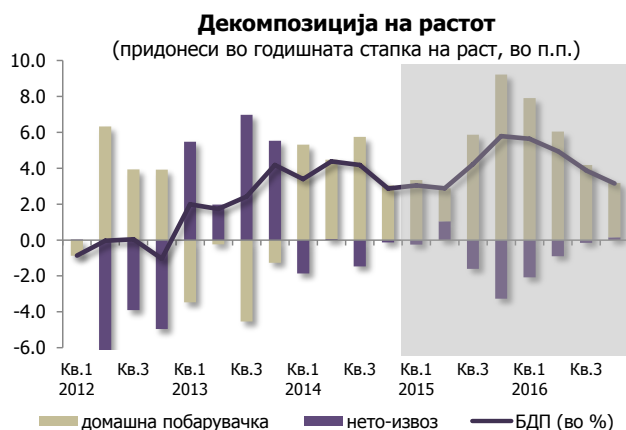
Најновите проекции не укажуваат на поголеми промени во амбиентот за водење на монетарната политика. Имено, и новите оценки за надворешниот сектор упатуваат на одржување на состојбата на девизните резерви на соодветно ниво во следниот период. Иако се очекува дека во натамошниот период посилената побарувачка во економијата ќе создаде увозни притисоци, сепак не се очекува тие да предизвикаат поголеми надворешни нерамнотежи. За следниот двегодишен период се очекува дека клучни извори за покривање на потребите за надворешно финансирање ќе бидат директните инвестиции и задолжувањето, во обем којшто е доволен за понатамошно одржување на девизните резерви на соодветното ниво. **Гледано низ призмата на странската камата, како битен фактор за домашната монетарна политика, и во оваа проекција нема поголеми промени.** Во услови на очекувања за негативна стапка на инфлација во 2015 година во евро-зоната и ниска инфлација во натамошниот период, како и започнувањето на програмата за квантитативно олеснување од страна на ЕЦБ во март 2015 година, се очекува задржување на стимулативната монетарна политика на ЕЦБ најмалку до септември 2016 година. Оттука, се очекува дека каматната стапка на едномесечниот ЕУРИБОР ќе биде негативна во поголем дел на 2015 година, со минимален раст во идниот период. Ова движење е слично на патеката од октомвриските проекции, но сепак

⁹³ Историските податоци се земени од Еуростат. Извор за проекциите е „Консензус форкаст“.

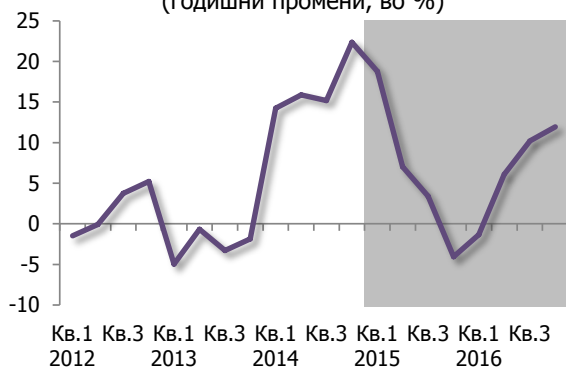
⁹⁴ Започнато на 9 март 2015 година.



странската каматна стапка е пониска во однос на претходните оценки. Клучните **ризички сценарио се слични на оние од октомврскиот циклус проекции**. При сè уште присутна неизвесност околу глобалното закрепнување и континуираните надолни ревизии на странската ефективна побарувачка, постојат неповолни ризици за надворешната позиција на економијата. Сепак, тие се поумерени во однос на октомврските проекции, што во голема мерка се поврзува со побрзото од претходно очекуваното закрепнување на евро-зоната, во услови на дополнително монетарно олеснување, депрецијација на еврото и пад на цените на нафтата. Исто така, во рамки на домашните економски фактори, при неможност целосно да се оценат потенцијалните ефекти од најавените нови капацитети, постојат ризици за проекцијата на надворешната позиција од овој извор, засега оценети како поволни. Покрај ова, за разлика од претходните циклуси, во основното макроекономско сценарио постојат дополнителни ризици од домашни некономски фактори (неизвесност околу политичките случувања), кои би можеле неповолно да се одразат врз домашната економија. Овие ризици упатуваат на потреба од постојано следење на евентуалните промени во домашните и надворешните економски услови во наредниот период и навремено преземање соодветни мерки.



Во последниот квартал на 2014 година продолжи трендот на раст на економската активност, при што остварувањето раст на БДП од 3,8% за цела 2014 година е речиси идентично со октомврските проекции. Главни детерминанти за растот во 2014 година беа високиот раст на извозот и на инвестициите, како и позитивниот придонес на личната потрошувачка. Земајќи ги предвид најновите индикативни високофреквентни податоци, се оценува продолжување на растот во првиот квартал на 2015 година со веројатно слично темпо на раст како и во претходниот квартал. Понатаму, **во просек, за цела 2015 година се очекува раст на БДП од 4,1%, кој дополнително ќе забрза на 4,5% во 2016 година**. Притоа, кумулативно, растот во оваа и наредната година во најголем дел ќе се должи на релативно силниот позитивен придонес на инвестициите и на извозот, и во помал дел на растот на личната потрошувачка.

**Извоз на стоки и услуги**
(годишни промени, во %)**Бруто инвестиции**
(годишни промени, во %)**Лична потрошувачка**
(годишни промени, во %)

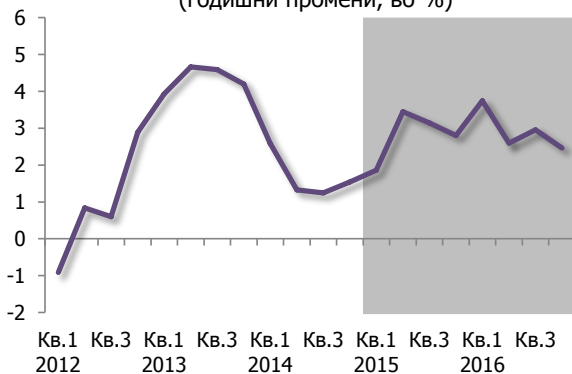
Во текот на 2014 година се забележани релативно високи стапки на **раст на реалниот извоз на стоки и услуги**, што во најголем дел ги одразува структурните промени во извозниот сектор и поголемата искористеност на новите странски производствени капацитети ориентирани кон извозот. Растот на нивната активност, во комбинација со очекувањата за влез на нови капацитети во извозниот сектор, како и очекувањата за умерено закрепнување на странската побарувачка, се очекува да придонесат за **солиден раст на реалниот извоз во 2015 година, додека во 2016 година се очекува умерено забрзување на растот, со што извозот ќе биде еден од главните двигатели на вкупниот економски раст во овие две години.**

Во 2015 година се очекува благо засилување на растот на домашната побарувачка, при раст на сите нејзини компоненти. Притоа, се очекува бруто-инвестициите да ја задржат динамиката на солиден раст во 2015 година, со што тие се најзначаен фактор за проектираниот раст на домашната побарувачка. Ваквата инвестициска активност ќе биде поддржана пред сè од државните инвестиции во патната инфраструктура, коишто се очекува да се интензивираат оваа година. Исто така, се очекува да продолжи приливот на странски капитал, кој ќе биде делумно насочен во изградба и инвестиции во опрема и машини, што заедно со поволните очекувања кај домашните претпријатија и зголемената кредитна активност ќе доведе до зголемување и на приватните инвестиции. Следствено, инвестициската активност ќе биде одраз првенствено на фактори поврзани со домашната економија, наспроти слабото закрепнување на глобалната побарувачка. **Во 2015 година се очекува забрзување на динамиката на раст на личната потрошувачка.** Растот на потрошувачката на домаќинствата првенствено ги одразува поволните движења на пазарот на труд, во услови на очекувања за забрзан раст на реалните плати и на бројот на вработени. Имено, во 2015 година се очекува засилување на растот на номиналните плати, како комбинација на неколку фактори - пренесениот ефект од растот на платите во јавната администрација на крајот на 2014 година, очекуваниот раст на платите во приватниот сектор како резултат на поинтензивната економска активност, најавеното зголемување на платите во јавната администрација во

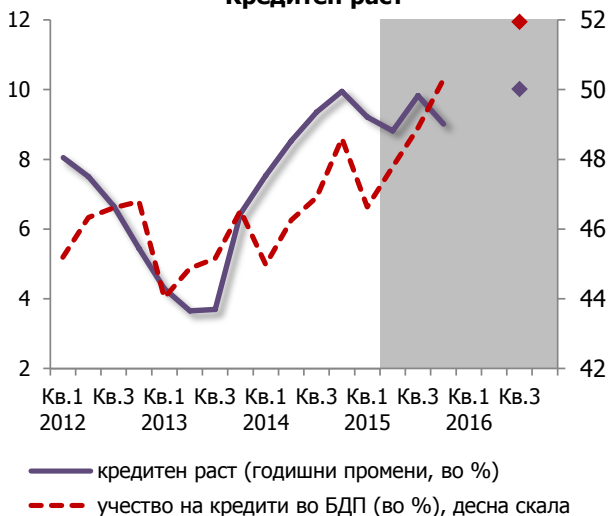


последниот квартал од годината и ефектот од повисокиот износ на минимална плата од јануари 2015 година. Притоа, при проектирана ниска инфлација, се очекува и солиден раст на реалните плати, што ќе доведе до зголемување на расположливиот доход на вработените. Исто така, се очекува раст и на вработеноста во приватниот сектор при очекувања за поинтензивна економска активност, како и позитивен ефект од активните владини мерки за вработување. Позитивен придонес врз растот на потрошувачката на домаќинствата се очекува и од растот на пензиите, којшто го вклучува и најавениот раст на пензиите од 5% (со вклучена индексација), со почеток на исплата во октомври. Покрај тоа, растот на личната потрошувачка ќе биде поддржан од натамошната кредитна активност од страна на домашните банки насочена кон секторот „население“. **Растот на домашната побарувачка ќе продолжи и во текот на 2016 година, при речиси исти стапки на раст на личната потрошувачка и бруто-инвестициите, споредено со 2015 година.** И понатаму се очекува повисоката инвестициска активност да произлезе главно од државните капитални инвестиции во патната инфраструктура, коишто би требало да имаат позитивни ефекти и во иднина, со оглед на подолгиот период потребен за спроведување на инфраструктурните проекти. Инвестициите во новите производствени капацитети со странски капитал, како и забрзаниот раст на извозната побарувачка се дополнителни фактори за раст на бруто-инвестициите. Овие фактори, како и активните мерки за вработување ќе доведат до зголемување на вработеноста и платите, што ќе влијае за понатамошно зголемување на потрошувачката на домаќинствата. **Исто така, се очекуваат позитивни стапки на раст на јавната потрошувачка во 2015 и 2016 година** наспроти падот во 2014 година, со што таа ќе има позитивен, но минимален придонес врз растот на БДП.

Број на вработени лица
(годишни промени, во %)



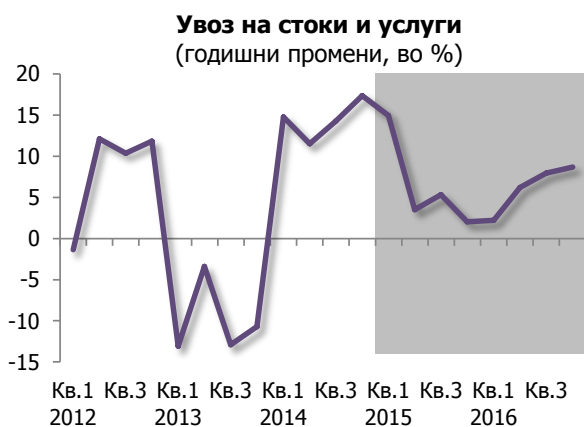
Кредитен раст



Континуираното закрепнување на економијата и стабилизирањето на согледувањата за ризик на банките ќе придонесат кон продолжување на солидниот кредитен раст во наредниот период. Имено, се оценува дека на крајот од 2015 година, растот на кредитите ќе изнесува 9%, додека во 2016 година се очекува забрзување на кредитната динамика на 10%. Ваквиот проектиран кредитен раст ги одразува позитивните сигнали на страната на понудата и



на побарувачката. Имено, позитивните остварувања и очекувањата за продолжување на поволните трендови кај пазарот на труд, како и проектираниот солиден раст на инвестициската активност ќе придонесат за стабилна побарувачка на кредити. На страната на понудата се очекува позитивен придонес од натамошниот раст на депозитната база, како и од стабилните согледувања за ризик на банките. Покрај ова, и понатаму се очекуваат поволни ефекти врз кредитната активност од стандардните и нестандартните мерки коишто досега ги презеде НБРМ. Од аспект на депозитниот потенцијал, **се оценува дека солидниот раст на депозитите ќе продолжи и во 2015 година, и дополнително ќе забрза во 2016 година.** Така, согласно со очекуваните поволни трендови во домашната економија, на крајот од 2015 година се очекува раст на депозитите од 9,1%, и благо забрзување на растот на депозитната база во наредната година, којшто на крајот на 2016 година е проектиран на 9,7%. Надолните ризици околу проекцијата на кредитниот и депозитниот раст и понатаму се присутни. Евентуално послабото закрепнување на економијата од очекуваното може да ги ограничи изворите на финансирање на банките, да ги влоши перцепциите за ризик и да ја намали подготвеноста за задолжување на приватниот сектор. Остварувањето на овие ризици неповолно би се одразило врз кредитниот пазар.



Во 2015 година, се очекува раст на реалниот увоз на стоки и услуги, но со забавено темпо. Притоа, растот ги одразува движењата на компонентите на домашната побарувачка, како и извозната побарувачка. Засилениот раст на извозот во 2016 година и натамошниот раст на сите компоненти на домашната побарувачка, ќе условат **раст на увозот и во 2016 година со речиси ист интензитет како во 2015 година.** Како резултат на овие движења, придонесот на нето-извозот врз растот ќе биде негативен во овој двегодишен период на проекции, но релативно помал во 2016 година.

Според последните оценки, во 2015 година се очекува дефицитот на тековната сметка да изнесува 1,6% од БДП, што претставува годишен раст од 0,3 п.п. од БДП во однос на 2014 година. Продлабочувањето на дефицитот во тековните трансакции главно произлегува од намалениот



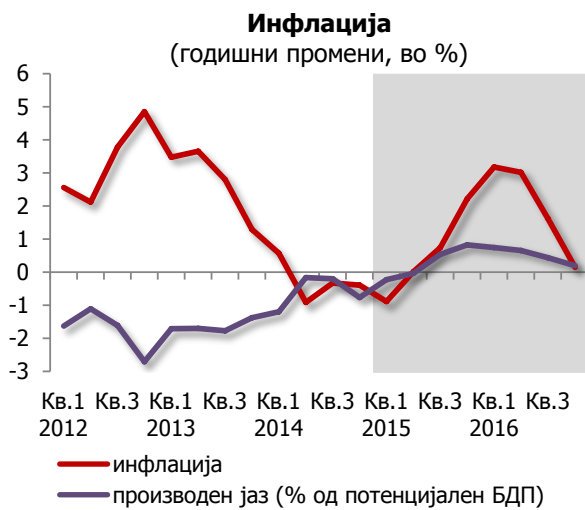
Проекција на Билансот на плаќања (во % од БДП)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Тековна сметка | -2.5 | -2.9 | -1.8 | -1.3 | -1.6 | -3.1 |
| Салдо на стоки и услуги | -20.5 | -22.4 | -18.5 | -17.5 | -16.2 | -16.8 |
| Стоки, нето | -25.2 | -26.5 | -22.9 | -21.7 | -20.8 | -21.4 |
| Услуги, нето | 4.8 | 4.1 | 4.4 | 4.2 | 4.7 | 4.7 |
| Примарен доход, нето | -1.7 | -1.9 | -2.6 | -2.6 | -3.0 | -3.1 |
| Секундарен доход, нето | 19.7 | 21.4 | 19.3 | 18.9 | 17.5 | 16.7 |
| Приватен сектор, нето | 18.7 | 20.6 | 18.3 | 17.9 | 16.9 | 16.1 |
| Капитална сметка | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| Финансиска сметка | -6.8 | -4.5 | -0.9 | -5.6 | 0.3 | -4.3 |
| СДИ, нето | -4.6 | -1.5 | -3.3 | -3.3 | -3.3 | -3.5 |
| Портфолио инвестиции, нето | 1.0 | -1.0 | 2.0 | -5.7 | 1.5 | -0.1 |
| Останати инвестиции, нето | -3.2 | -1.9 | 0.4 | 3.3 | 2.1 | -0.7 |

суфицит кај секундарниот доход, а дополнителен ефект има и растот на дефицитот кај примарниот доход (повисоки очекувани каматни отплати). Од друга страна, кај дефицитот во размената на стоки и услуги со странство се очекува годишно стеснување, коешто произлегува од значително подобро енергетски дефицит, во услови на исклучително ниско ниво на цените на суровата нафта на светските берзи. Така, негативното салдо на стоки и услуги би изнесувало 16,2% од БДП, наспроти 17,5% од БДП во 2014 година. Спротивно на ова, во 2016 година, се очекува дефицитот во размената на стоки и услуги да се влоши и да изнесува 16,8% од БДП. Продлабочувањето на трговскиот дефицит, во 2016 година, се очекува главно да биде водено од зголемениот инвестициски увоз на новите странски инвестиции, а дополнителен ефект се очекува и од енергетски увоз. Значаен дел од овој дефицит и понатаму ќе биде финансиран од секундарниот доход, којшто се очекува да се задржи на релативно високо ниво. Според динамиката, сепак, се очекува постепено намалување на неговото учество во БДП, што дополнително ќе придонесе за влошување на тековниот дефицит. **Се очекува ваквите поместувања во 2016 година да предизвикаат дефицит на тековната сметка од 3,1% од БДП.**

Финансирањето на тековната сметка во периодот 2015 - 2016 година, се очекува во најголем дел да се покрие преку странски директни инвестиции и задолжување на јавниот сектор со странство на долг рок. Кај директните инвестиции се очекува постепено благо зголемување од 3,3% од БДП во 2015 година, на 3,5% од БДП во 2016 година. **Главните ризици** околу надворешната позиција на економијата во овој период и понатаму произлегуваат од динамиката на глобалното закрепнување, а со тоа и на домашниот економски раст и нивниот одраз врз согледувањата на инвеститорите.

Во периодот 2015 - 2016 година се очекува повисокиот дефицит на тековната сметка во однос на финансиски текови да доведе до благ пад на девизните резерви. И покрај ова, во текот на целиот период на проекции показателите за адекватност на девизните резерви се одржуваат во сигурната зона.



По падот во 2014 година, **во 2015 година се очекува постепен раст на ценовното ниво и стапка на инфлација од 0,5%**. Растот на цените ќе произлезе, првенствено од ценовните промени на прехранбената компонента, при раст на увозните цени. Во помал дел врз инфлацијата се очекуваат ефекти и од понатамошниот раст на домашната побарувачка и зголемување на базичната инфлација. Од друга страна, при очекувања за пад на светските цени на нафтата, се очекува дека цените на енергенсите и во 2015 година ќе имаат негативен придонес врз вкупната стапка на инфлација⁹⁵. Ризиците за проектираната патека на инфлацијата во 2015 година главно се надолни и се поврзани со движењето на цената на нафтата. Сепак, неизвесноста околу глобалната економија и движењата на цените на светските примарни производи останува и понатаму, што упатува на внимателно следење на евентуалните промени во надворешните фактори. Од друга страна, како нагорен ризик се оценува ефектот врз цените којшто може да произлезе од неповолните временски прилики во земјата од почетокот на годината, кој сè уште може тешко да се процени. **Во 2016 година се очекува забрзување на стапката на инфлација и дека ќе изнесува околу 2%, при раст на увозните цени на храната и енергијата и закрепнување на домашната побарувачка.**

5.3. Споредба со претходната проекција

Проекцијата за растот на домашната економија за периодот 2015 - 2016 година е непроменета во споредба со октомвриските оценки. Во поглед на движењето на цените, најновите оценки упатуваат на нешто пониска стапка на инфлација во 2015 година и непроменет раст на ценовното ниво во 2016 година. Во овој циклус проекции, оцените упатуваат на помал дефицит во тековната сметка во 2015 година и 2016 година. Кај финансиските текови со странство, повторно се очекуваат нето-приливи на збирна основа во периодот 2015 - 2016 година, но во нешто

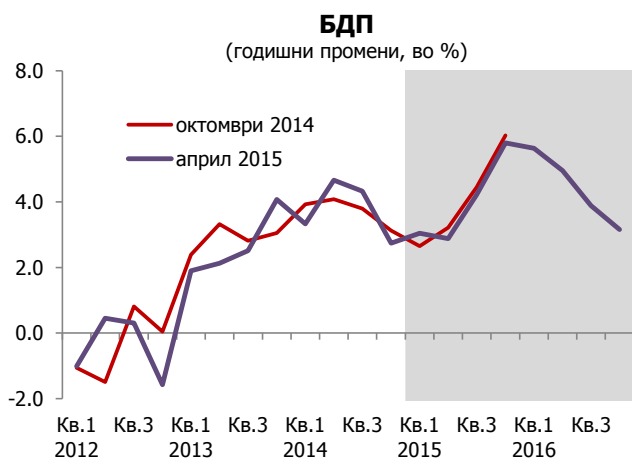
Проекција на селектирани макроекономски варијабли

| годишни стапки на промени (во %) | 2015 проекција | | 2016 проекција | |
|---|----------------|-------------|----------------|-------------|
| | окт. | апр. | окт. | апр. |
| БДП | 4.1 | 4.1 | 4.5 | 4.5 |
| Лична потрошувачка | 3.6 | 3.1 | 3.3 | 3.0 |
| Бруто инвестиции | 14.2 | 10.0 | 9.3 | 10.1 |
| Јавна потрошувачка | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| Извоз на стоки и услуги | 5.0 | 5.9 | 9.6 | 6.5 |
| Увоз на стоки и услуги | 7.4 | 6.3 | 8.0 | 6.2 |
| Инфлација | 1.0 | 0.5 | 2.1 | 2.0 |
| Дефицит во тековна сметка (% од БДП) | -3.9 | -1.6 | -4.6 | -3.1 |

⁹⁵ Врз енергетската компонента на инфлација може да влијае и евентуалниот раст на цените на електричната енергија. Проценетиот ефект врз просечната годишна инфлација од евентуалното зголемување на цената на електричната енергија кон средината на 2015 година од 10% би изнесувал 0,4 процентни поени.



помал обем од октомвриските проекции. При релативно непроменет макроекономски амбиент, проектираниот кредитен раст за периодот 2015 - 2016 година, исто така останува непроменет во однос на априлските проекции.



Со оглед на економскиот раст во 2014 година, кој ги исполни очекувањата од октомвриската проекција, како и речиси непроменетите претпоставки за фундаменталните фактори на растот на БДП, **очекувањата за економскиот раст во 2015 и 2016 година од 4,1% и 4,5%, соодветно се непроменети во споредба со октомвриската проекција**⁹⁶. Од аспект на расходниот пристап кон БДП, не се направени поголеми промени кај факторите коишто ќе го поттикнуваат растот. Така, повторно се очекува главен двигател на економската активност во наредниот двегодишен период да биде *домашната побарувачка*, но со нешто помал позитивен придонес од очекуваниот во октомври. Притоа, како и во октомври, се очекува растот да биде поддржан од трите компоненти на домашната побарувачка, при најголем придонес на бруто-инвестициите. Сепак, придонесот на инвестициите на збирна основа за периодот на проекции (2015-2016 година) е понизок во споредба со октомвриската проекција, главно заради надолната ревизија во 2015 година, додека за 2016 година има блага нагорна ревизија. Овие ревизии во најголем дел ја одразуваат споредбената основа, односно новите ревидирани податоци за БДП и расходните компоненти. Значаен придонес се очекува и од личната потрошувачка, којашто претрпи мала надолна ревизија во двете години, првенствено како резултат на остварениот побавен раст во претходните две години согласно со новите податоци. Понатаму, јавната потрошувачка е речиси непроменета, задржувајќи го минималниот позитивен придонес. Повторно се очекува *НЕТО-ИЗВОЗОТ* да има негативен

⁹⁶ Во октомври 2014 година ДЗС објави нови ревидирани податоци за БДП по години за периодот 2000 - 2013 година, додека во декември 2014 година ги објави податоците по квартали. Октомвриските проекции се базираа врз серија податоци за БДП и за неговата структура, објавени во јуни 2014 година, пред вклучувањето на методолошките промени. Повеќе информации може да се најдат на врската на ДЗС за ревизија на податоците: http://www.stat.gov.mk/ESS_revizija.aspx и врската со Информација за ревизијата на податоците за националните сметки и примената на новата методологија ЕСС 2010: http://www.stat.gov.mk/Dokumenti/ESA2010_mk.pdf.

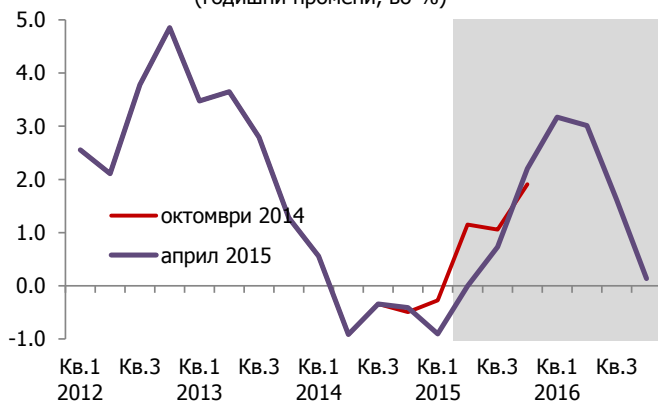


придонес кон растот во наредниот двегодишен период, но помалку негативен во споредба со октомври, главно заради помалиот негативен придонес на увозот на стоки и услуги. Притоа, помалиот раст на увозот во 2015 и 2016 година се објаснува со неговиот висок раст во 2014 година (повисок од очекуваниот во октомвриските проекции), како и побавниот раст на домашната побарувачка и извозот, како негови главни детерминанти.

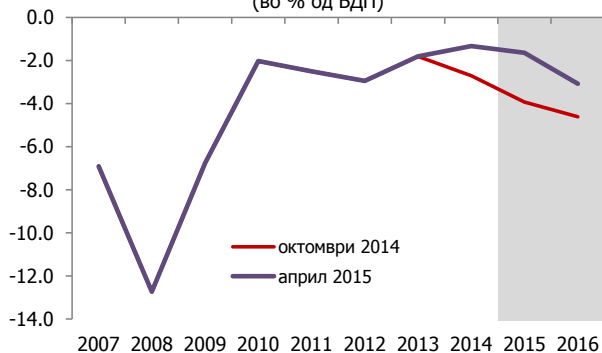
Во првиот квартал на 2015, инфлацијата беше пониска од очекуваната во октомвриските проекции, при надолни отстапувања кај сите три компоненти, особено кај енергетската компонента согласно со надолните движења на цената на нафтата. Пониските досегашни остварувања, како и надолната ревизија кај странската инфлација и особено значајната надолна ревизија на очекуваното движење на енергентите, доведоа до умерена **надолна ревизија на инфлацијата во домашната економија за 2015 година во однос на октомвриските проекции**. Така, сега оцената за стапката на инфлација во 2015 година изнесува 0,5%, за разлика од октомвриската оцена за инфлација од 1%. **Оцената за инфлацијата за 2016 година не претрпе промени во однос на октомвриската проекција, односно и натаму се очекува стапката на инфлација во наредната година да изнесува околу 2%.**

Според најновите оценки, кај дефицитот на тековната сметка се очекува подобрување во однос на октомвриските проекции. Имено, **до крајот на 2015 година се очекува дефицитот да изнесува 1,6% од БДП, наместо претходно планираните 3,9% од БДП**. Надолната корекција на дефицитот во тековните трансакции, главно произлегува од помалиот дефицит кај стоките и услугите, при значително пониски странски цени на сурова нафта и послаби увозни притисоци од очекуваните. Дополнителен ефект имаат и подобрите остварувања на новите капацитети ориентирани кон извозот, споредено со очекувањата. Позицијата на секундарниот доход е речиси без промена, додека во спротивна насока делува малку повисокиот негативен јаз кај примарниот доход. **Во 2016 година, се очекува дефицитот на тековната сметка да достигне 3,1% од БДП, во споредба со 4,6% од БДП како во октомвриската проекција**. Притоа, помалиот дефицит во тековните трансакции повторно е последица на

Инфлација
(годишни промени, во %)



Тековна сметка
(во % од БДП)





понискиот дефицит кај стоките и услугите, првенствено заради поповолното енергетско салдо, но и помалиот неенергетски дефицит заради подобрите остварувања на новите капацитети ориентирани кон извозот. Од друга страна, претпоставките за суфицитот кај секундарниот доход и позицијата на дефицитот на примарниот доход се речиси непроменети.

Од аспект на финансиските текови, кумулативно во 2015 и 2016 година се очекуваат значително пониски приливи во однос на октомвриската проекција. Надолната ревизија на финансиската сметка за двете години во најголем дел се должи на понеповолните движења кај краткорочните капитални текови (валути и депозити), коишто со оглед на нивната променливост и неизвесност, тешко може да се проценат. Исто така, пониски финансиски текови се очекуваат кај директните инвестиции, заради малку послабите остварувања. И покрај подобрите очекувања кај тековната сметка, оцената за послаба финансиска сметка, упатува на очекуван незначително поголем пад кај девизните резерви во периодот 2015 - 2016 година, во споредба со намалувањето оценето во октомвриските проекции.

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

| Организација | Месец на објавување | Реален раст на БДП, % | | Инфлација (просек, %) | |
|--|---------------------|-----------------------|------|-----------------------|------|
| | | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| ММФ | април 2015 | 3.8 | 3.9 | 0.1 | 1.3 |
| Светска банка | јануари 2015 | 3.5 | 3.8 | - | - |
| Европска комисија | мај 2015 | 3.8 | 3.9 | 1.2 | 1.7 |
| ЕБОР | јануари 2015 | 3.5 | - | - | - |
| Консенсус форкаст | април 2015 | 3.5 | 3.9 | 0.7 | 2.0 |
| Национална банка на Грција | април 2015 | 3.8 | 3.5 | 0.5 | 1.0 |
| Министерство за финансии на Р.Македонија | октомври 2014 | 4.0 | 4.2 | 2.0 | 2.2 |
| Народна банка на Република Македонија | април 2015 | 4.1 | 4.5 | 0.5 | 2.0 |

Извор: ММФ, Светски економски преглед, април 2015 ; Светска банка, Глобални економски изгледи, јануари 2015; Европска комисија, Проекции за европската економија, мај 2015; ЕБОР, Регионални економски изгледи, јануари 2015; Консенсус форкаст, април 2015; Национална банка на Грција, Извештај за брзорастечките економии од ЈИЕ и Медитеранот, април 2015; Министерство за финансии, Буџет на РМ за 2015 година и Фискална стратегија 2015-2017, октомври 2014; и Народна банка на Република Македонија.

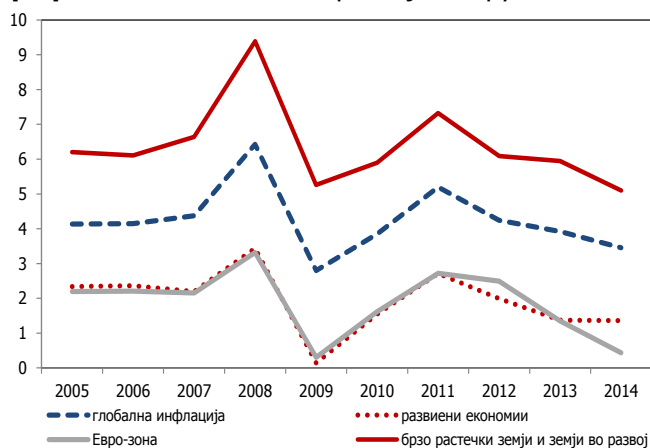
VI. Аналитички прилози

Прилог 1: Анализа на намалувањето на цените во случајот на Република Македонија

Во економската теорија намалувањето на општото ценовно ниво е дефинирано како дефлација. Дефлацијата може да биде резултат на фактори на страната на побарувачката (пад на цените како резултат на слаба домашна побарувачка), или пак на фактори на страната на понудата (зголемена понуда, што при непроменета побарувачка, би условила пониски цени). Кога станува збор за ефектите од пониските цени врз економскиот раст, тие се условени од причините и времетраењето на дефлаторните движења. Така, на пример, доколку падот на цените е резултат на проширувањето на агрегатната понуда заради различни причини (раст на продуктивноста, поголема конкурентност или поевтини ресурси) пониските цени, на краток рок, би се одразиле позитивно врз доходот, производството и вработеноста⁹⁷. Сепак, доколку цените продолжат да се намалуваат и доколку ваквото намалување се вгради во инфлациските очекувања на економските субјекти пониските цени би можеле да имаат негативни ефекти врз економскиот раст⁹⁸ преку натамошно намалување на побарувачката, пораст на реалната вредност на долговите (заради падот на цените и доходот) и проширување на буџетскиот дефицит (заради пониските даночни приходи). Улогата на монетарната политика во ваква ситуација, како една од политиките на страната на агрегатната побарувачка, би била поттикнување на побарувачката преку намалувањето на каматните стапки.

Во текот на последната година дојде до значително забавување на растот на цените во светски рамки (глобалната инфлација забави од 5,2% во 2011 година на 3,5% во 2014 година), а во дел од развиените економии инфлацијата навлезе во негативната зона (на пример во евро-зоната). Фактори со кои се објаснува надолниот глобален тренд се значајниот пад на цената на суровата нафта во услови на проширување на понудата на овој производ во светски рамки, како и надолниот тренд на цените на храната (пред сè житарките). Дополнителен притисок врз цените доаѓа и од економската ситуација во евро-зоната каде што сè уште не се забележуваат знаци за позначајно заживување на побарувачката, во услови на релативно висока невработеност, ниска склоност кон потрошувачка и започнат процес на раздолжување на економските агенти. Слабата побарувачка, надолполнета со падот на цените на примарните производи, услови и негативна стапка на инфлација во евро-зоната на крајот на годината, која продолжи и во првиот квартал на 2015 година.

Графикон 1 Стапки на инфлација во групи економии (во %)



Извор: World Economic Outlook database.

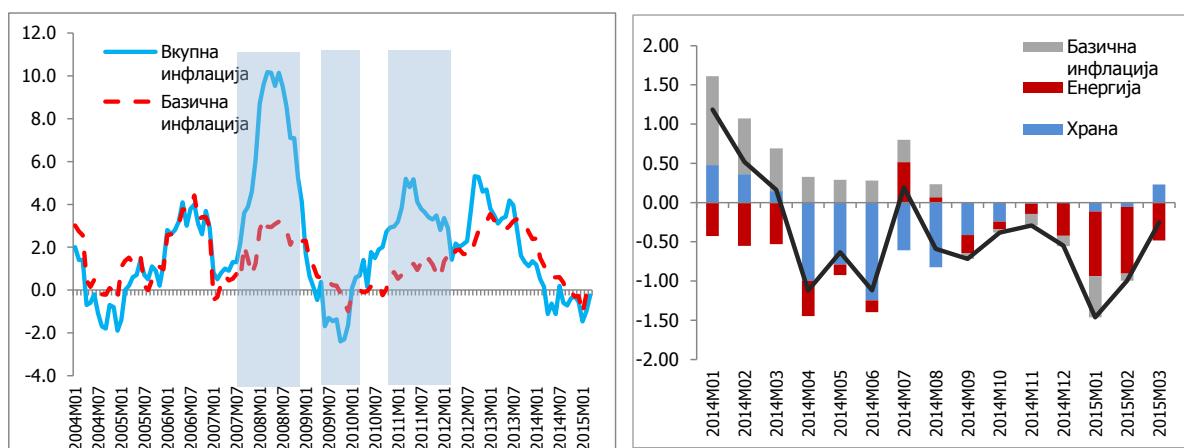
⁹⁷ Borio, C., Erdem, M., Filardo, A., Hofmann, B., "The costs of deflation: a historical perspective", BIS Quarterly Review, March 2015

⁹⁸ "The dangers of deflation - The pendulum swings to the pit", The Economist, <http://www.economist.com/news/briefing/21627625-politicians-and-central-bankers-are-not-providing-world-inflation-it-needs-some>



Забавување на растот на цените во 2014 година беше карактеристичен и за Македонија, при што почнувајќи од април инфлацијата навлезе во негативна зона. Во просек, за цела 2014 година промената на потрошувачките цени беше негативна и изнесуваше 0,3%, а ваквите движења кај цените продолжија и во првите три месеци од 2015 година. Имајќи ги предвид потенцијалните негативни ефекти од подолготрајни дефлаторни движења наведен претходно, **во рамки на прилогот е презентирана кратка анализа, која има за цел утврдување на факторите коишто го објаснуваат падот на цените во домашната економија во текот на 2014 година, а врз таа основа и обид за процена на веројатноста од негативни последици врз растот на домашната економија.**

Графикон 2 Годишна стапка на вкупната инфлација и придонеси по компоненти



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

*Затемнетите периоди се однесуваат на шок (раст/пад) на светските цени на храна и енергија во различни периоди (2007-08, 2009 и 2010-11 година).

Гледано од аспект на одделните компоненти во рамки на индексот на потрошувачки цени, намалувањето на цените во текот на 2014 година во најголем дел се должи на пониските цени на енергијата и храната (графикон 2). Слично како во останатите економии, и во Македонија, ваквите поместувања генерално се поврзани со движењето на цените на примарните производи на светскиот пазар, кои во изминатата година следеа надолен тренд. Воедно, немаше притисоци ниту од увозните цени на потрошувачките производи, што се согледува преку странската ефективна инфлација, којашто по растот во 2013 година, во 2014 година стагнираше. Надолното приспособување на овие цени се одвиваше во амбиент на релативно солиден економски раст во домашната економија, што придонесе за значајно стеснување на негативниот произведен јаз во текот на годината. Во вакви услови, базичната инфлација во најголем дел од годината се одржа во позитивната зона. Сепак, анализирајќи според динамиката, почнувајќи од втората половина на годината доаѓа до значително забавување на стапката на раст на базичната инфлација која во последните четири месеци премина во негативна зона. Ваквите поместувања кај базичната инфлација го наметнуваат прашањето околу потенцијалните ефекти од овие движења врз економскиот раст. Притоа, **при процена на веројатноста за евентуални негативни последици врз економскиот раст, а како резултат на тековно пониските цени во домашната економија, неопходно е да се земат предвид повеќе аспекти.**

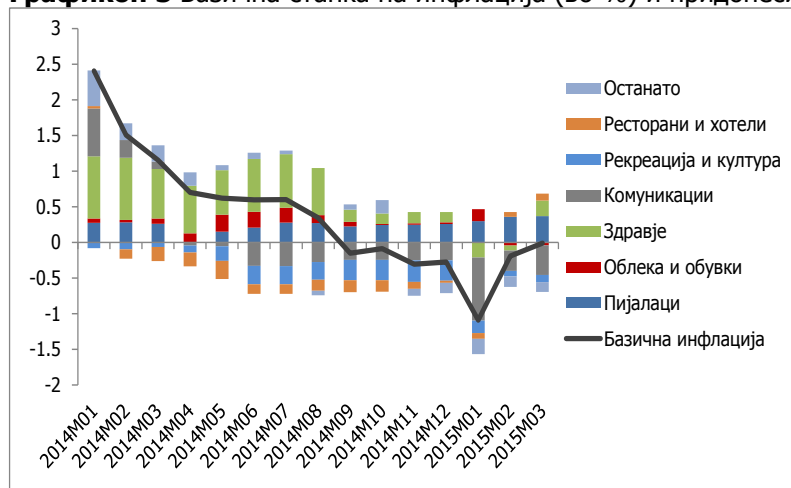
Прво, падот на потрошувачките цени, како што веќе беше потенцирано, во најголем дел се објаснува со фактори на страната на понудата, а во услови на релативно солиден раст на домашната економија и поволни движења на пазарот на трудот.

Второ, тековното намалување на базичната инфлација не е резултат на намалена агрегатна побарувачка. Во услови на солидни економски остварувања и раст на цената на трудот, негативната базична инфлација во значаен дел се поврзува со падот на цените во



областа на комуникациите, поместување кое во еден дел се должи и на растечката конкуренција во овој сектор (графикон 3). Исто така, определен ефект имаат и преносните ефекти од падот на цените на примарните производи врз базичната инфлација. Сепак, како што беше потврдено во рамки на економетриската анализа за „Индириктните ефекти на цените на нафтата врз инфлацијата“⁹⁹ ефектот од овие движења е релативно помал споредено со ефектот кој го имаат врз вкупната стапка на инфлација.

Графикон 3 Базична стапка на инфлација (во %) и придонеси по компоненти (во п.п.)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Трето, според последните макроекономски проекции на НБРМ падот на цените во 2014 година е оценет како привремен. Имено, веќе во 2015 година се очекува мал раст на потрошувачките цени, главно под влијание на цените на храната, но и заради повисоката стапка на базична инфлација. Имено, макроекономските проекции упатуваат на понатамошен раст на домашната побарувачка и подобрување на условите на пазарот на труд и раст на платите. Стабилизирањето и растот на цените на енергентите во наредниот период ќе има дополнителен придонес кон растот на домашните цени во 2016 година, кога се очекува забрзување на стапката на инфлација на околу 2%¹⁰⁰.

Сумирано, имајќи ја предвид природата на намалувањето на цените во последниов период (цените на храната и енергијата), како и оцените за привремен карактер на ваквото движење, не се очекува истото да има негативни ефекти врз економската активност. Исто така, имајќи ги предвид факторите на намалувањето, најверојатно падот на цените влијае стимулативно на економската активност, пред сè преку поволното влијание врз реалните доходи на економските агенти.

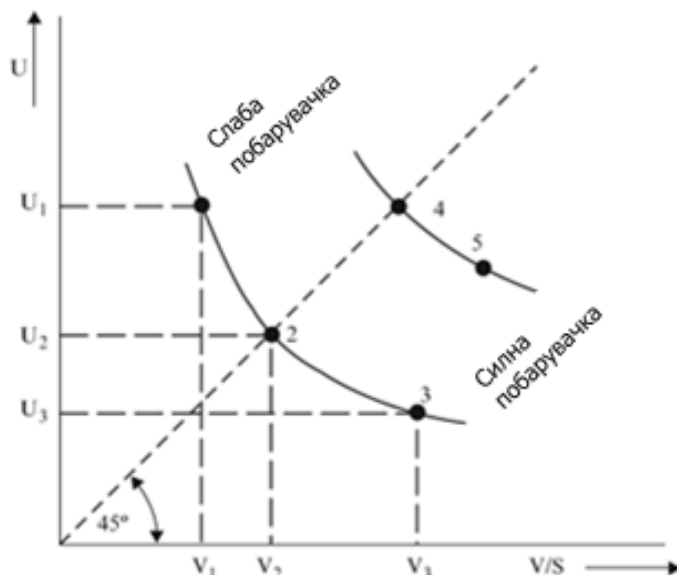
⁹⁹ Повеќе детали во прилогот: „Индириктни ефекти на цените на нафтата врз инфлацијата“, Квартален извештај, февруари 2015 година, НБРМ.

¹⁰⁰ Повеќе детали околу проекцијата на инфлацијата за 2015 и 2016 година има во делот за макроекономските проекции.

Прилог 2: Беверицова крива за Македонија и споредбена анализа со останатите европски земји

Беверицовата крива (Beveridge или UV curve) е познат економски концепт, којашто ја претставува инверзната релација помеѓу стапката на невработеност и стапката на слободни работни места во економијата, така што има надолна траекторија. Притоа, точките по текот на линијата на Беверицовата крива ги отсликуваат движењата на невработеноста во согласност со деловниот циклус на економијата, односно секоја точка ја претставува тековната состојба на економијата при различни фази во текот на деловниот циклус. Тоа значи дека кога економијата е во рецесија, побарувачката на работна сила е мала и работодавците се помалку мотивирани за нови вработувања, така што во економијата има малку слободни работни места и невработеноста е голема, и обратно во случај на експанзија, има ниска стапка на невработеност и висока стапка на слободни работни места.

Графикон 1
Идеална Беверицова крива



Објаснување: V претставува број на слободни работни места коригирани за грешки во изјавите, U претставува невработеност.

Извор: J. C. R. Dow and L. A. Dicks-Mireaux (1958), „The Excess Demand for Labour. A Study of Conditions in Great Britain, 1946-56“, Oxford Economic Papers New Series, Vol. 10, No. 1 (Feb., 1958), pp. 1-33.

Концептот на Беверицовата крива е познат од 1958 година и оригинално потекнува од работата на двајца британски економисти Доу и Дикс - Миро (Dow и Dicks- Mireaux) (накратко: ДДМ), коишто сакале да го измерат вишокот на побарувачка на пазарот на стоки во услови на примена на кензијанската фискална политика. Со оглед на тоа што вишокот на побарувачка е немерлива категорија, тие предложиле да се употребат податоците за стапката на слободни работни места и стапката на невработеност како замена за мерење на вишокот на побарувачка. Со поврзувањето на податоците, тие ја извеле идеалната крива во форма на хипербола, со претпоставка дека невработеноста над одредено ниво станува сè помалку чувствителна на побарувачката, односно при натамошен раст на побарувачката, невработеноста ќе опаѓа непропорционално помалку од растот на побарувачката. Дополнителна карактеристика е што може да се создаде вештачка линија со наклон од 45 степени, којашто претставува нула вишок на побарувачка и ги дели секторите во графиконот на слаба (рецесија) и силна побарувачка (експанзија). Овој концепт им овозможил на економистите расчленување на невработеноста на: невработеност заради недоволна побарувачка (или циклична) и на структурна невработеност, а подоцна во првата половина на 1970-тите години, методот бил преработен, со што невработеноста може да се расчлени на: фриктиска, структурна и невработеност заради недоволна побарувачка. Со оглед на тоа што овој концепт овозможил анализа на многу проблеми



коишто претходно ги поставил Бевериџ, овој концепт во 1980-тите години е наречен Бевериџова крива.

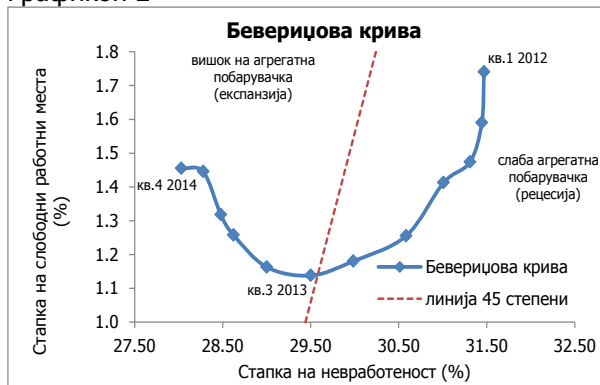
Различниот степен на неприспособеност кореспондира со различна крива, поблиску или подалеку од почетокот, односно понекогаш се јавува отстапување од вистинската идеална крива. Имено, структурните промени во економијата, несовпаѓањето на понудата и побарувачката на вештини на работната сила, долгорочната невработеност, фриктивната невработеност или други фактори коишто влијаат на ефикасноста на пазарот на труд можат да предизвикаат поместувања на кривата. Така на пример, во случај кога има истовремено зголемување на стапката на невработеност и на стапката на слободни работни места, тоа може да произлезе од нееднаквиот раст помеѓу регионите или дејностите и ефикасноста на пазарот на труд за совпаѓање на понудата со побарувачката се намалува. Во тој случај, Бевериџовата крива се поместува надесно и претставува намалување на ефикасноста на пазарот на труд. Од друга страна, поместувањето налево значи подобрување на ефикасноста на пазарот на труд, односно функционира без пречки. Во случај на подобрување на ефикасноста на пазарот на труд за совпаѓање на понудата со побарувачката на работна сила доаѓа до истовремено намалување на стапката на слободни работни места и на невработеност.

Во овој прилог ќе се обидеме да ја конструираме Бевериџовата крива за Македонија, како и да направиме одредена споредба со останатите европски земји. Изворот на податоците за Македонија се земени од Државниот завод за статистика на РМ, додека за европските земји вклучени во анализата се од Еуростат. Податоците се дадени по квартали, при што за Македонија, анализата почнува од кв. 1 2012 година, кога за првпат се објавени податоци за бројот на слободни работни места, додека за европските земји почетниот податок е различен со што за поголемиот број земји почнуваат најрано од кв. 1 2008 година. За да се анализира Бевериџовата крива потребни се повеќе опсервации, што е особено важно за истражувањето од аспект на присутност на одредени поместувања на кривата пред и по кризата. Сепак, оваа анализа може да даде одредени индикации за краткорочните промени на пазарот на труд.

Вообичаена практика е податоците за стапката на невработеност и за слободните работни места да се анализираат на сезонски приспособена основа, но бидејќи серијата за стапката на слободни работни места е кратка и нема редовна сезонска компонента, затоа и за двете серии го анализираме подвижниот просек од последните четири квартали за соодветниот период, според пристапот на Еуростат. Притоа, стапката на слободни работни места се пресметува како однос помеѓу бројот на слободни работни места и збирот на бројот на слободни и пополнети работни места¹⁰¹, додека стапката на невработеност претставува однос помеѓу бројот на невработените и бројот на активно население.

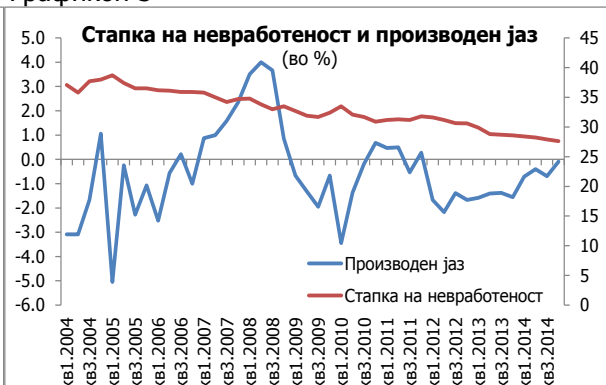
Како што може да се види од графиконот 2, во 2012 година Бевериџовата крива за Македонија покажува истовремено висока стапка на невработеност и висока стапка на слободни работни места. Ваквото отстапување може да се објасни со несовпаѓање на понудата и побарувачката на работна сила на вештини на пазарот на труд. Еден дел од ваквото несовпаѓање произлегува од големиот процент на долгорочна невработеност (лица коишто не се вработени четири години и подолго), кој во периодот 2012 - 2013 година изнесува 61,1% од вкупниот број на невработени лица. Имено, работната сила со долгорочна невработеност се карактеризира со деградација на нивните работни способности и знаења, така што овие лица потешко наоѓаат работа. Исто така, ова може да биде поврзано со почетокот на производството на голем број капацитети со странски инвестиции во технолошко-индустриските развојни зони и тоа претежно во автомобилската индустрија, за што странските инвеститори се соочуваа со недоволен број на квалификувана работна сила.

¹⁰¹ Вообичаено во литературата стапката на слободни работни места е претставена како однос помеѓу бројот на слободни работни места и бројот на активно население. Стапката на слободни работни места којашто ја објавуваат ДЗС на РМ и Еуростат се пресметани на ист начин, па затоа ги користиме објавените стапки од овие две статистички институции. Исто така, изгледот и движењата на Бевериџовата крива се доста слични, само што нивото на стапката на слободни работни места е различно. Оттука, и заклучоците коишто произлегуваат од анализата би биле исти.

Графикон 2¹⁰²

Извор: ДЗС и пресметки на НБРМ.

Графикон 3



Во 2013 година е забележано поместување налево, односно ситуација на истовремено намалување на стапката на слободни работни места и намалување на невработеноста, што упатува на брзо пополнување на работните места. Ваквата ситуација најверојатно е поврзана со зголемената потреба за работна сила во новите капацитети од странски инвестиции, коишто вработуваа лица без соодветните вештини, но истовремено преземаа активности за преквалификација и обука на нововработените лица. Исто така свој придонес секако имаат и активните мерки на Владата за вработување¹⁰³. Веќе во 2014 година, добиената крива за Македонија покажува дека нашата економија закрепнува и се движи кон експанзија (графикон 3) и е во согласност со теоретски очекуваната линија на Беверицовата крива, односно има зголемување на стапката на слободни работни места и намалување на стапката на невработеност, односно намалувањето на невработеноста е во согласност со движењата на деловниот циклус. Тоа значи дека позитивните промени во економијата и на пазарот на труд се одразуваат и врз движењето на Беверицовата крива. Истовремено, кривата ни покажува дека во 2014 година со истото ниво на стапка на работни места имаме помала стапка на невработеност, што упатува на намалување на структурната невработеност и на намалување на ефектите од факторите коишто водат кон поместување на кривата. Поместувањата на кривата, како што претходно беше спомнато, вообичаено е поврзано со ефикасноста на пазарот на труд и намалувањето на отстапувањата во понудата и побарувачката на вештини на работната сила на пазарот на труд, што е во согласност со заклучоците изведени од претходни наши анализи за пазарот на труд, коишто упатуваат на тренд на постојано намалување на несовапаѓањето на понудата и побарувачката на вештини на пазарот на труд¹⁰⁴.

Со цел споредбена анализа со други земји, дадени се Беверицовите криви за европските земји, пред сè за транзициските, но и за некои развиени земји, во согласност со расположливоста со податоци. Од графиконот 4 може да се види дека кај некои земји оваа релација помеѓу стапката на невработеност и стапката на слободни работни места е релативно стабилна и нема позначајни поместувања на кривата, налево или надесно (балтичките земји, Чешка, Словачка, Полска, Романија). Тоа значи дека невработеноста се менувала според деловниот циклус, при што сите покажуваат дека економиите им се движеле кон рецесија, а во најновиот период, некои од нив покажуваат подобрување на пазарот на труд и движење кон фазата на експанзија. Од друга страна, во последниот период кај некои земји има одредени поместувања. Така, позитивни поместувања во насока на поефикасно функционирање на пазарот покрај Македонија, се забележани и кај Германија и Унгарија, додека кај Словенија и Хрватска се забележува влошување во функционирањето на пазарот на труд во споредба со

¹⁰² Заради недостаток на податоци, а со цел приказ на подолга серија на податоци за Беверицовата крива, за периодот кв.1 - кв.3 2012 година, стапките на слободни работни места се дадени како кумулативен просек за секој одделен период, наместо четири квартали подвижен просек.

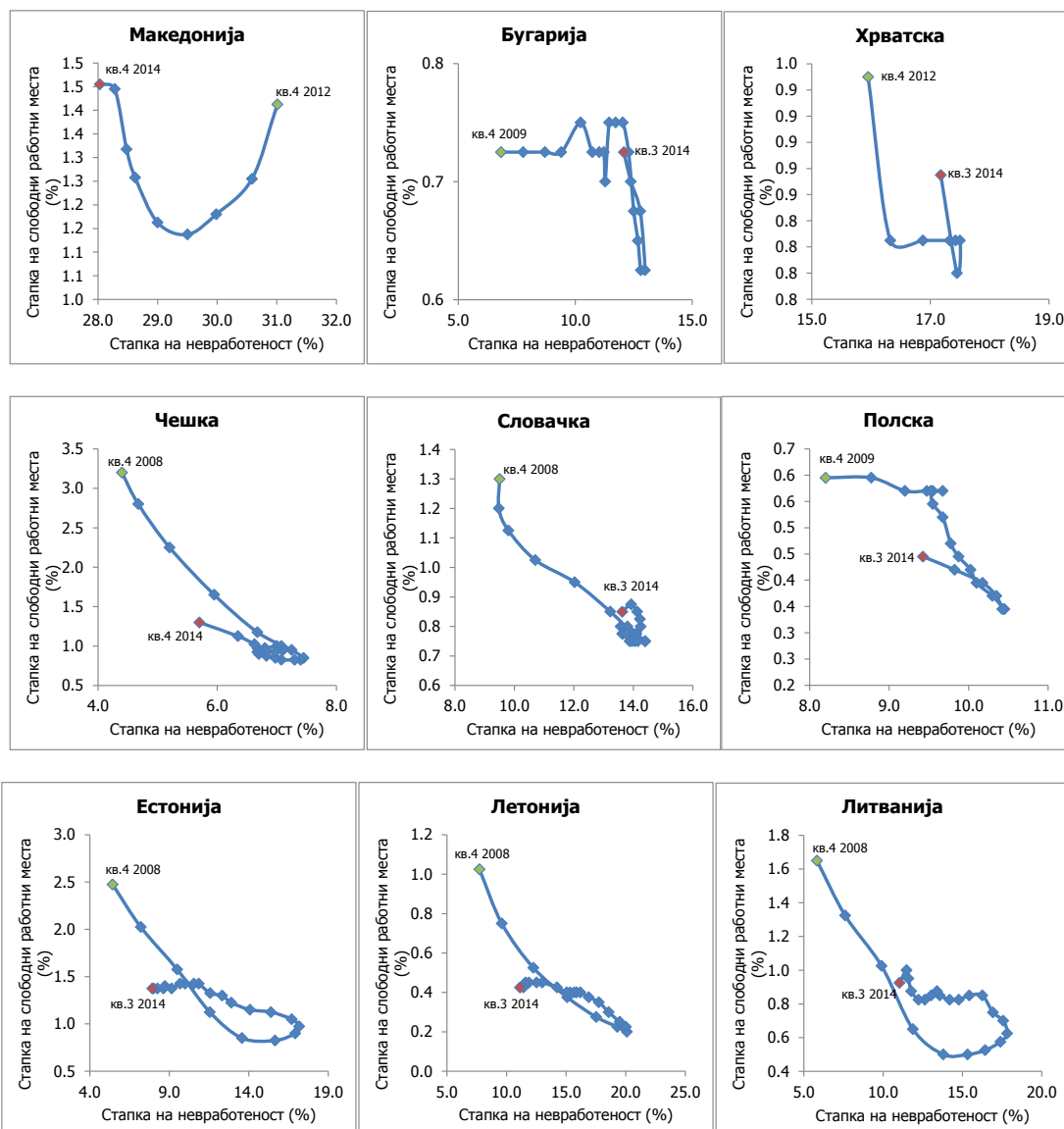
¹⁰³ За повеќе информации, види прилог „Преглед на активните програми и мерки за вработување во Република Македонија“ Квартален извештај, јануари 2014, НБРМ.

¹⁰⁴ За повеќе информации, види прилог „Индекс на несовапаѓање на понудата и побарувачката на вештини на пазарот на труд“ , Квартален извештај, јули 2013, НБРМ.

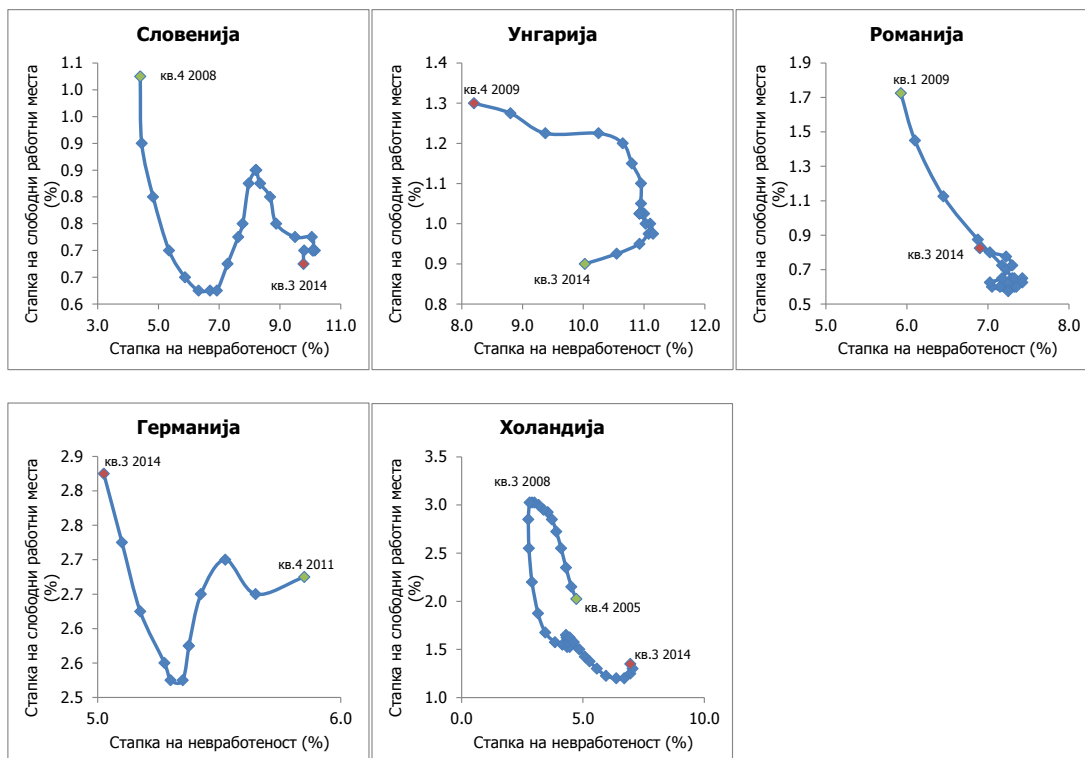


претходниот период, со оглед на тоа што за исто ниво на стапка на слободни места нивото на невработеност е поголемо во споредба со претходниот период. Бугарија генерално покажува влошување на условите на пазарот на труд, но податоците не покажуваат соодветна патека на Беверицовата крива, што упатува на тоа дека во Бугарија има значајни пречки во функционирањето на пазарот на труд. Холандија е единствената земја каде што може да се анализира Беверицовата крива пред и по кризата. Така, пред кризата покажува движење кон експанзија, односно раст на стапката на слободни места и намалување на невработеноста, додека по кризата има одредено поместување кон почетокот што упатува на тоа дека по кризата пазарот на труд станал поефикасен, што соодветствува со други анализи во која е вклучена Холандија¹⁰⁵. Притоа, ваквата промена е проследена со постојано намалување на стапката на слободни работни места и зголемување на невработеноста, што е знак дека економијата се движи кон рецесија.

Графикон 4
Беверицови криви за одделните земји



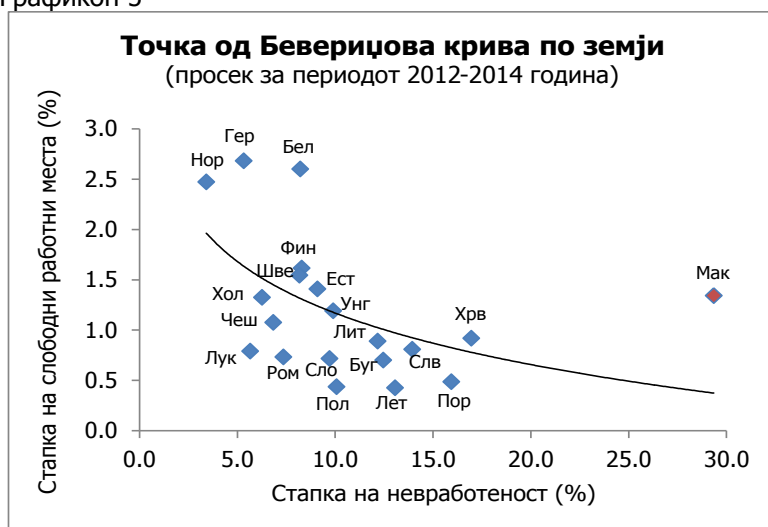
¹⁰⁵ Според Novijn и Şahin (2013), Холандија е во групата на земји коишто се блиску или на линијата на истата Беверицова крива како и пред 2008 година, додека САД, Шпанија Португалија и Велика Британија бележат поместување на кривата надесно.



Извор: ДЗС, Еуростат и пресметки на НБРМ.

За да утврдиме каква е состојбата со совпаѓање на понудата и побарувачката на вештините на пазарот на труд во овие земји, на графикон анализираме точки од Беверицовата крива во одреден временски момент, којшто во нашиот случај претставува просек за периодот 2012 - 2014 година, во зависност од расположливите податоци. Така, како што може да се види од графиконот 5, Белгија, Германија и Норвешка се група земји коишто се издвојуваат и коишто се карактеризираат со ниска невработеност и висока стапка на слободни работни места. Од друга страна, Македонија исто така се издвојува од останатите земји и се карактеризира со висока стапка на невработеност и умерена стапка на слободни работни места, што укажува дека во Македонија постојат одредени пречки во функционирањето на пазарот на труд во споредба со останатите земји, што најверојатно произлегува од големата структурна невработеност.

Графикон 5



Извор: ДЗС, Еуростат и пресметки на НБРМ.

Како заклучок може да се каже дека состојбата на пазарот на труд во Македонија се подобрува, во услови на структурни промени, преку влез на странски директни инвестиции



коишто отворија многу работни места, а одреден ефект веројатно имаат и активните мерки за вработување на државата. Добрите економски остварувања се отсликуваат и во моменталната позиција на Беверицовата крива, којашто покажува дека економијата се движи во насока на експанзија. Сепак, со оглед на краткиот период на анализа, заклучоците од оваа анализа пред сè се индикативни.

Референци:

- Dow, J. C. R. and Dicks-Mireaux, L. A. (1958), "The Excess Demand for Labour. A Study of Conditions in Great Britain, 1946-56", *Oxford Economic Papers New Series*, Vol. 10, No. 1 (Feb., 1958), pp. 1-33.
- Rodenburg P. (2009), "The Remarkable Transformation of the UV Curve in Economic Theory", *European Journal of the History of Economic Thought*, Volume 18, Issue 1, pp. 125-153, Feb 2011.
- Hobijn and Şahin, A. (2013) "Beveridge Curve Shifts since Great Recession", Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2012-24.
- Diamnod, P.A. and Şahin, A. (2014), "Shifts in the Beveridge Curve", Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 687.
- Ebeke, C. and Everaert, G (2014), "Unemployment and Structural Unemployment in the Baltics", IMF WP/14/153.



Прилог 3: Кратка анализа на чувствителноста на кредитните услови на банките (Анкета за кредитната активност) на промените на основната каматна стапка на НБРМ

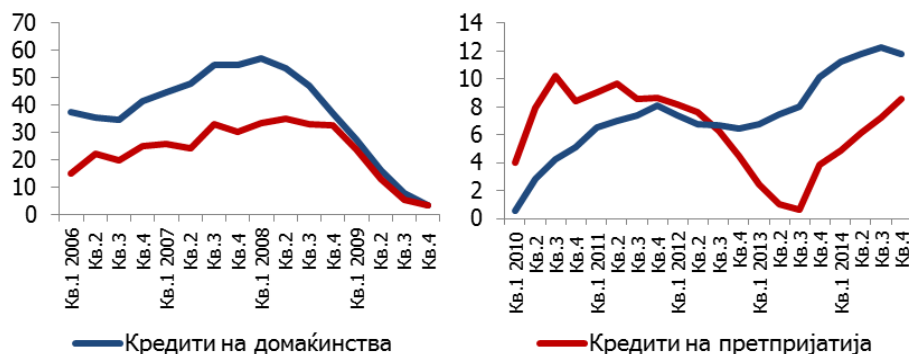
Овој прилог ја анализира поврзаноста на кредитните услови на банките со промените на каматната стапка на благajничките записи на НБРМ. За таа цел, ги користиме податоците од Анкетата за кредитната активност на банките¹⁰⁶ којашто нуди информации за кредитните услови, како индикатори за кредитната понуда на банките. Освен на вкупните, посебен акцент ставаме на анализата на поединечните кредитни услови (претставени во форма на камати, провизии и други услови за одобрување одреден кредит) за да добиеме слика за тоа кои кредитни услови покажуваат најголема поврзаност со промените на основната каматна стапка, а кои се можеби условите што ја ограничуваат понудата на кредити. Со тоа, во овој прилог за првпат се анализира поврзаноста на некаматните кредитни услови со промените во основната каматна стапка.

Потребата за оваа анализа произлезе од случувањата на кредитниот пазар во периодот по акутната фаза на глобалната криза, кога е забележано побавно закрепнување на кредитирањето на корпоративниот сектор во однос на секторот „население“ (види графикон 1). Ваквите движења беа остварени во услови на континуирано спроведување приспособлива монетарна политика од страна на НБРМ¹⁰⁷, што укажа на потенцијално ослабена монетарна трансмисија до кредитниот сегмент на претпријатијата во периодот по акутната фаза на глобалната криза и влијание на други немонетарни фактори врз одлуките на банките за кредитирање на корпоративниот сектор. Целта на овој прилог е да ги истражи овие тези преку анализа на поврзаноста на кредитните услови на претпријатијата наспроти поврзаноста на кредитните услови на населението со промените на основната каматна стапка. Користиме едноставен пристап на дескриптивна анализа на податоците и оцена на поврзаноста на кредитните услови со основната каматна стапка преку анализа на коефициентите на корелација. Бидејќи методот на анализа е прилично едноставен, добиените резултати и заклучоци треба да се третираат како индикација за постоење одредена посилна или послаба врска, а не како оцена на респонзивноста на кредитните услови на основната каматна стапка. Во анализата се користени нето-процентите¹⁰⁸ за промените на кредитните услови кај корпоративниот сектор како и кај станбените и потрошувачките кредити на населението. Анализата го опфаќа периодот од кв.2 2006 година до кв.4 2014 година, при што вниманието е насочено на периодот на закрепнување од глобалната криза споредено со преткризниот период и периодот на акутната фаза на кризата.

¹⁰⁶ Започнувајќи од јули 2006 година, НБРМ ја спроведува Анкетата за кредитната активност во домашниот банкарски сектор, на редовна квартална основа. Анкетата содржи информации за оцените на банките за промените во кредитната понуда и кредитната побарувачка во рамки на соодветниот квартал, како и за факторите коишто ги предизвикале овие промени. Вкупните резултати за сите прашања од Анкетата се базираат врз нето-проценти, кои се пресметани како разлика на оптимистичките и песимистичките оценки на банките.

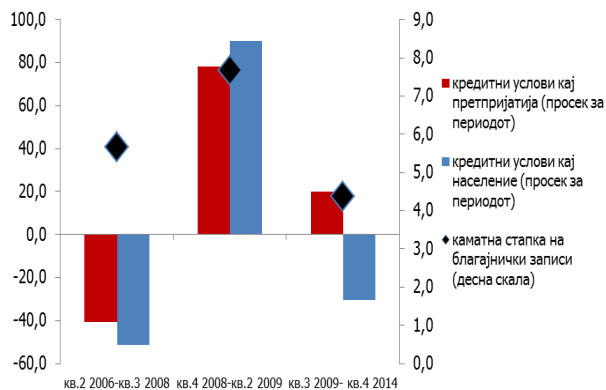
¹⁰⁷ Почнувајќи од крајот на 2009 година, НБРМ во повеќе наврати изврши намалување на основната каматна стапка. Воедно, направи промени и во останатите монетарни инструменти и макрорудентни мерки, коишто во еден дел беа целни, насочени кон поддршка на кредитирањето на корпоративниот сектор. Подетално за промените во поставеноста на монетарната политика и макрорудентната политика во периодот по акутната фаза на глобалната криза, види во рамки на кварталните и годишните извештаи на НБРМ.

¹⁰⁸ Позитивен нето-процент преставува заострување на кредитните услови, додека негативен нето-процент преставува олеснување на кредитните услови.

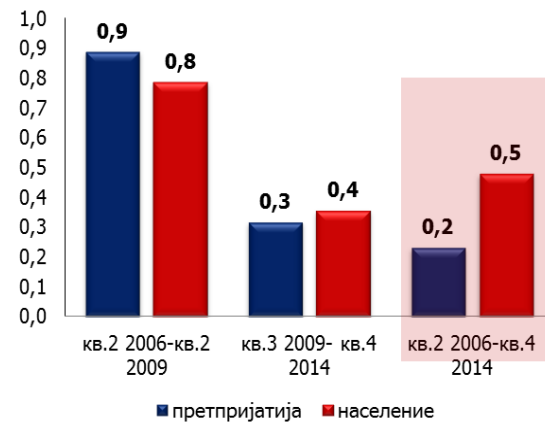
**Графикон 1** Вкупни кредити, годишни промени, во %**Графикон 2** Кредитни услови и основна каматна стапка

Извор: НБРМ.

Анализата на податоците од Анкетата за кредитната активност покажува усогласеност на промените во кредитните услови со промените на основната каматна стапка во периодот пред и за време на акутната фаза на глобалната криза. Така, периодот на намалување на основната камата во преткризниот период соодветствува со периодот на олабавување на кредитната политика, по што следи затегање на кредитните услови како реакција на зголемувањето на основната каматна стапка во периодот на акутната фаза на кризата. Ваквите движења беа карактеристични и за населението и за корпоративниот сектор. Во годините по акутната фаза на глобалната криза, што е и главен предмет на интерес на нашата анализа, карактеристична е поголема променливост на кредитните услови и кај двата сектора и отстапување од поставеноста на монетарната политика на НБРМ. Ваквите движења упатуваат на намалено усогласување на кредитните услови со каматната стапка во овој период. Ова е посебно нагласено кај корпоративниот сектор, чиешто кредитни услови, и покрај континуираното намалување на основната каматна стапка, некаде до втората половина на 2013 година се задржаа во зоната на заострени услови. На исти заклучоци упатува и анализата на коефициентите на корелација. Имено, од аспект на степенот на корелација, врската помеѓу основната каматна стапка и кредитните услови на претпријатијата и населението ослабува на 0,3 и 0,4, соодветно, во посткризниот период наспроти претходниот период (кв.2 2006-кв.2 2009 година) кога беше регистрирана речиси целосна поврзаност на движењата, од 0,9 и 0,8, соодветно. Како резултат на ваквите поместувања, за целиот период на анализа кај претпријатијата се добива помал коефициент на корелација споредено со населението. Значи, врз основа на дескриптивната анализа и анализата на коефициентите на корелација може да се констатира ослабување на врската помеѓу кредитните услови и основната каматна стапка во периодот по акутната фаза на глобалната криза и кај двата сектора, со малку поголем интензитет кај корпоративниот сектор.

**Графикон 3** Кредитни услови и основна каматна стапка

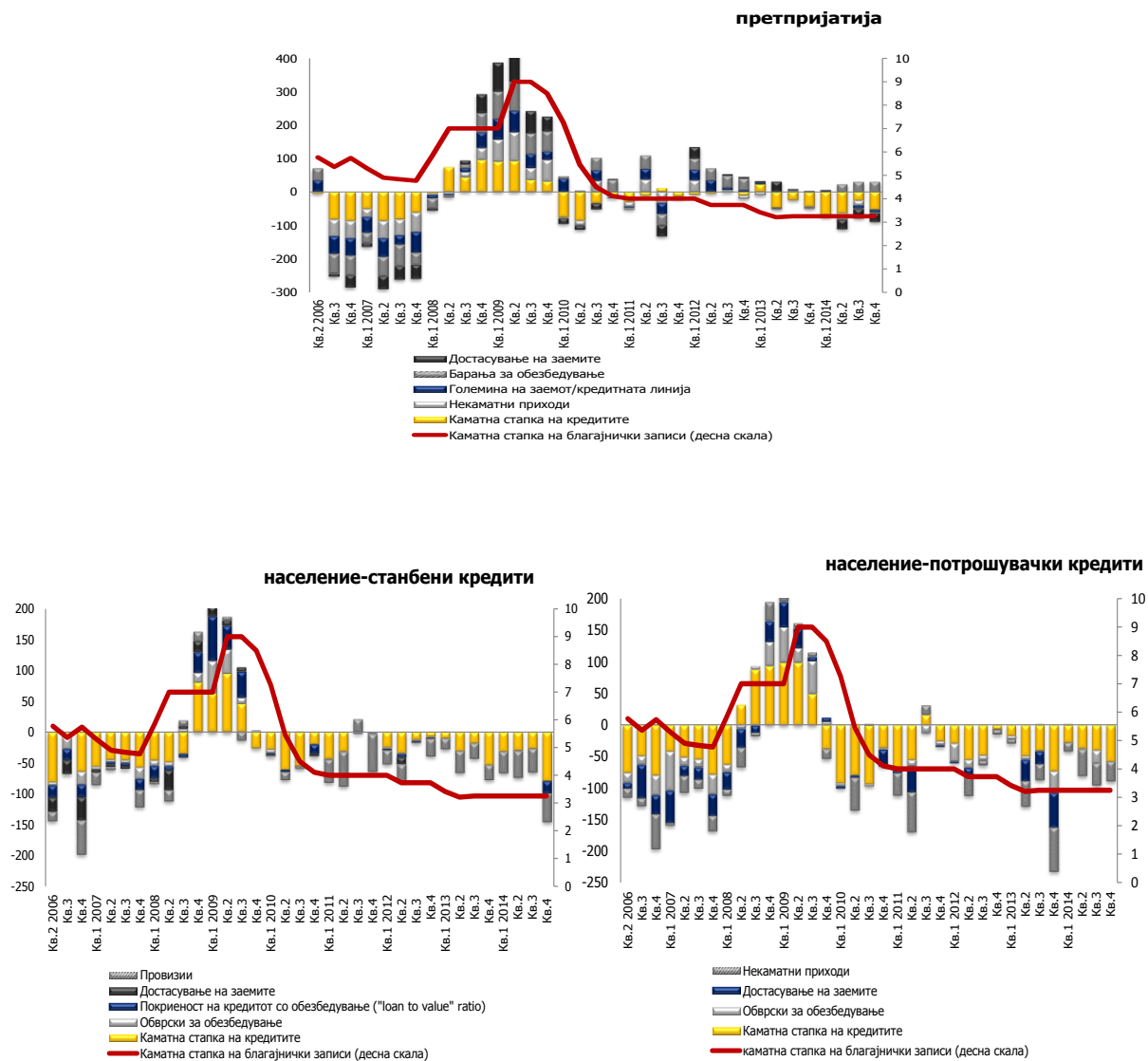
Извор: НБРМ.

Графикон 4 Коефициенти на корелација помеѓу кредитните услови и основната каматна стапка

Анализата на поединечните кредитни услови покажува слична слика како кај вкупните кредитни услови. Така, во рамки на преткризниот период и периодот на акутната фаза на кризата промените кај речиси сите поединечни кредитни услови, и кај населението и кај претпријатијата, се прилично усогласени со промените во основната каматна стапка. Во периодот на закрепнување од глобалната криза се забележува слабеење на врската, што е посебно нагласено кај корпоративниот сектор. Гледано по поединечни кредитни услови, активната каматна стапка и кај двата сектора, покажува генерално синхронизирано движење со основната каматна стапка во рамки на целиот анализиран период. Што значи дека овој услов останува прилично усогласен со основната камата и во периодот на закрепнување од глобалната криза. Така, кај корпоративниот сектор, каматната стапка главно го следеше континуираниот тренд на олабавување на монетарната политика, којшто започна од крајот на 2009 година, но со присутна променливост во одделни периоди. Од аспект на останатите кредитни услови, како што се провизиите (некаматните приходи), големината на кредитите, барањето за обезбедувањето како и достасувањето на заемите, тие се задржаа главно во зоната на заострени кредитни услови. Нивно олеснување се забележува дури кон крајот на 2013 година, со исклучок на барањето за обезбедување, кое се задржа во рамките на заострени кредитни услови. Од аспект на корелацијата, коефициентите кај поединечните корпоративни кредитни услови се намалуваат од интервал од 0,8 - 0,9 на 0,3 - 0,5 во периодите пред и по глобалната криза.



Графикон 5 Поединечни кредитни услови и основна каматна стапка



Извор: НБРМ.

Кај населението, во периодот на закрепнување од кризата, исто така е забележано ослабување на врската на дел од поединечните кредитни услови со основната камата, но со послаб интензитет во однос на корпоративниот сектор. Така, коефициентите на корелација покажуваат намалување на вредностите движејќи се во интервали од 0,5 - 0,7 и од 0,2 - 0,6 во периодите пред и по глобалната криза. Активната каматна стапка кај станбените и потрошувачките кредити забележа надолен тренд, континуирано следејќи го надолното движења на каматната стапка на благајничките записи. Кај станбените кредити, покрај каматната стапка, и провизиите го следеа надолниот тренд на основната каматна стапка, задржувајќи се во зоната на олабавени кредитни услови. Од аспект на останатите кредитни услови, како што се обврските за обезбедување, покриеност на кредитот со обезбедување, како и достасување на заемите, тие останаа главно непроменети во овој период, или пак со многу мала промена кон нивно олабавување. Кај потрошувачките кредити, забележана е поголема усогласеност помеѓу поединечните кредитни услови и сигналите на централната банка со тоа што сите кредитни услови (каматната стапка, обврските за обезбедување, покриеноста на кредитот и провизиите, т.е. некаматните приходи) бележат олеснување во периодот по акутната фаза на кризата, иако со различен интензитет по одделни услови и во различни периоди.



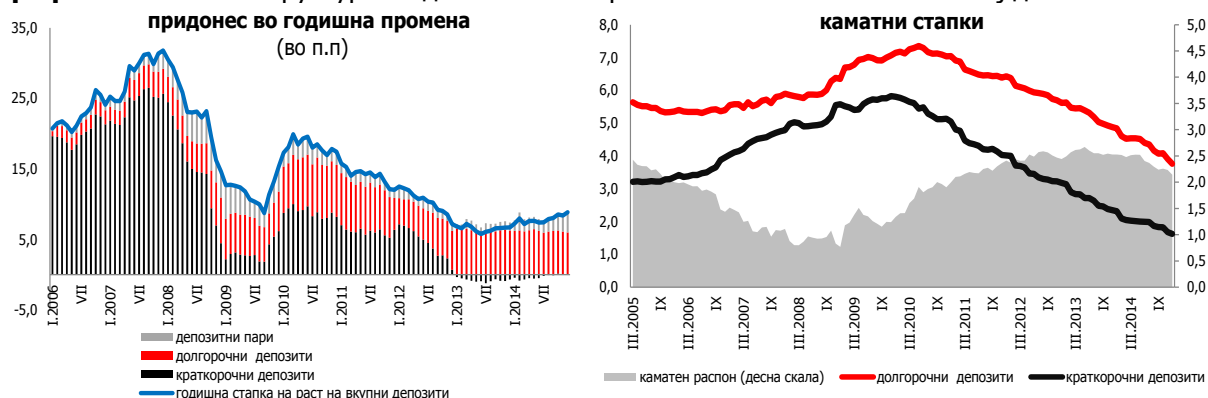
Според анализата, можеме да заклучиме дека во периодот на закрепнување од глобалната финансиска криза, ослабува врската помеѓу кредитните услови и основната каматна стапка, при што ова е нешто поизразено кај корпоративниот сектор. Од аспект на поединечните кредитни услови, најголема усогласеност со промените на основната каматна стапка е регистрирана кај активните каматни стапки, додека кај останатите кредитни услови промените се помалку усогласени, посебно кај корпоративниот сектор. Ваквите наоди укажуваат дека намалувањето на основната каматна стапка на НБРМ банките соодветно го трансмитирале во своите каматни стапки и ги релаксирале каматните услови. Меѓутоа ја ограничувале понудата на корпоративните кредити држејќи ги останатите услови заострени. Сепак, некаде од крајот на 2013 година карактеристични се позитивни промени и постепено олабавување и на останатите услови што може да е индикатор за постепено зајакнување на врската со основната камата и заживување на кредитната активност и на корпоративниот сегмент. Кај населението, покрај каматната стапка, во периодот на закрепнување од глобалната криза, олеснување е забележано и кај дел од останатите кредитни услови (провизиите кај станбените кредити и на сите кредитни услови кај потрошувачките кредити) што укажува на натамошна усогласеност на кредитните услови со основната каматна стапка и помало нарушување на врската споредено со корпоративниот сектор.

**Прилог 4: Кратка анализа на влијанието на промените во каматниот распон врз одлуките на населението за штедење на краток или на долг рок**

Одржувањето квалитетна структура на депозитното јадро, како основен извор на финансирање на банкарските активности е битен предуслов за ефикасна финансиска интермедијација. Еден аспект на квалитетот е рочната структура на депозитите. Имено, преку продолжувањето на рочноста на вкупните депозити се зголемува стабилноста на депозитната база, а банките можат да финансираат подолгорочни проекти и да го поддржат инвестицискиот циклус. Во економији со стабилни економски и банкарски системи еден од главните фактори што делува врз одлуките за штедење на краток или долг рок е приносот, односно каматата на овие депозитни производи. Исто така, штедачот ја носи одлуката за рочната структура на своето штедење и во зависност од ризикот поврзан со тој принос, односно во зависност од неговите согледувања за стабилноста на окружувањето, стабилноста на банкарскиот систем и неговите лични ликвидносни склоности и потреби. Притоа, во услови кога перцепциите за ризик и ликвидносни склоности се посилни, приносот од штедење на кус рок е доволно и во тој случај, најверојатно во неговите одлуки доминира краткорочното штедење. Доколку перцепциите се поволни и стабилни, а приносот на кус рок е помал во однос на ризикот, тогаш склоностите веројатно ќе се поместат кон подолгите рокови. Доколку согледувањата за ризик не се менуваат значително, односно се стабилни, промените во каматниот распон помеѓу штедењето на краток и долг рок може значително да делуваат врз рочната структура на штедењето.

Во рамки на следната анализа се обидуваме да го процениме влијанието на промената на каматниот распон на депозитите на домаќинствата врз нивната склоност за штедење на краток или долг рок. Главниот мотив за анализата произлегува од поместувањата коишто се забележани кај рочната структура на штедењето на домаќинствата во последните неколку години, на сметка на зголемено штедење на долг рок, во услови кога каматниот распон помеѓу приносите од долгорочното и краткорочното штедење бележи проширување. За таа цел, најпрвин спроведуваме анализа на динамиката на промените на штедењето наспроти каматниот распон и анализа преку користење коефициенти на корелација. Потоа, се обидуваме емпириски да ја оцениме врската преку примена на панел-техники на анализа. Анализата ја фокусираме на секторот „домаќинства“, како традиционално суфицитарен субјект. За потребите на првиот и вториот пристап на анализата користиме пондерирани месечни каматни стапки на депозитите на населението¹⁰⁹, во согласност со статистиката на каматните стапки, додека за вкупните депозити на домаќинствата ги користиме официјалните податоци за вкупните депозити кај останати депозитни институции (банки и штедилници), согласно со монетарната статистика. Анализата се однесува на периодот од јануари 2006 година до декември 2014 година.

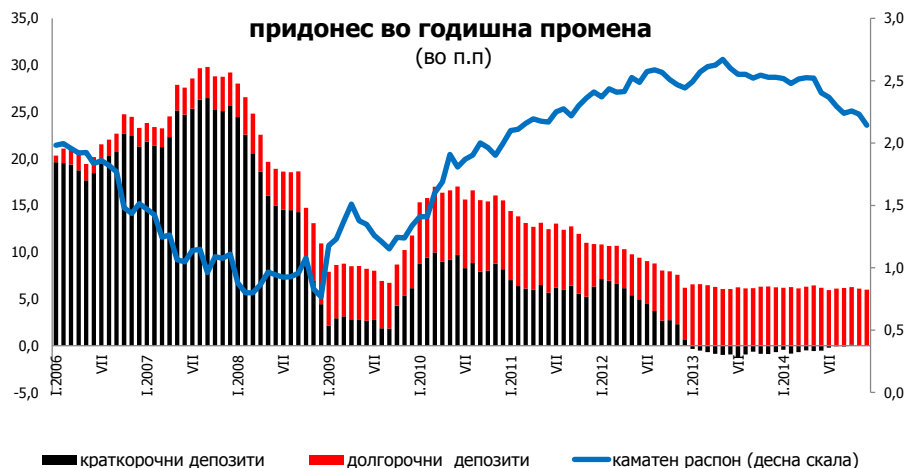
¹⁰⁹ Каматните стапки за краткорочните и за долгорочните депозити што ги користиме во анализата се пресметени врз основа на податоците од статистиката за каматни стапки и се однесуваат на вкупната агрегирана краткорочна и вкупната агрегирана долгорочна каматна стапка на денарските и девизните депозити на населението. Во панел-анализата за вкупните депозити се користени податоци од статистиката на каматните стапки.

**Графикон 1** Рочна структура на депозитите и промени во каматните стапки кај домаќинствата

Извор: НБРМ.

Од аспект на пасивните каматни стапки, во периодот од почетокот на нашата анализа па некаде сè до крајот на 2008 година, забележливо е стеснување на каматниот распон помеѓу долгорочните и краткорочните камати. Ова е остварено во услови кога промените и кај двата типа камати се во насока на зголемување, но нешто посилно кај краткорочното штедење. Веќе од почетокот, а особено од втората половина на 2009 година, доаѓа до промена на трендовите. Така, во овој период, некаде до средината на 2013 година се забележува постојано проширување на каматниот распон помеѓу приносите од долгорочното и приносите од краткорочното штедење (во мај 2013 година каматниот распон изнесува 2,7 п.п што претставува највисока вредност на каматниот распон за целиот анализиран период), по што следува период на, генерално, постабилни движења. Причините за проширувањето на каматниот распон во 2009 година може да се лоцираат во поинтензивниот раст на долгорочните камати во однос на растот на краткорочните камати во овој период. Во следниот период, проширувањето се должи на повисокото и подинамичното надолно приспособување на приносите од краткорочното штедење во однос на намалувањето на приносите од долгорочното штедење (пад од 4,2 п.п и 3,4 п.п, соодветно, во однос на крајот на 2009 година). Промените во пасивните камати, во основа, беа конзистентни на промените во основната каматна стапка на НБРМ. Исто така, во овој период, НБРМ направи промени и во поставеноста на други инструменти, коишто веројатно влијаеле врз динамиката на каматните стапки на банките и може да бидат една од причините за поинтензивното намалување на краткорочните во однос на долгорочните камати во последниот период. Овие промени се однесуваат на промените во инструментот задолжителна резерва (ефективни од јануари 2012 година¹¹⁰), со кои НБРМ ги ослободи банките од издвојување на задолжителна резерва за депозитите на домаќинствата орочени на период подолг од две години. Ваквите измени значеа намалени трошоци за банките врз основа на задолжителна резерва за долгорочните депозити на домаќинствата, отворајќи простор за помала надолна корекција на долгорочните камати и задржување на атрактивноста на штедењето како опција за инвестирање на слободните средства.

¹¹⁰ Подетално за овие измени види во Одлуката за измена на одлуката за задолжителната резерва „Службен весник на Република Македонија“ бр. 126/11.

**Графикон 2** Промени во каматниот распон и рочната структура на депозитите на домаќинствата

Извор: НБРМ.

Доколку се анализира рочната структура на депозитите на населението, слично како и кај каматниот распон, може да се издвојат две различни фази. Така, за првите неколку години од анализата, податоците покажуваат поголема склоност на населението за штедење на краток рок, при што во периодот од 2005 - 2008 година краткорочните депозити учествуваа со околу 79% во остварениот депозитен раст. Од крајот на 2008 година и почетокот на 2009 година, значењето на долгорочните депозити започнува постепено да се зголемува, а во последните две години тие стануваат носечка категорија на вкупниот депозитен раст на населението. Позитивното реструктурирање на депозитите на домаќинствата во последниот период се согледува преку придонесот на долгорочните депозити во растот на вкупните депозити, којшто за периодот по 2008 година изнесува околу 56%. Од почетокот на 2013 година наваму, придонесот на долгорочните депозити се движи во интервал од 70 - 90%.

Графикон 3 Каматни стапки на депозитите на домаќинствата, во %

Извор: НБРМ.

Резимирано, она што може да се извлече како заклучок врз основа на анализата на динамиката е дека промените во рочната структура на депозитите на домаќинствата, во услови кога нивните согледувања за ризик веројатно се непроменети, во голема мерка соодветствуваат со промените во каматниот распон. Така, периодот до 2009 година, којшто се карактеризира со поинтензивен раст на краткорочните камати и стеснување на каматниот распон помеѓу долгорочното и краткорочното штедење е обележан со поинтензивен раст на краткорочните депозити. Во вториот период, којшто во анализата се совпаѓа со периодот по „акутната фаза“ на кризата, карактеристично е проширување на каматниот распон и поинтензивно намалување на каматите на краткорочните депозити, коешто е следено со постепено зголемување на придонесот на долгорочното штедење во растот на вкупните депозити на домаќинствата. **Ваквите индикации добиени од**



анализата на динамиката се поткрепуваат и со анализата на коефициентите на корелација помеѓу промените во рочната структура на депозитите на домаќинствата и движењата на каматниот распон¹¹¹. Резултатите од анализата укажуваат на релативно висока поврзаност од околу -0,65 помеѓу движењата на краткорочните депозити и каматниот распон во целиот анализиран период додека синхронизацијата со долгорочните депозити е помала и изнесува 0,38. Резултатите добиени од корелацијата се интуитивни и имаат соодветен знак, но сепак треба да се толкуваат само како знак за постоење врска помеѓу варијаблите, а не како каузалност или приспособливост на промените во рочната структура на депозитите на населението на промените во каматниот распон.

Имајќи ги предвид индикациите добиени од анализата за динамиката и од коефициентите на корелација, следен чекор во нашата анализа е да се обидеме преку понапредни техники да го истражime степенот на поврзаност помеѓу промените во долгорочните депозити на домаќинствата и движењата на каматниот распон. За таа цел, користиме динамички хетерогени панел-техники (panel cointegration techniques), или поточно техниката ПМГ (Pooled Mean Group)¹¹². Анализата е направена со користење дезагрегирани месечни податоци за каматните стапки и депозитите за индивидуални деловни банки коишто функционираат во македонскиот банкарски систем. Податоците го зафаќаат периодот од 2005 – 2014 година. Дел од резултатите од економетриската анализа се прикажани во табелата 1.

Табела 1 Резултати од регресијата анализа

Коефициент од оцената на ПМГ

| | |
|---------------|----------------------|
| D.lolg_vk_dep | 0,60*** (0,000) |
| ec | -0,020*** (0,000) |

*** означува значајност на 1%.

Забелешка: Во табелата е претставен долгорочниот коефициент на реакција на долгорочните депозити изразени во логаритми (D.lolg_vk_dep) на каматниот распон. Со ec е претставен error correction term.

Резултатите од анализата покажуваат релативно висок степен на чувствителност на долгорочните депозити на промените на каматниот распон во целиот анализиран период. Така, проширувањето на каматниот распон за 0,1 п.п упатува на 6% раст на долгорочните депозити. Добиениот релативно висок и значаен коефициент е показател за приспособување на одлуките за штедење на домаќинствата во зависност од приносот на депозитите. Така, во услови на ниски приноси од краткорочното штедење и ограничена понуда на останати финансиски инструменти, населението веројатно настојува да го оптимизира депозитното портфолио преку насочување на финансиските средства кон подолга рочноста за да се оствари повисока стапка на принос.

За да се добијат индикации за евентуални разлики во поврзаноста на склоностите на штедачите со каматниот распон во зависност од насоката на движење на каматните стапки, се прави дополнителна анализа фокусирана на два потпериода на движење на каматните стапки. Првиот потпериод ја опфаќа фазата на раст на каматните стапки, додека вториот потпериод фазата на нивно намалување¹¹³. Ваквата оценка се прави со вклучување интеракциска вештачка варијабла во регресијата (interaction term), при што добиените резултати се дадени во табелата 2.

¹¹¹ Промената на структурата на депозитите е опфатена преку придонесот на краткорочните и долгорочните депозити кон вкупниот годишен депозитен раст, додека каматниот распон се пресметува како разлика на приносите од долгорочното штедење во однос на приносите од краткорочното штедење на домаќинствата.

¹¹² Повеќе детали за оваа техника можат да се најдат кај Песаран и Смит (1995) и Песаран, Шин и Смит (1999).

¹¹³ Првиот потпериод се протега од првиот квартал на 2005 година па заклучно со четвртиот квартал на 2009 година, додека вториот го опфаќа периодот од првиот квартал на 2010 година заклучно со четвртиот квартал на 2014 година.

**Табела 2** Резултати од регресиската анализа

Коефициент од оцената на ПМГ со вклучена интеракција

| | |
|---------------------------------|----------------------|
| D.lolg_vk_dep; I период | 0,89*** (0,000) |
| D.lolg_vk_dep; II период | 0,59*** (0,000) |
| интеракциска вештачка варијабла | -0,29** (0,029) |
| ес | -0,017*** (0,001) |

** и *** означуваат значајност на 5% и 1% соодветно.

Забелешка: Во табелата се претставени долгорочните коефициенти на реакција на долгорочните депозити изразени во логаритми (D.lolg_vk_dep) на каматниот распон. Со ес е претставен error correction term.

Како што може да се забележи од табелата 2, коефициентот на статистичката интеракциска вештачка варијабла е значителен на ниво од 5%, што значи дека ефектот од заемното делување не треба да се игнорира. Притоа, резултатите упатуваат на повисока чувствителност на долгорочното штедење на домаќинствата на промената на каматниот распон во првиот потпериод на раст на каматите во однос на периодот на генерално намалување на приносите (коефициенти од 0,89 и 0,59, соодветно). Првиот потпериод соодветствува со период на генерално подобрени перцепции за ризик од страна на банките и на приватниот сектор, имајќи предвид дека годините пред кризата беа обележани со силен економски раст и поволо домашно и глобално окружување. За вториот период, согледувањата за ризикот веројатно се попроменили под влијание на ефектите од глобалната криза. Сепак, доколку се споредат добиените коефициенти со првиот пристап преку анализа на целиот период, може да се забележи дека разликите во резултатите не се толку изразени, при што и двата пристапа укажуваат на релативно висока реакција на долгорочните депозити на промените на каматниот распон во целиот анализиран период.

Резимирано, анализата на степенот на поврзаност помеѓу промената на рочната структура на депозитите со движењата на каматниот распон упатува на релативно висока усогласеност на нивните движења во целиот анализиран период. Притоа, дескриптивната анализа на овие движења, како и формалната оценка преку панел-техники укажуваат на тоа дека склоноста на домаќинствата за штедење на долг рок е чувствителна на промената на нивните приноси, што важи и за периодите на раст и за периодите на намалување на каматните стапки.