

**Народна банка на Република Македонија**  
Дирекција за истражување



**Полугодишен извештај  
јануари - јуни 2008 година**

Октомври, 2008 година

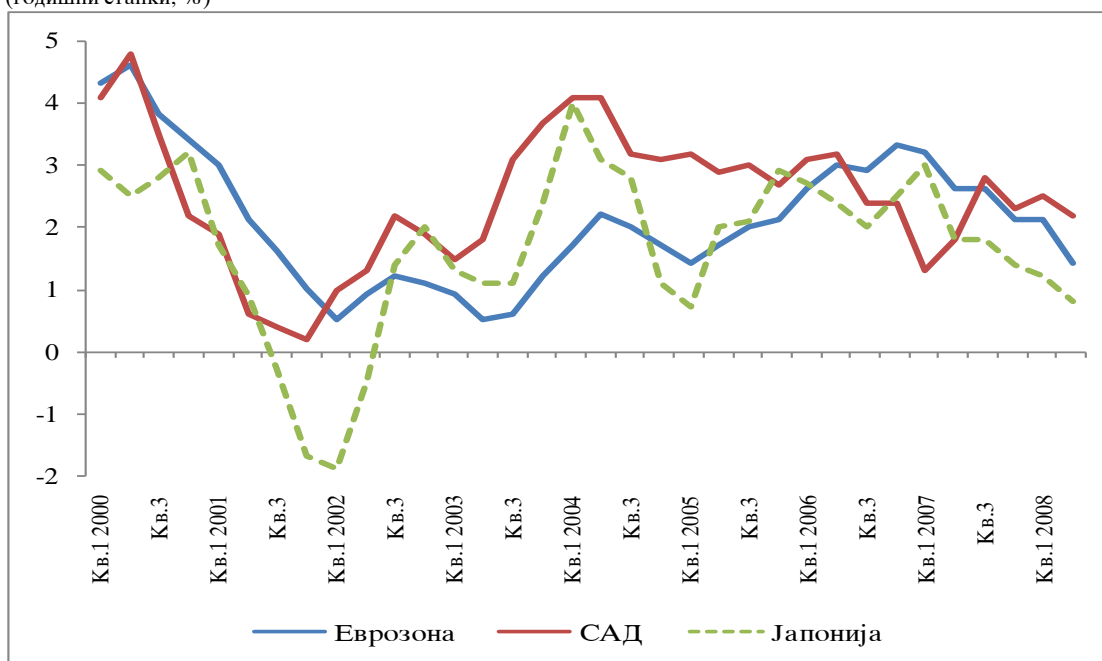
## **СОДРЖИНА**

<b>I. Меѓународно економско окружување.....</b>	<b>3</b>
<b>II. Економски движења во Република Македонија.....</b>	<b>7</b>
2.1. Бруто домашен производ.....	7
2.2. Инфлација.....	14
2.3. Пазар на работна сила и плати.....	17
2.4. Биланс на плаќања.....	21
2.5. Јавни финансии.....	28
<b>III. Монетарна политика.....</b>	<b>34</b>
3.1. Монетарни инструменти.....	39
Прилог 1:	
Хронологија на промените во поставеноста на монетарните инструменти.....	40
во првото полугодие на 2008 година.....	40
3.2. Девизни резерви и девизен курс.....	41
3.3. Монетарни агрегати.....	45
3.4. Пласмани на банките.....	49
3.5. Каматни стапки.....	54
<b>IV. Пазар на капитал.....</b>	<b>63</b>

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

Глобалната економска состојба во изминатиот период се карактеризира со стагнација на економската активност, континуирани инфлациски притисоци и со општ висок степен на неизвесност. Постојаните тензии на финансискиот пазар, во комбинација со повисоките цени на примарните производи и актуелните прилагодувања на пазарот на недвижности во повеќето напредни економии, продолжија да го отежнуваат глобалниот раст. Притоа, реперкусиите од опаѓањето на економијата на САД врз глобалниот економски циклус се релативно големи. Истовремено, постојаниот раст на брзорастечките економии, предизвикан од растечката домашна побарувачка, продолжи да го поддржува севкупниот глобален раст. Како резултат на ваквите движења се проценува забавување на глобалниот раст од 5% во 2007 година на 4,1% во 2008 година. Инфлациските движења и кај развиените и кај брзорастечките економии имаат растечки тренд, под притисок на цените на нафтата и храната. Генерално, стапката на инфлација во првите шест месеци на 2008 година во земјите на ОЕЦД изнесуваше 3,7%, додека базичната инфлација (исклучувајќи ги храната и енергијата) порасна за 2,1%.

Графикон 1  
Реален БДП кај развиените економии  
(годишни стапки, %)



Извор: ЕУРОСТАТ

Во вториот квартал на 2008 година економската активност во САД бележи забавување. Така, реалниот годишен раст на БДП изнесуваше 2,2% што претставува пониска стапка за 0,3 п.п. во споредба со претходниот квартал (во првиот квартал на 2008 година реалниот БДП изнесуваше 2,5%). Исто така, по силната економска експанзија во првиот квартал на 2008 година, забавениот раст на инвестициите и на приватната потрошувачка предизвикаа стагнација на економскиот раст во евро-зоната во вториот квартал на 2008 година. Така, реалниот БДП се намали за 0,2% во вториот квартал на годината во однос на првиот квартал на 2008 година, при забележителен

<sup>1</sup>Анализата во најголем дел се темели врз најновите ажурирања на Светскиот економски преглед на ММФ од јули 2008 година и на Месечните билтени на ЕЦБ.

квартален пад во најголемите економии во евро-зоната (Германија: 0,5%; Франција и Италија: 0,3%), со исклучок на Шпанија (пораств од 0,1%). Забавувањето делумно ја одразува високата споредбена основа на невообичаениот силен раст во првите месеци на годината, кога главно, поради невообичаената топла зима во повеќе делови во Европа, беше засилена градежната активност. Повисоките цени на примарните производи и забавувањето на глобалната економска активност, дополнително ја забавија економијата во евро-зоната. На годишно ниво, реалниот раст на БДП изнесуваше скромни 1,4% и е за 0,7 п.п. понизок во однос на годишниот раст во првиот квартал на 2008 година (2,1%). Негативните резултати на квартално ниво кај индустријата, градежништвото, како и кај трговијата, транспортот и комуникациите, се главните причинители за слабиот реален годишен раст на БДП. Следствено, најновите макроекономски проекции на ЕЦБ укажуваат на надолна ревизија на просечниот годишен реален раст на БДП, кој за 2008 година се проценува помеѓу 1,1% и 1,7%. Тренд на стагнирање во вториот квартал од годината бележи и индексот на странската ефективна побарувачка<sup>2</sup>, каде се забележува надолен тренд на стапките на годишниот пораст.

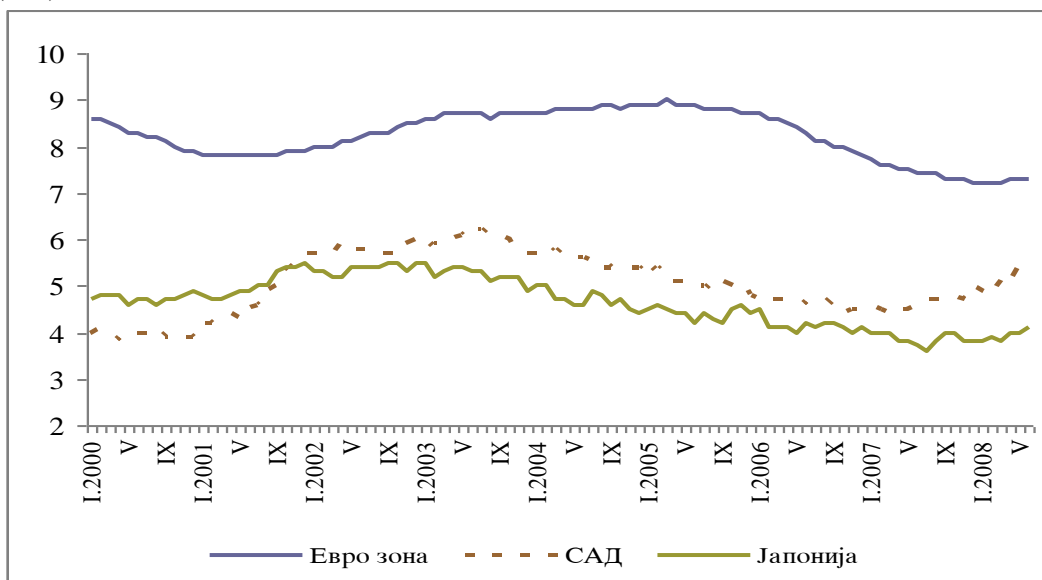
Континуираното слабеење на економските активности, како резултат на нестабилноста на финансиските пазари и зголемувањето на цените на енергијата и храната, придонесе за реакција на централните банки на Англија и САД на ваквите движења. Следствено, по постојаното постепено намалување на референтните каматни стапки од почетокот на годината, во вториот квартал од годината тие дополнително ги намалија каматните стапки за 0,25 процентни поени (на 5% и 2%, соодветно). Од друга страна, во јули Европската централна банка, како реакција на инфлациските притисоци, ја зголеми референтната каматна стапка за 0,25 процентни поени, односно на 4,25%. Различните монетарни реакции на централните банки произлегуваат од разликите во нивните согледувања на билансот на ризиците коишто ги креираат актуелните движења на пазарот на примарни производи и финансиската криза врз економскиот раст и инфлацијата. Така, за разлика од централните банки на САД и Англија, коишто ги гледаат ризиците во влезот на економиите во рецесија, ЕЦБ поголем акцент стави на инфлациските притисоци и потребата од нивното сузбивање.

Забавениот економски раст во евро-зоната го прекина трендот на намалување на стапката на невработеност. Така, во вториот квартал од годината беше регистрирана стапка на невработеност од 7,3%, што е за 0,1 п.п. повисоко во споредба со претходниот квартал. Кај другите развиени економии, САД и Јапонија, стапката на невработеност и натаму е пониска споредено со евро-зоната, (5,3% и 4%, соодветно), но во однос на претходното тримесечје од годината и кај нив е забележано зголемување (за 0,4 п.п. во САД и 0,2 п.п. во Јапонија).

---

<sup>2</sup> Странската ефективна побарувачка е пресметана како збир од пондерирани индекси на бруто домашниот производ на најзначајните трговски партнери на Република Македонија. Пондерите се пресметани врз основа на учеството на овие земји во македонскиот извоз. Податоците за бруто домашниот производ за земјите-трговски партнери на Македонија се од базата на податоци на ЕУРОСТАТ (New Cronos database), додека проектираните податоци се од публикацијата „Консензус форкаст“ (Consensus Forecast), септември 2008 година. Во пресметката на индексот се вклучени Германија, Грција, Италија, Холандија, Белгија и Шпанија.

Графикон 2  
Стапка на невработеност\*  
(во%)



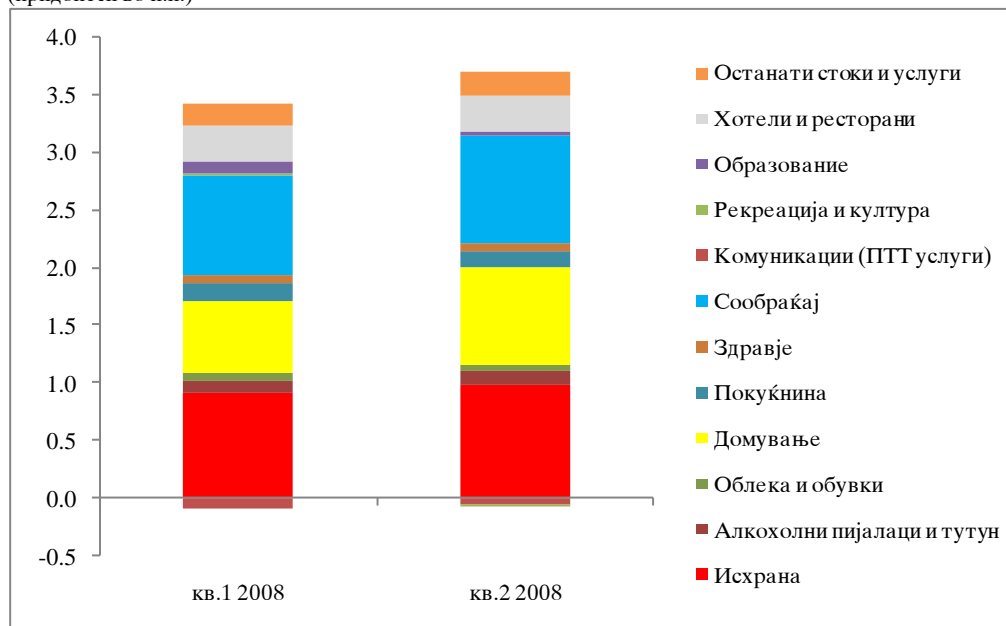
\*Прилагодена на сезонските влијанија.  
Извор: ЕУРОСТАТ

Интензивирањето на годишната стапка на инфлација во евро-зоната продолжи и во првата половина од 2008 година, достигнувајќи историско ниво од 3,6% во вториот квартал од годината при што кулминацијата беше регистрирана во јуни 2008 година кога нивото на потрошувачките цени беше повисоко за 4%. Ваквото загрижувачко ниво на инфлацијата во најголема мерка е резултат на директните и индиректните ефекти од досегашните високи цени на енергијата и храната на глобално ниво. Покрај тоа, забрзаното зголемување на платите во последниот период, во време кога растот на продуктивноста на трудот бележи забавување, доведоа до значајно зголемување на трошоците по единица труд, кои предизвикаа дополнителни инфлациски притисоци. Врз база на терминските договори (фјучерс пазарите) за цените на производите, годишната стапка на инфлација во наредниот период веројатно ќе се задржи далеку над нивото конзистентно со ценовната стабилност, а постепено забавување се очекува во текот на 2009 година. Според последните проекции на ЕЦБ<sup>3</sup>, просечната годишна стапка на инфлација во евро-зоната во 2008 година се очекува да се движи помеѓу 3,4% и 3,6%. Ризиците за ценовната стабилност на среден рок остануваат високи. Овие ризици ги вклучуваат можноста за повторно зголемување на цените на примарните производи, како и можноста за нивен поинтензивен индиректен ефект врз потрошувачките цени.

<sup>3</sup> Извор: Месечен билтен на Европска централна банка, септември 2008 година.

### Графикон 3

Придонес на одделните категории од хармонизирианиот индекс на потрошувачките цени во евро-зоната за годишната стапка на инфлација (придонеси во п.п.)



Извор: ЕУРОСТАТ и пресметки на НБРМ.

Во првата половина од 2008 година, вредноста на еврото продолжи да зајакнува, при што во вториот квартал на 2008 година просечниот номинален девизен курс САД-долар/евро изнесуваше рекордни 1,56, со што еврото продолжи да апрецира за 4,1% во споредба со претходниот квартал. Континуираното зајакнување на еврото во однос на валутата на САД главно ги рефлектира пазарните очекувања за проширување на каматните диференцијали, согласно перцепциите за економијата во евро-зоната како релативно поотпорна на глобалното забавување.

Цената на суровата нафта<sup>4</sup> продолжи интензивно да расте и во текот на првото полугодие на 2008 година, достигнувајќи историски највисоки нивоа, така што во просек изнесуваше 108,3 САД-долари за барел, што претставува рекорден годишен пораст од 75,6% (34,4% во однос на претходното полугодие). Повисоките цени се одразија со намален увоз на нафта од страна на земјите на ОЕЦД, но нивната намалена побарувачка сè уште се компензира со силниот раст на побарувачката кај брзорастечките економии. Во првата половина на 2008 година, ценовниот индекс на примарните (неенергетски) производи<sup>5</sup> забележаа годишен пораст од 18%. Цените на металите, кои во текот на првиот квартал бележеа континуиран раст, во вториот квартал бележат тренд на намалување поради глобалното економско забавување и намалувањето на транспортните трошоци, така што нивниот раст во првата половина на годината е мал (1,1%, на годишна основа). Во поглед на прехранбените производи, цените на пченката и сојата забележаа висок годишен пораст, но поволните временски услови навестуваат очекувања за добра жетва и намалување на цените. По рекордниот пораст во првиот квартал од годината, цената на пченицата во текот на второто тримесечје бележи значајно квартално намалување (за 15,8%).

<sup>4</sup> Цената на суровата нафта претставува просек од следните видови нафта: „дејтид брент“, „вест тексас интермедиум“ и „дубаи фатех“.

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

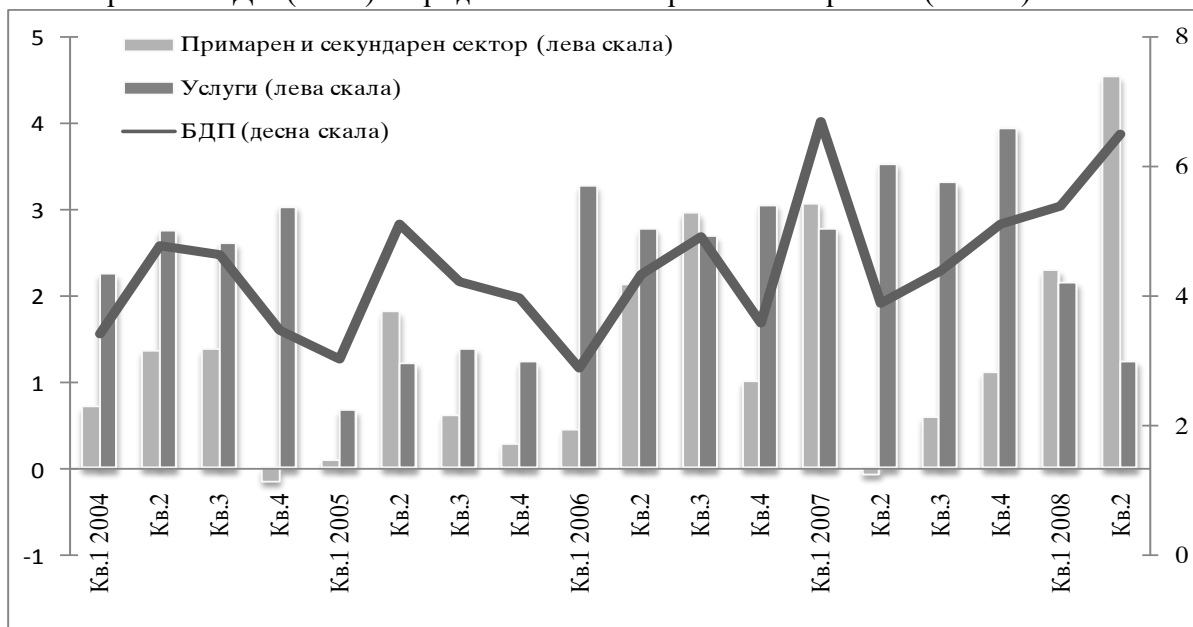
## II. Економски движења во Република Македонија

### 2.1. Бруто домашен производ<sup>6</sup>

Поинтензивниот раст на домашната побарувачка и растот на странската побарувачка (но со забавена динамика), во првата половина од 2008 година делуваа стимулативно врз агрегатната понуда и придонесоа за поголемо искористување на потенцијалот на економијата. Во првото полугодие на 2008 година, бруто домашниот производ забележа реален годишен раст од 6%, при забележани структурни поместувања (особено изразени во вториот квартал) во насока на сè поголем придонес на примарниот и секундарниот сектор во создавањето на додадената вредност. Главните двигатели на економскиот раст се индустриската и градежната активност, додека порастот на земјоделското производство (поттикнато од поволните временски услови, државните субвенции и зголемената странска побарувачка), исто така има значаен придонес за вкупниот раст. По подолг период на силен раст на услужните дејности, во првата половина на годината е забележано забавување на растот кај домашната трговијата, транспортот и комуникациите (сообраќајот и врските) и финансиското посредување.

Графикон 4

Реален раст на БДП (во %) и придонеси на секторите кон порастот (во п.п.)



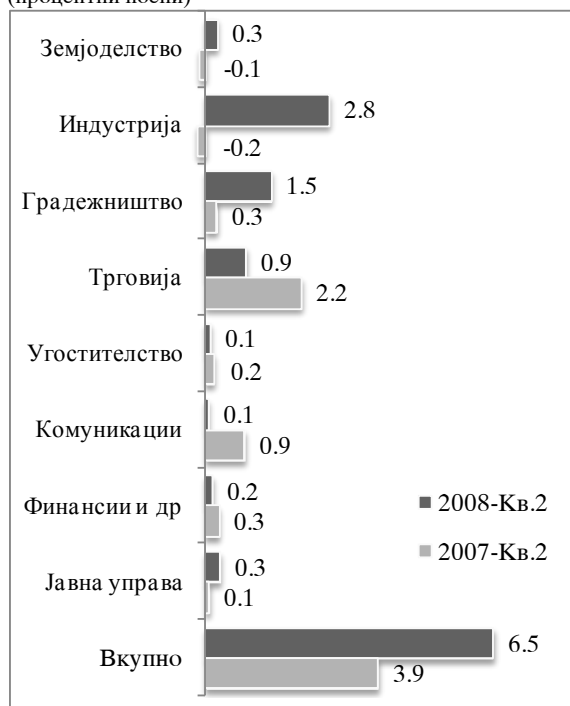
Извор: ДЗС и пресметки на НБРМ.

Бруто домашниот производ во Република Македонија во првото тримесечје бележи пораст во однос на истиот период од претходната година од 5,4%. Во вториот квартал на 2008 година е остварена забележителна годишна стапка на раст од 6,5%, која претставува втора највисока стапка регистрирана во периодот по 2001 година (највисока стапка од 6,7% беше остварена во првиот квартал на 2007 година). Сепак, треба да се има предвид и релативно ниската споредбена основа од вториот квартал на 2007 година (при стапка на раст од 3,9%). Главни генератори на растот во првиот квартал се трговијата и индустријата. Значаен придонес има и високиот пораст на градежната активност, како и порастот во земјоделството. Интензитетот на раст на транспортот и

<sup>6</sup>Извор: Државен завод за статистика на Република Македонија. Кварталните пресметки за БДП се изразени по постојани цени, во денари од 1997 година. Структурата е според Националната класификација на дејности (НКД).

комуникациите во првиот квартал забавува, а со тоа и неговиот придонес во создавањето на БДП. Со тоа, придонесот на услугите кон растот речиси се изедначува со придонесот на примарниот и секундарниот сектор.<sup>7</sup>

Графикон 5  
Придонеси на компонентите кон порастот на БДП  
(процентни поени)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Графикон 6  
Годишни стапки на раст на БДП и компонентите (%)



Извор: Државен завод за статистика.

Во првата половина на годината порастот во *индустријата* изнесуваше 9,7%, при значително забрзување на растот во вториот квартал на годината (12,6%, наспроти 6,5% во првиот квартал). Доминантен придонес за промената на индустриското производство (92,9%) во првата половина на годината има преработувачката дејност, чија стапка на раст од 6,6% во првите три месеци забрза до 12,8% во вториот квартал. Растот во оваа дејност има релативно широка основа, при пораст на производството кај 15 од дваесетте гранки. Најголем придонес и натаму има производството на основни метали, и покрај стагнацијата кај извозот заради актуелните транспортни проблеми и падот на цените на металите. Притоа, проблемите со извозот доведоа до поизразено зголемување на залихите на овие производи за 33,2%<sup>8</sup>, во однос на истиот период од минатата година. Поголеми поместувања во текот на вториот во однос на првиот квартал се забележани кај производството на производи од други неметални минерали (значително намалување на негативниот придонес), како и кај издавачката дејност и производството на нафтени деривати (заради ниската споредбена основа кај нафтата од претходната година поврзана со проблемите со извозот на косовскиот пазар), чиј позитивен придонес за растот забележа интензивирање. Позитивни поместувања се регистрирани во рударството, каде наспроти падот во првите три месеци, во вториот квартал е забележан годишен раст од 13,6%. Производството во енергетскиот сектор во првата половина на година забележа умерен раст од 0,3%, при дивергентни движења во двата квартала (во првиот квартал е регистриран пад од 0,8%, главно поради понискиот обем на производство во термоелектричните центри - заради честите дефекти, при

<sup>7</sup> Придонесот на услугите во растот на БДП во првиот квартал од 2008 година изнесува 2,1 п.п., а на примарниот и секундарниот сектор 2,2 п.п. Во 2007 година, соодветните придонеси се 3,3 и 1,1, процентни поени.

<sup>8</sup> Според податоци од Државниот завод за статистика.



мал пораст на производството од хидроцентралите - во услови на намален воден потенцијал<sup>9</sup>).

Графикон 7

Придонеси на одделни индустрии кон порастот на индустриското производство (прв квартал на 2008)

(во п.п.)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Графикон 8

Придонеси на одделни индустрии кон порастот на индустриското производство (втор квартал на 2008)

(во п.п.)



Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

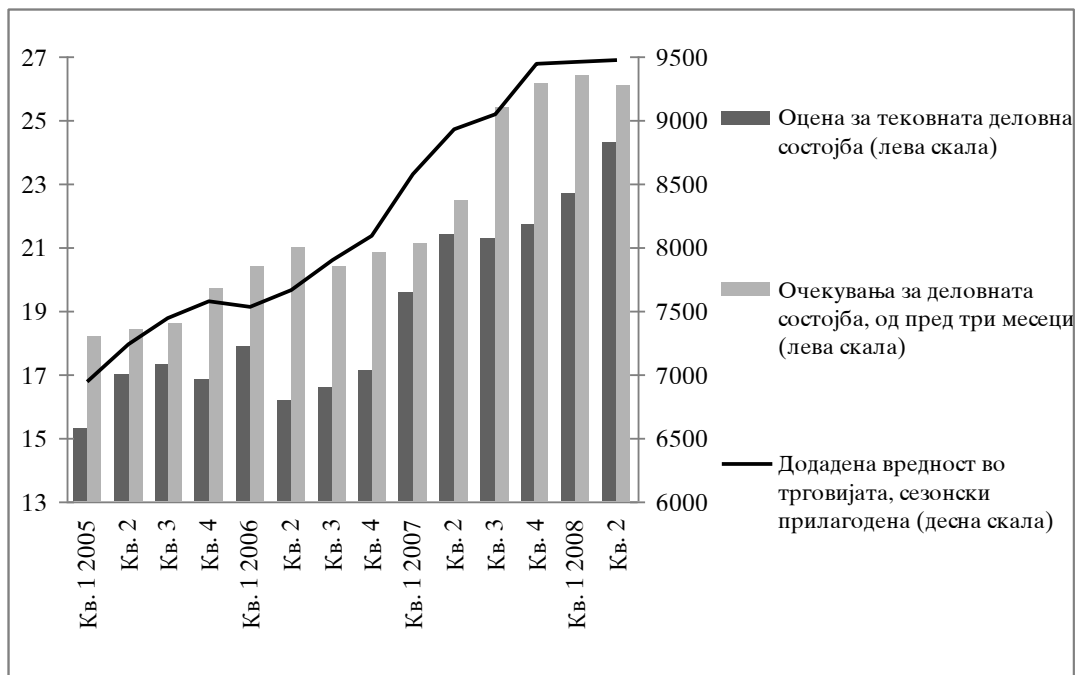
**Трговијата** е дејност која во изминатите четири години постојано имаше најзначаен придонес за порастот на економската активност. Сепак, во второто тримесечје таа забележа натамошно забавување на растот, како продолжување на динамиката од првото тримесечје од годината, во услови на висок пораст на цените, а делумно и како резултат на високата споредбена основа од претходната година. Според трговските менаџери, нивните очекувања за иднината не укажуваат на влошување на состојбата, туку напротив, на мало подобрување во третиот квартал.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Извор: ДЗС.

<sup>10</sup> Анкета за деловни тенденции во трговијата за вториот квартал на 2008 година, Државен завод за статистика на Република Македонија.

## Графикон 9

Додадена вредност во трговијата (милиони денари) и согледувања на менаџерите (баланси на пондерирани одговори)



Балансите на одговорите, прикажани на левата скала, го покажуваат движењето на показателите, а не вистинската големина, односно укажуваат на подобрување или влошување на состојбата. Балансите на одговорите се добиени со пондерирање на индивидуалните одговори. Притоа, одговорите на менаџерите се квалитативни (добра, лоша, пораст, намалување и сл.), а не квантитативни.

Очекувањата се одговори од претходната анкета, за наредниот тримесечен период.

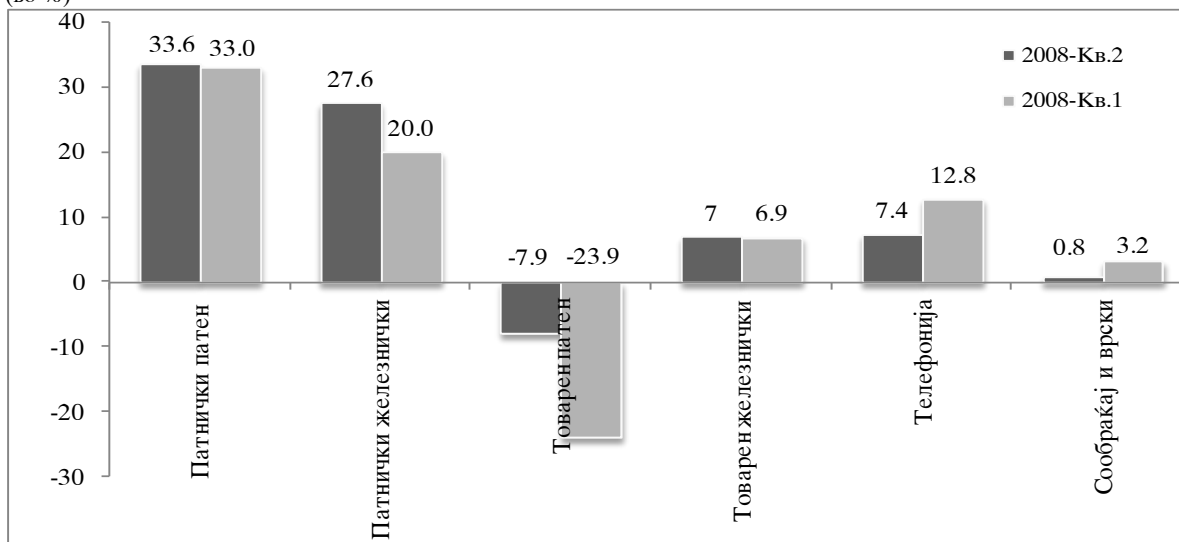
Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Значајно забавување на растот во првото тримесечје од 2008 година е присутно кај секторот **сообраќај и врски**, којшто во 2007 година беше особено значаен за вкупниот пораст. Пониската стапка на раст во првиот квартал на 2008 година во овој сектор се должи на значително намалената стапка на раст кај товарниот железнички сообраќај, при натамошен интензивен пораст кај телекомуникациите. Во второто тримесечје овој сектор бележи стагнација. Ваквите движења се јавуваат во услови на забавен раст кај телекомуникациите и железничкиот товарен превоз и висок пораст кај превозот на патници, при пад единствено кај патниот товарен превоз.

## Графикон 10

Реални стапки на раст кај дејностите на секторот „сообраќај и врски“

(во %)



Извор: Државен завод за статистика. Податоците за патничкиот превоз се изразени во патнички километри, податоците за товарниот превоз се во тонски километри, а податоците за телекомуникациите се во минути.

За првиот квартал од 2008 година беше карактеристичен висок пораст кај *градежништво*, што се јавува како одраз на зголемената побарувачка во оваа дејност, во голема мера заради зголемените државни капитални инвестиции. Состојбата во овој сектор најдобро ја отсликуваат одговорите на менаџерите од Анкетата за деловни тенденции во градежништвото, според кои „недостигот на побарувачка“, како фактор кој изминатите години постојано беше посочуван како најголема пречка за повисока активност, во првиот квартал на 2008 година е истакнат како трет најзначаен ограничувачки фактор. Зголемената *градежна активност* дополнително е интензивирана во второто тримесечје на 2008 година. Високата стапка на раст од значајни 23,2% се јавува во услови на подобрена состојба во дејноста и на зголемената побарувачка<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Анкета за деловните тенденции во градежништвото за вториот квартал на 2008 година, Државен завод за статистика на Република Македонија.

Графикон 11

Додадена вредност во градежништвото (милиони денари) и согледувања на менаџерите (баланси на одговори)

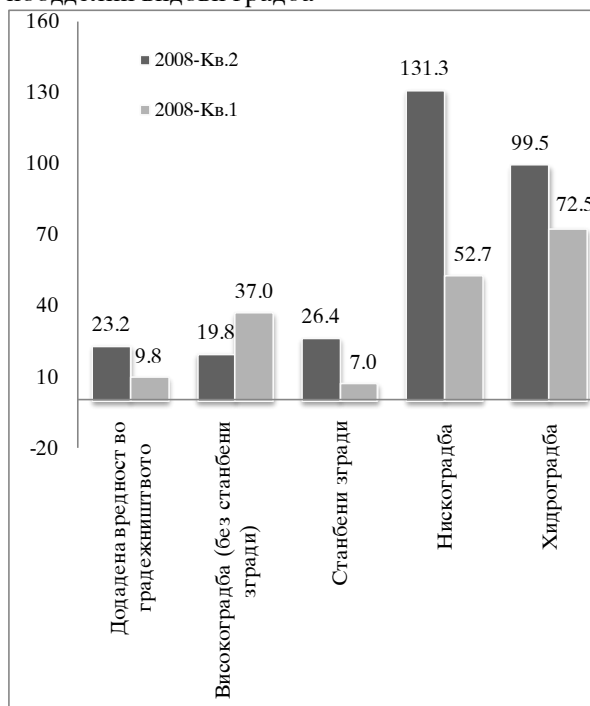


Балансите на пондерираниите одговорите, прикажани на левата скала, го покажуваат движењето на показателите, а не вистинската големина.

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

Графикон 12

Реални годишни стапки на раст кај градежништвото и номинален пораст по поодделни видови градба

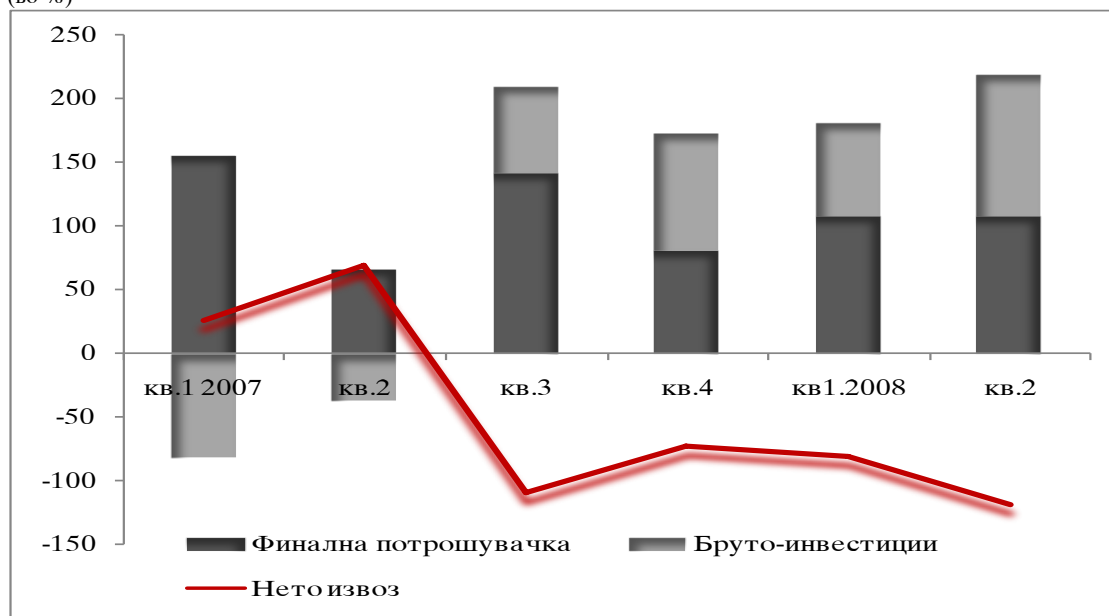


Извор: Државен завод за статистика.

Растот на **домашниџа џобарувачка**, започнат од втората половина на 2007 година продолжи и во првата половина на 2008 година, поттикнувајќи го растот на домашното производство и увозот. Наталошниот раст на финалната потрошувачка (лична и јавна потрошувачка) и засилената инвестициска потрошувачка се одразија со реален раст на домашното производство, како на производите за широка потрошувачка, така и на капиталните производи. Сепак, еден дел од инвестициската потрошувачка и дел од личната потрошувачка беше покриен со увоз, што во услови на поумерен раст на странската побарувачка на домашни производи доведе до продлабочување на трговскиот дефицит. Воедно, силната домашна побарувачка, во комбинација со растот на производните трошоци (под влијание на домашни и надворешни фактори) придонесе за зголемување на домашното ценовно ниво.

Главен носител на растот на **аѓреѓајниџа џобарувачка** во првиот квартал на 2008 година беше финалната потрошувачка (лична и јавна потрошувачка), додека во вториот квартал поголем е придонесот на бруто-инвестициите. Во услови на засилен домашна побарувачка и недоволна странска побарувачка на домашни производи, се проширува негативниот придонес на нето-извозот во вкупниот раст на економијата.

Графикон 13

Придонеси на расходните агрегати во номиналниот годишен раст на БДП  
(во %)

Извор: Државен завод за статистика и пресметки на НБРМ.

**Финалната потрошувачка**, којашто во првиот и вториот квартал забележа годишен номинален раст од 17% и 19%, соодветно, проценуваме дека во најголем дел беше условена од растот на **личната потрошувачка**.<sup>12</sup> Постојаниот раст на личната потрошувачка може да се проследи и преку растот на прометот во трговијата на мало, увозот на стоки за широка потрошувачка, приходите од ДДВ, како и преку растот на обемот на домашното производство на стоки за широка потрошувачка. Растот на личната потрошувачка беше значително поддржан од силната кредитна поддршка на банките (од растот на кредитите на населението, без станбени кредити), додека реалниот годишен раст на платите забележа забавување.

**Јавната потрошувачка**, втората компонента на финалната потрошувачка, во првиот квартал на 2008 година забележа мало забавување во однос на исклучително високата реализација во последниот квартал на 2007 година. Сепак, во услови на одржување на предвремените парламентарни избори во второто тримесечје на годината јавната потрошувачка забележа засилување, кое главно произлезе од зголемените тековни трошења на државата за стоки и услуги. Годишниот раст на јавната потрошувачка во голем дел се должи и на зголемувањето на платите во јавниот сектор (во октомври 2007 година).

Од друга страна, започнатиот силен развој на инвестициската активност од крајот на претходната година продолжи и во првата половина на 2008 година. **Бруто инвестициите** забележаа висок годишен номинален раст во првиот и вториот квартал од 74,5% и 100%, соодветно. Ваквите поместувања ги поттикнуа увозот на средства за работа и домашното производство на капитални производи, и се одразија во градежништвото со повисока вредност на извршените градежни работи и воедно зголемена додадена вредност во градежништвото. Најголемиот дел од инвестициите беа поддржани од државата, на што укажува високиот раст на државните капитални расходи во првата половина на годината (за 2 пати на годишна основа). Покрај инвестициите на

<sup>12</sup>ДЗС не ги објавува компонентите на финалната потрошувачка (за личната и јавната потрошувачка). За нив е направена проценка во Дирекцијата за истражување при НБРМ.

државата, зголемен интерес за инвестирање во првата половина на годината постои и од страна на корпоративниот сектор, кој освен со финансирање од банките (кредитен раст од 34% на годишна основа), се финансира и преку лизинг-компаниите.

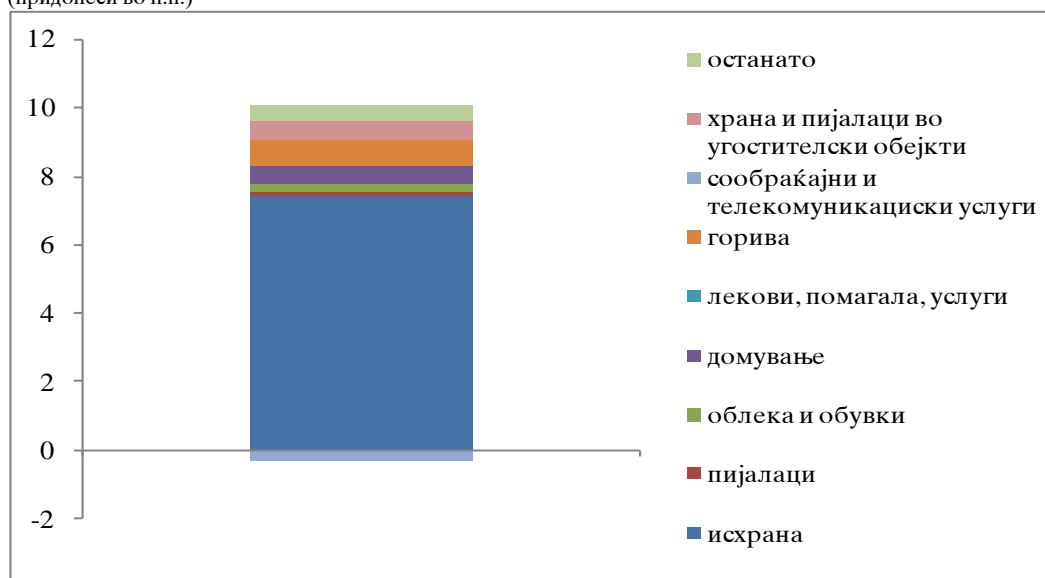
Зголемената домашна побарувачка во првите шест месеци од годината и покрај тоа што делумно беше покриена со домашното производство, се оценува дека во голем дел беше задоволена од *увозот на стоки и услуги* (висок номинален годишен раст од 33%). Во услови на забавен пораст кај *извозот на стоки и услуги* (за 13%), ова доведе до продлабочување на дефицитот во надворешната размена. Сепак, и покрај реалниот притисок од побарувачката, влошената трговска позиција во голем дел се должи на влошените услови на размена (пораст на цени на енергентите и пад на цените на металите).

## 2.2. Инфлација

Инфлациските притисоци започнати од последниот квартал на 2007 година продолжија и во текот на првите два квартала од 2008 година, главно детерминирани од поскапувањето на храната и нафтените деривати. Така, нивото на потрошувачките цени во **првиот квартал на 2008 година** беше повисоко за 4,1% во споредба со претходниот квартал, главно поради растот на цените на прехранбените производи. Поради тоа, како и поради ниската споредбена основа, просечната годишна стапка на инфлација во првото тримесечје на 2008 година достигна 9,5% (76% од порастот се должи на поскапувањето на производите за исхрана).

### Графикон 14

Придонес на одделни категории од инфлацискиот индекс за просечната годишна стапка на инфлација во првата половина на 2008 година  
(придонеси во п.п.)



Извор: ДЗС и пресметки на НБРМ.

Во **вториот квартал на 2008 година** општото ниво на цените во македонската економија продолжи да расте, но со значително поумерени месечни стапки на раст во однос на интензитетот во претходниот квартал, така што забележа дополнителен квартален пораст од 1,4%. Најголем дел од овој пораст се должи на повисоките цени на храната, но се интензивира и придонесот од порастот на цените на горивата (под влијание на постојаниот и поинтензивен раст на цените на суровата нафта на светските берзи во вториот квартал). Поизразено дефлаторно влијание во вториот квартал имаше

намалувањето на цените на лековите, согласно со намалувањето на даночната стапка и воведувањето единствени цени на лековите од февруари 2008 година, како дел од реформите во здравството. Натамошниот, иако поумерен ценовен раст, во услови на ниска споредбена основа од претходната година, услови благо зголемување на годишната стапка на раст на цените во вториот квартал на 2008 година, која достигна 10% (и во вториот квартал, 75% од порастот се генерирани од повисоките цени на храната).

**Во првата половина на 2008 година,** годишната стапка на инфлација во просек изнесува 9,7%. Најголемиот дел, односно 75% од овој пораст, се должи на повисоките цени на храната, во услови на повисоки цени на свежиот зеленчук (за 35,3%), свежото и преработено млеко (20,5%), маслото за јадење (49,7%), свежото овошје (42,8%), лебот и печивата (18,5%) и свежото месо (10,5%). Цените на горивата се повисоки за 20,3% во однос на истиот период лани (во услови на интензивен раст на цените на суровата нафта на светските берзи) и нивниот пораст услови 8% од вкупниот ценовен раст во периодот. Помалку значаен пораст е регистриран кај цените на храната и пијалаците во угостителските објекти, цените на греењето<sup>13</sup>, станарините, обувките и малопродажните цени на пијалаците. Пониско ниво на цените е регистрирано кај телекомуникациските услуги (поради зголемената конкуренција во овој сектор), како и кај сообраќајните услуги и цените на лековите<sup>14</sup>.

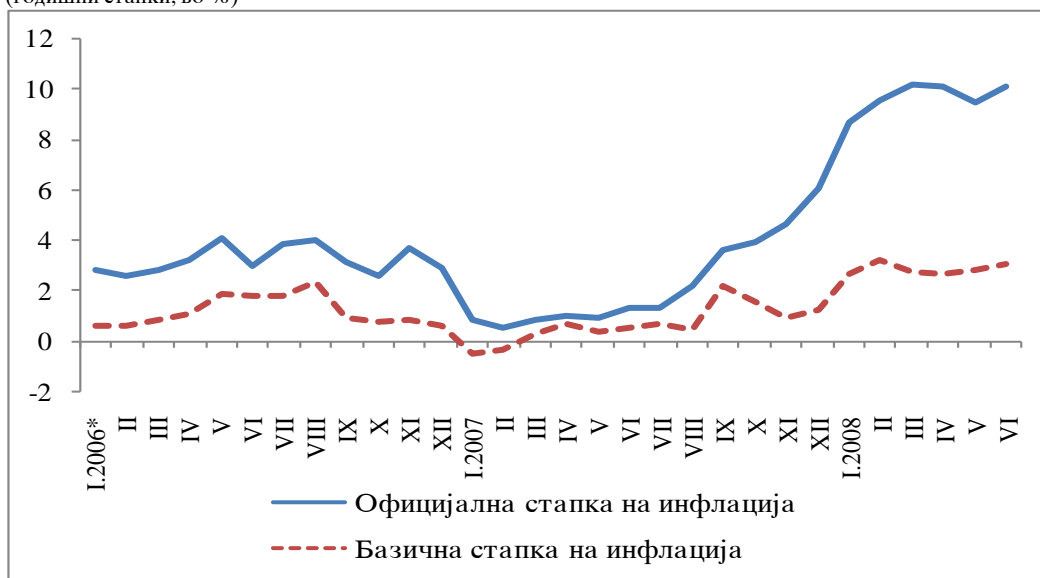
Од аспект на динамиката, треба да се истакне дека во вториот квартал на 2008 година е регистрирано одредено смирување на инфлацијата, што се согледува главно во месечната динамика. Имено, во вториот квартал на 2008 година месечните промени на инфлацијата (прилагодени за сезонските влијанија) во просек се на нивото од истиот квартал од претходната година, за разлика од просечната месечна промена во првото тримесечје на 2008 година, која повеќекратно ја надмина соодветната од првиот квартал во 2007 година. Годишните стапки на инфлација во првата половина од 2008 година се под големо влијание на ниската споредбена основа од минатата година и дури во втората половина од годината може да се очекува позабележително намалување. Имено, во текот на втората половина од годината се очекува месечно опаѓање на нивото на цените на храната, што би се одразило на постепено намалување на годишната инфлација. Сепак, неизвесноста околу натамошното движење на цените на храната и нафтата на светските берзи и нивното влијание врз домашните цени, заедно со цените на електричната енергија, остануваат главните ризици во поглед на инфлацијата.

---

<sup>13</sup> Цената на топлинската енергија за греење беше зголемена во февруари 2008 година.

<sup>14</sup> Со одлука на Владата е извршено намалување на данокот на додадена вредност на лековите, медицинските и ортопедските помагала, како и на компјутерската опрема и јавниот превоз, од 18% на 5%, со примена од октомври 2007 година. Воедно, од февруари 2008 година се применуваат единствени цени на лековите во аптеките.

Графикон 15  
Остварена и базична инфлација  
(годишни стапки, во %)



\*во 2006 освен храната и енергијата, исклучен е и тутунот.  
Извор: ДЗС и пресметки на НБРМ.

Базичната стапка на инфлација во првата половина на годината изнесува 2,8%, при стабилно ниво од 2,8% во двата квартала. Иако повисоката базична инфлација регистрирана од почетокот на оваа година<sup>15</sup> упатува на присуство на ефекти од зголемената побарувачка и индиректен ефект од порастот на цените на енергијата врз инфлацијата, нејзиното одржување на стабилно ниво претставува охрабрувачки сигнал дека ваквите влијанија засега не бележат интензивирање. Монетарната политика со преземените мерки настојува да го спречи пренесувањето на првичните ефекти од храната и енергијата врз инфлацијата на среден и долг рок.

Инфлацијата остварена во текот на првата половина на 2008 година беше во рамките на инфлациските очекувања на економските субјекти коишто се анкетаат со тримесечна динамика. Според анкетата спроведена во вториот квартал, економските субјекти очекуваат до крајот на 2008 година инфлацијата да изнесува, во просек, помеѓу 9% и 10% (според анкетата спроведена во претходниот квартал, очекуваната стапка на инфлацијата за 2008 година изнесуваше околу 6%).<sup>16</sup> Субјектите што сметаат дека инфлацијата и понатаму ќе расте, како фактори за таквите очекувања главно ги наведуваат цените на енергентите и во помал дел, цените на храната и зголемената јавна потрошувачка. Очекувањата за пад на инфлацијата најчесто се засновани врз преземените мерки од страна на Народна банка, продолжувањето на политиката за стабилен девизен курс на денарот, очекувањата за пад на цените на храната со новата реколта, како и повисоката споредбена основа од крајот на 2007 година.

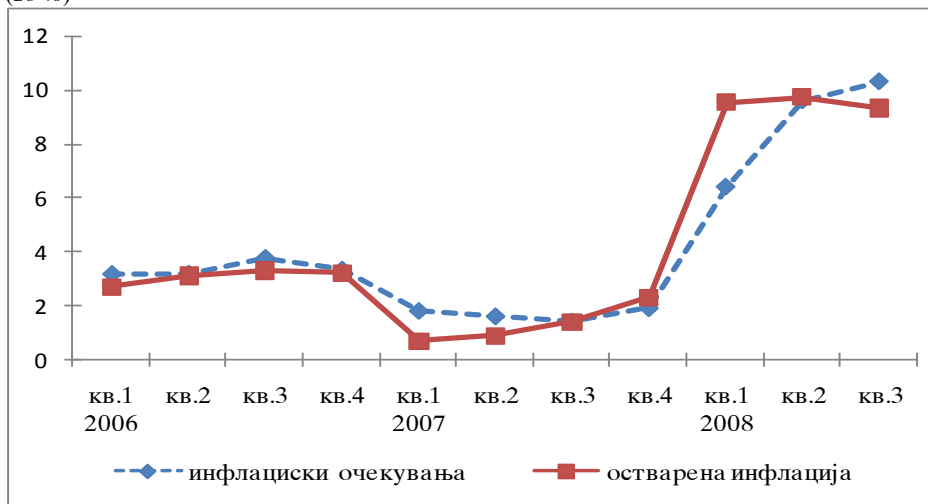
<sup>15</sup> Во 2007 година базичната инфлација изнесуваше само 0,7%.

<sup>16</sup> Податоците за инфлациските очекувања се дадени според резултатите од Анкетата за инфлациските очекувања на субјектите во Македонија, спроведени во почетокот на првиот и на вториот квартал на 2008 година.



Графикон 16

Инфлациски очекувања во тековниот квартал за просечната стапка на инфлација во годината и остварена просечна инфлација за годината, заклучно со тековниот квартал (во %)

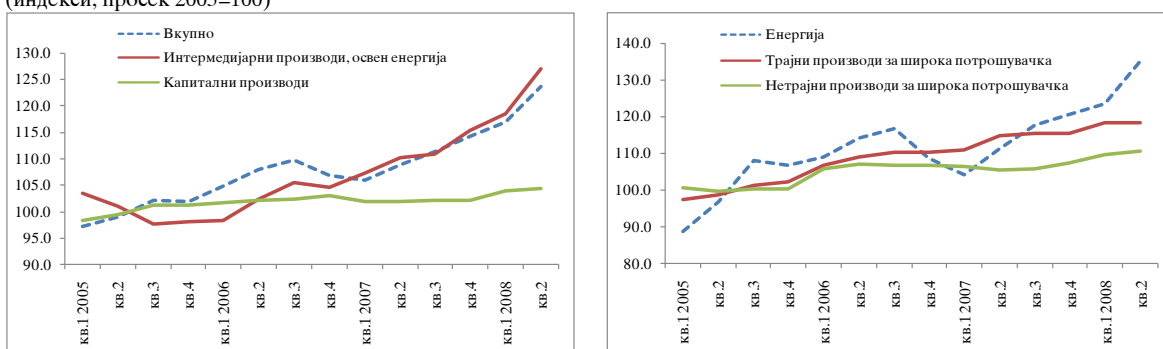


Извор: Анкета за инфлациските очекувања и пресметки на НБРМ; ДЗС.

Цените на производителите на индустриски производи во првата половина на 2008 година достигнаа висока годишна стапка на раст од 12,1%. Високиот пораст на овие цени главно е резултат на повисоките цени на производителите на нафтени деривати и на прехранбените производи и пијалаци. Значајниот пораст на цените на домашните производители регистриран кај групите производи кои се составен дел на потрошувачката на домаќинствата (енергија и производи за широка потрошувачка) упатува на засилување на инфлаторните притисоци од домашните производители од почетокот на годината.

Графикон 17

Движење на цените на домашните производители (индекси, просек 2005=100)



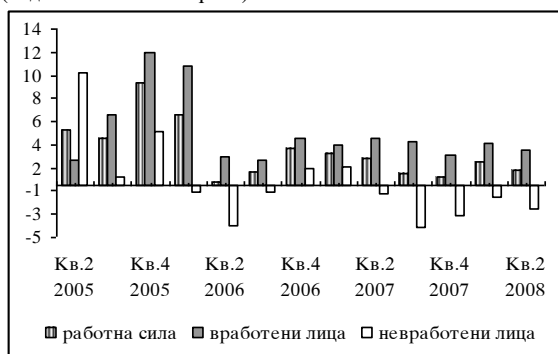
Извор: ДЗС и пресметки на НБРМ.

### 2.3. Пазар на работна сила и плати

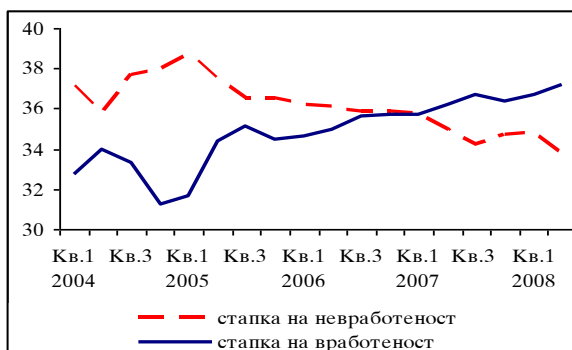
Порастот на економската активност во првата половина на 2008 година беше проследен со натамошно подобрување на состојбата на пазарот на работна сила во економијата, со што продолжија поволните движења на пазарот на труд од претходната година. Во првата половина на 2008 година е регистриран зголемен број на вработени лица (за 3,4%) и намален број на невработени лица (за 1,5%). Поволните поместувања на пазарот на трудот придонесоа за пораст на стапката на вработеност за еден

процентен поен (37%) и речиси идентичен пад на стапката на невработеност (34,3%), на годишна основа.

**Графикон 18**  
Активно население, вработени и невработени лица  
(годишни стапки на раст)



**Графикон 19**  
Стапка на вработеност и на невработеност  
(во %)



Извор: Анкета за работна сила, ДЗС на Република Македонија.

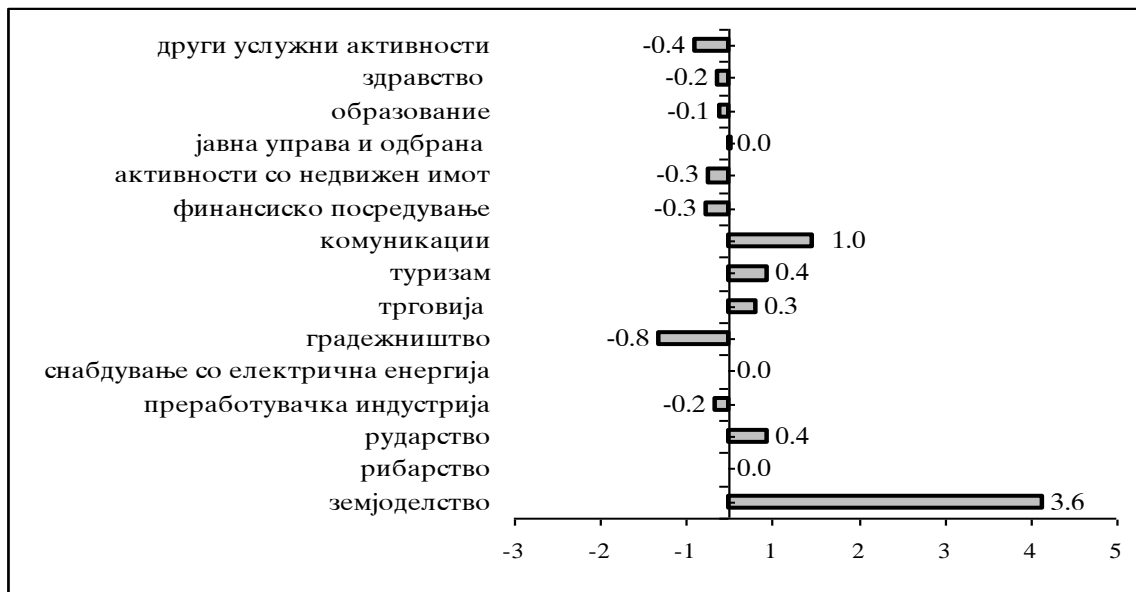
Главен двигател на растот на вработеноста во првата половина на 2008 година е земјоделскиот сектор, каде што е регистриран значаен годишен пораст на бројот на вработени од 20,5%. За споредба, во 2007 година вработеноста во земјоделството бележеше пад, односно имаше негативен придонес. Поголемиот број на вработени лица во земјоделството, како сектор кој учествува со речиси 10% во создавањето на додадената вредност е во согласност со преземените мерки за развој на овој сектор од страна на носителите на економската политика во форма на зголемени субвенции, пониски даноци, како и создавање дополнителни можности за финансирање на земјоделството<sup>17</sup>. Ваквото повољно окружување, како и глобалниот раст на цените на земјоделските производи ја зголемија привлечноста на земјоделскиот сектор, овозможувајќи пораст на вработеноста, и тоа најмногу кај индивидуалните земјоделски производители. Имено, бројот на лица вработени за сопствена сметка и бројот на лица кои се изјасниле како неплатени семејни работници на годишна основа е зголемен за 29,6% и 11,6%, соодветно. Значајно е да се напомене дека преземените мерки за поддршка на земјоделството придонесоа и за поголемо регистрирање на вработените во земјоделството (особено за потребите за користење на субвенциите), така што порастот на бројот на вработените делумно го одразува и намалувањето на нерегистрираната вработеност во овој сектор. Имајќи предвид дека околу една третина од домаќинствата во Република Македонија се земјоделски домаќинства,<sup>18</sup> се очекува подобрената евиденција на нивната активност да придонесе за редуцирање на сивата економија.

<sup>17</sup> На почетокот на 2008 година Владата на РМ го зајакна финансискиот потенцијал на Земјоделскиот кредитен дисконтен фонд и утврди повољни услови за одобрување кредити на земјоделците (преку банките), при што каматните стапки се движат од 4% - 6,5% годишно. Во првата половина од 2008 година преку овој фонд се одобрени околу 800 кредити, во вкупен износ од околу 9 милиони евра.

<sup>18</sup> Според Пописот на земјоделството од 2007 година, ДЗС.

Графикон 20

Придонеси на најзначајните сектори кон порастот на вкупниот број на вработени лица во првото полугодие на 2008 година (во процентни поени)

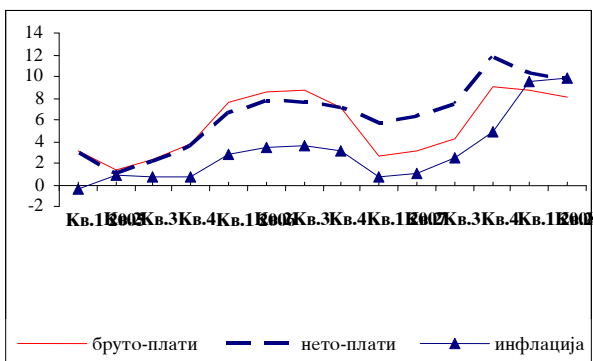


Извор: Државен завод за статистика на Република Македонија.

Останати сектори во кои бројот на вработени лица бележи позначаен пораст се: рударството (52,5%), туризмот (15,2%) и комуникациите (16,8%). Зголемениот број на вработени лица во рударството и во комуникациите е резултат на рестартираните и проширените, како и на новоотворените капацитети во овие сектори во втората половина на 2007 година, што услови пораст на побарувачката на работна сила. Порастот на вработеноста во туризмот е во согласност со зголемената побарувачка на туристички услуги (мерена преку бројот на туристи кој бележи пораст од 17,4% на годишна основа), имајќи ја предвид подобрата зимска туристичка сезона оваа година.

Графикон 21

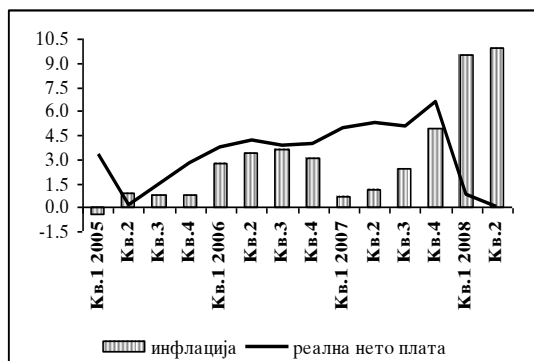
Просечна исплатена бруто и нето-плата (годишни номинални промени, во %)



Извор: Државен завод за статистика на Република Македонија.

Графикон 22

Реална нето-плата (годишни промени, во %)



Просечните исплатени плати во економијата во првата половина на 2008 година и натаму бележат висок номинален пораст, кој главно претставува пренесен ефект од зголемувањето на нивото на платите во последниот квартал на 2007 година. Така, наспроти високиот раст на просечните исплатени нето и бруто-плати<sup>19</sup> од 10,2%, односно

<sup>19</sup> Извор за платите: Државен завод за статистика. Вкупните исплатени бруто-плати опфаќаат: исплатени нето-плати за извештајниот месец, платен персонален данок и платени придонеси (за пензиско и инвалидско осигурување, за

од 8,4% во однос на првото полугодие од претходната година, исплатените плати во јуни 2008 година во однос на декември 2007 година бележат умерен пораст (нето-платите од 1,4% и бруто-платите од 0,1%). Понискиот раст на бруто-платите произлегува од намалената стапка на персоналниот данок на доход од 12% на 10% од почетокот на 2008 година. Доколку се земе предвид дека годишната инфлација во првата половина на 2008 година изнесуваше 9,7%, реалниот пораст на нето-платата изнесува 0,4%, додека бруто-платите бележат пад од 1,2%.

Номинален пораст на просечните исплатени плати е забележан во сите дејности од економијата (со исклучок на рибарството). И натаму најинтензивен пораст на платите е забележан во јавниот сектор (пораст од 11% во јавната управа и одбрана, 10,7% во образованието и 15,8% во здравството), главно заради зголемувањето на платите во овој сектор реализирано во последниот квартал од 2007 година. Значајно повисоки плати во однос на истиот период од 2007 година се исплатени и во градежништвото (11,7%), рударството (9,8%), преработувачката индустрија (9,4%), земјоделството (9%) и финансиското посредување (9,9%), што соодветствува и со порастот на активноста во овие дејности. Сепак, реален пораст на платите е забележан само во неколку дејности (позначаен во градежништвото и во јавниот сектор).

Продуктивноста на трудот во првата половина на 2008 година е зголемена за 2,4% на годишна основа, во услови на повисок пораст на домашното производство во однос на порастот на вработеноста. Од друга страна, номиналните трошоци по единица труд бележат пораст за 5,9%, поради присуството на базичниот ефект кој произлегува од натамошниот висок номинален годишен пораст на бруто-платите. Ваквите движења упатуваат на присуство на инфлаторни притисоци од реалниот сектор на економијата, имајќи предвид дека платите претставуваат инпут во цената на чинење на производителите од домашните производители. Значајно е што овие притисоци не се интензивираат, со оглед на непроменетоста на номиналните трошоци по единица труд во однос на претходното полугодие.

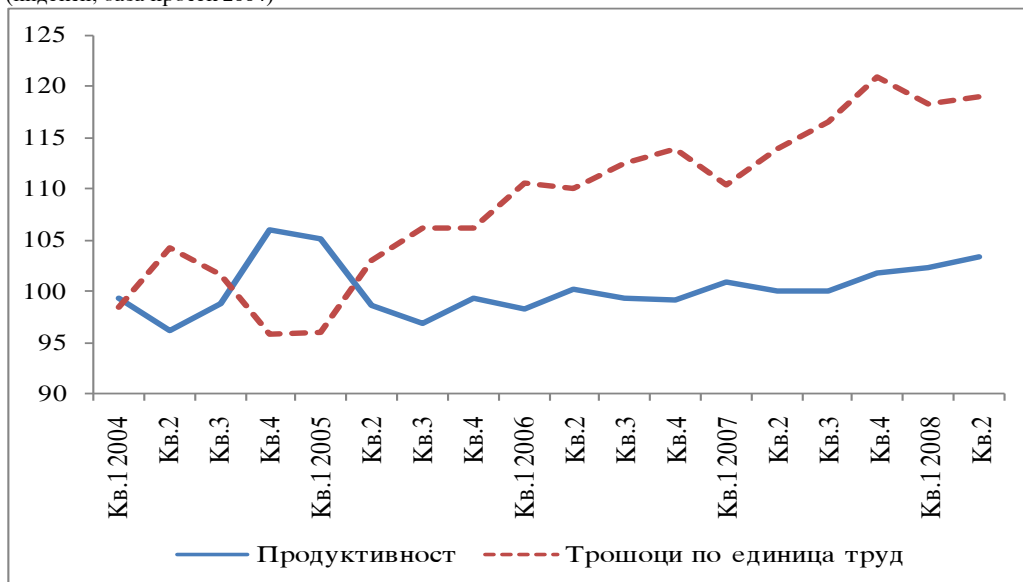
---

здравствено осигурување, за вработување, за професионално заболување и за водостопанство). Податоците се однесуваат на исплатените плати, независно на кој месец се однесуваат.

Графикон 23

Продуктивност и трошоци по единица труд во македонската економија

(индекси, база просек 2004)



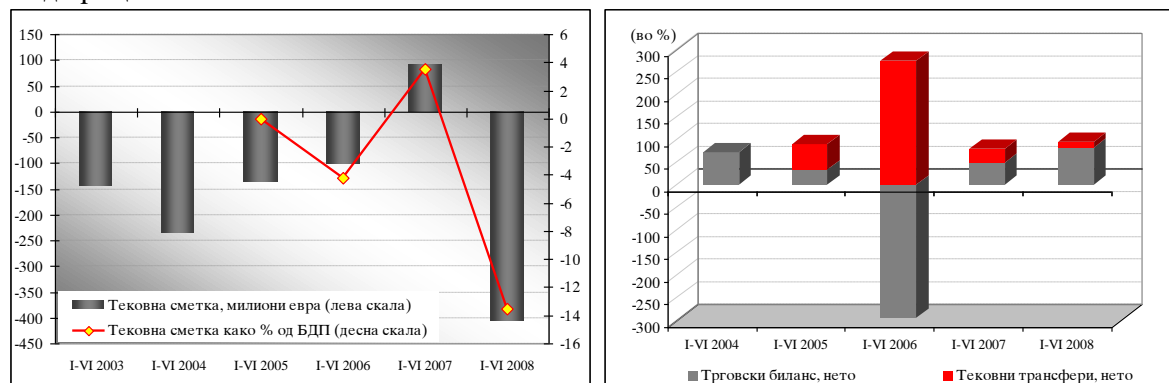
Извор: Државен завод за статистика на Република Македонија, пресметки и анализи на НБРМ.

## 2.4. Биланс на плаќања

Зголемената домашна побарувачка, при интензивен раст на инвестициската активност, имаше преносни ефекти и врз увозот, што при неповолни услови на размена (пад на цените на никелот и раст на светските цени на енергијата) доведе до натамошно продлабочување на негативниот јаз во трговското салдо. Воедно, континуираната негативна динамика на приватните трансфери<sup>20</sup>, стимулирана од неизвесното економско окружување и растечките инфлациски очекувања, исто така придонесе за негативни поместувања во тековната сметка. Така, во првата половина на 2008 година, дефицитот на тековната сметка изнесува 407,3 милиони евра, наспроти суфицитот од 92 милиона евра во истиот период на 2007 година.

Графикон 24

Тековна сметка и придонес на одделните поголеми компоненти во годишната промена на дефицитот на тековната сметка



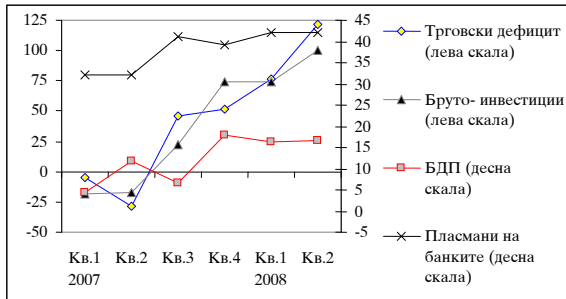
Извор: Народна банка на Република Македонија.

<sup>20</sup> Започната од крајот на 2007 година.

Трговскиот дефицит во првите шест месеци на 2008 година достигна 945 милиони евра (што претставува годишен раст од 99,3%), при позабрзан годишен пораст на увозот од извозот (од 36,8% и 12,2%, соодветно). Продлабочувањето на трговското салдо, пред сè се должи на зголемените дефицити во размената на железо и челик, нафта и нафтени деривати, електрична енергија и возила, што се должи на зголемената домашна побарувачка (во услови на висок економски раст и инвестиции во земјата), негативниот надворешен ценовен шок и понатамошната кредитна експанзија.

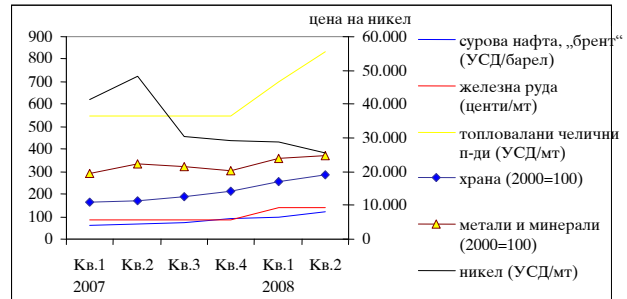
Графикон 25

Годишни стапки на промена, во %



Извор: НБРМ и ДЗС.

Светски цени на определени производи



Извор: www.worldbank.org; commodity price index.

Растечката извозна побарувачка во првата половина на годината, главно се одрази со зголемен извоз на нафтени деривати, како резултат на повисоките цени и зголемената домашна понуда. Покрај тоа, значен пораст на извозот е забележан и кај рудите, што е во согласност со зголемената експлоатација на руди, како и кај облеката и текстилот. Наспроти тоа, забележителен пад бележи извозот на железо и челик, што се должи пред сè на намалениот извоз на феро-никел (пад од околу 50%), во услови на пад на цената на никелот на светските берзи, намалена странска побарувачка и транспортни проблеми при извозот. Притоа, очекувањата за забавување на растот во економиите каде се алоцира најголем дел од македонскиот извоз претставуваат потенцијален ризик за динамиката на извозот во наредниот период. Со тоа уште повеќе до израз би дошол ефектот на намалената странска побарувачка, што заедно со конкурентниот увоз, според Анкетата за деловни тенденции во преработувачката индустрија, се едни од најзначајните фактори кои го ограничуваат домашното производство, а со тоа и извозот.

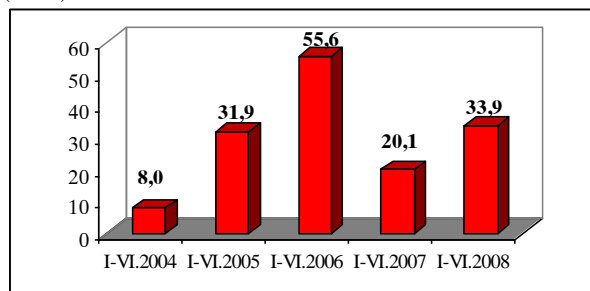
Табела 1

Извоз и увоз на стоки по одделните групи производи и нивниот придонес во промената на извозот и увозот во првата половина на 2008 година\*

	I-VI.2007	I-VI.2008	годишни промени		придонес
	во милиони евра	во мил. евра	во %	во %	во %
<b>Трговски дефицит</b>	<b>-474,1</b>	<b>-945,0</b>	<b>-470,9</b>	<b>99,3</b>	
<b>Извоз</b>	<b>1.202,7</b>	<b>1.349,6</b>	<b>146,9</b>	<b>12,2</b>	<b>100,0</b>
Производи за храна	81,3	95,8	14,4	17,7	9,8
Пијалаци и тутун	70,7	68,7	-2,0	-2,8	-1,3
Суровини, освен гориво	64,5	99,9	35,4	54,9	24,1
<i>од кои: мейјална руда и оџијадоци</i>	<i>48,0</i>	<i>84,1</i>	<i>36,1</i>	<i>75,2</i>	<i>24,6</i>
Минерални горива, мазива и сл.	48,4	105,0	56,6	116,9	38,5
<i>од кои: нафта и нафтиени деривати</i>	<i>47,2</i>	<i>102,1</i>	<i>54,9</i>	<i>116,4</i>	<i>37,4</i>
Животински и растителни масла	0,4	4,2	3,8	957,2	2,6
Хемиски производи	45,6	53,9	8,3	18,2	5,7
Производи класирани по материјали	573,6	564,2	-9,4	-1,6	-6,4
<i>од кои: железо и челик</i>	<i>489,4</i>	<i>465,5</i>	<i>-24,0</i>	<i>-4,9</i>	<i>-16,3</i>
Машини и транспортни уреди	47,6	61,3	13,7	28,8	9,3
Разни готови производи	270,1	295,3	25,3	9,3	17,2
<i>од кои: облека</i>	<i>222,8</i>	<i>239,1</i>	<i>16,3</i>	<i>7,3</i>	<i>11,1</i>
Трансакции и неспомнатата стока	0,5	1,3	0,7	144,1	0,5
<b>Увоз</b>	<b>1.676,8</b>	<b>2.294,6</b>	<b>617,8</b>	<b>36,8</b>	<b>100,0</b>
Производи за храна	173,3	201,1	27,8	16,1	4,5
Пијалаци и тутун	13,1	15,4	2,3	17,4	0,4
Суровини, освен гориво	84,8	113,2	28,4	33,5	4,6
Минерални горива, мазива и сл.	268,2	509,9	241,7	90,1	39,1
<i>од кои: нафта и нафтиени деривати</i>	<i>191,5</i>	<i>342,8</i>	<i>151,3</i>	<i>79,0</i>	<i>24,5</i>
<i>електрична енергија</i>	<i>47,6</i>	<i>117,2</i>	<i>69,6</i>	<i>146,2</i>	<i>11,3</i>
Животински и растителни масла	11,4	25,0	13,5	118,3	2,2
Хемиски производи	170,9	204,0	33,1	19,4	5,4
Производи класирани по материјали	522,6	631,0	108,4	20,7	17,5
<i>од кои: железо и челик</i>	<i>196,2</i>	<i>272,7</i>	<i>76,5</i>	<i>39,0</i>	<i>12,4</i>
Машини и транспортни уреди	316,2	453,8	137,6	43,5	22,3
<i>од кои: друмски возила</i>	<i>106,2</i>	<i>154,2</i>	<i>47,9</i>	<i>45,1</i>	<i>7,8</i>
<i>индустриски машини и делови</i>	<i>43,5</i>	<i>65,5</i>	<i>22,1</i>	<i>50,8</i>	<i>3,6</i>
<i>телекомуникациски апарати</i>	<i>39,2</i>	<i>63,1</i>	<i>23,9</i>	<i>61,0</i>	<i>3,9</i>
Разни готови производи	114,9	139,6	24,7	21,5	4,0
Трансакции и неспомнатата стока	1,4	1,6	0,2	17,2	0,0

\* Според Стандардната меѓународна трговска класификација (СМТК).  
Извор: Државен завод за статистика на Република Македонија.

Графикон 26  
Покриеност на трговскиот дефицит со странски директни инвестиции (во %)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Високиот пораст на увозот во голема мера произлегува од интензивниот раст на цената на енергентите на светските берзи, како и од увозната зависност на домашното производство и извозниот сектор, што во услови на зголемено индустриско производство и зголемени инвестиции услови зголемена домашна побарувачка на стоки од странство. Така, порастот на увозот, во најголем дел произлегува од повисокиот увоз на енергија, пред сè увоз на нафта и електрична енергија (придонес од 62,6% и

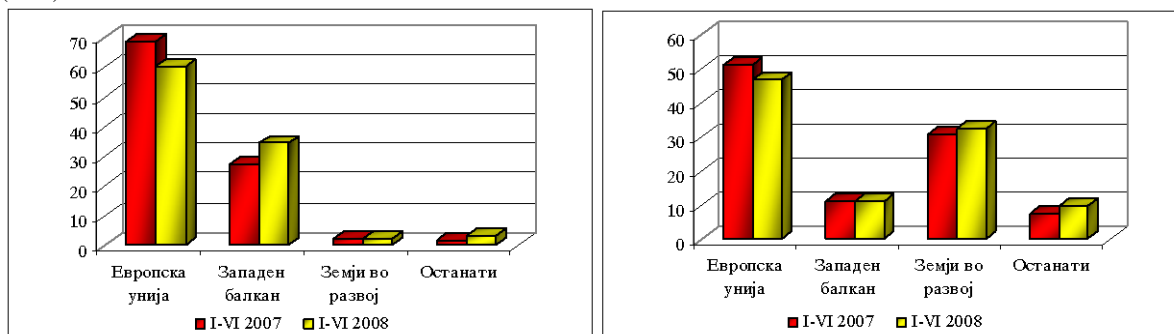
28,8% во увозот на енергија), што се должи на надворешниот ценовен шок и зголемената побарувачка на овие енергенти. Зголеменото производство во индустријата предизвика зголемен увоз на сировини и опрема, односно железо и челик, руда, телекомуникациски апарати и индустриски и електрични машини (со вкупен придонес во вкупниот увоз од 26,9%).

Континуираниот раст на цените на нафтата и храната, кои доведоа до пораст на увозната инфлација и зголемување на домашните цени, а во услови на пад на цената на никелот, придонесе за влошување на условите на размена. Сепак, земајќи ја предвид најновата динамика на цените на нафтата и храната, кои од јули бележат месечен пад, може да се очекува мало забавување на негативниот тренд кај условите на размена. Наспроти тоа, падот на цената на никелот се очекува да продолжи и во наредните месеци, со што би се намалил позитивниот ефект од намалените цени на нафтата и храната. Притоа, доколку продолжи економскиот раст со исто темпо, а во услови на значајна доходна еластичност на увозот, тоа може да доведе до понатамошно влошување на трговскиот биланс и тековната сметка, односно до зголемување на надворешната нерамнотежа. Во секој случај, во процесот на конвергенција кон поразвиените економии, како фаза низ која поминаа централноевропските земји, раст на трговскиот дефицит може и натаму да се очекува, а истиот на среден рок би требало да биде неутрализиран преку растот и диверзификацијата на извозот. Воедно, забележана е и зголемена стапка на покриеност на трговскиот дефицит со странски директни инвестиции, што укажува на надминување на дел од разликата помеѓу извозот и увозот со релативно стабилен извор на финансирање, коешто на среден рок може да придонесе за стеснување или елиминирање на негативниот извозно-увозен јаз.

Од аспект на географската дистрибуција, позитивното салдо остварено во првата половина на 2008 година со Србија и Грција бележи раст во однос на истиот период од 2007 година, а во трговската размена со Бугарија имаме поместување од нето-увоз во 2007 година кон нето-извоз во 2008 година, како резултат на зголемениот извоз на руди. Од друга страна, позитивното салдо со Белгија и Шпанија е намалено заради намалениот извоз на феро-никел кон овие две земји. Зголемената домашна побарувачка и високите цени на нафтата и електричната енергија придонесоа за зголемување на увозот од Русија и Швајцарија и продлабочување на трговскиот дефицит со овие земји (за 88,5% и за 3,9 пати, соодветно).

## Графикон 27

Географска дистрибуција на извозот и увозот на стоки (во%)



Извор: Државен завод за статистика на Република Македонија.

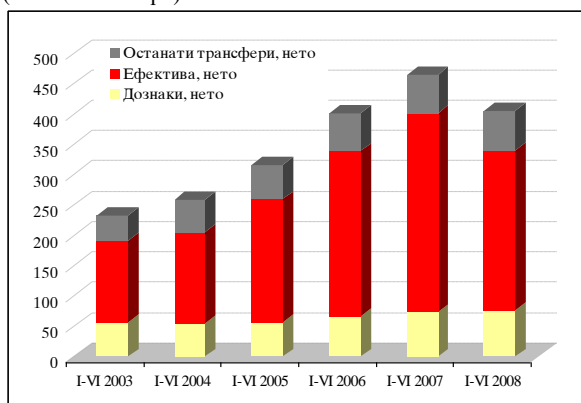
Согласно со зголемениот обем на надворешна трговија, пред сè зголемување на увозот на стоки, во првата половина на 2008 година во *подбилансот на услуги* е остварен дефицит од 9,3 милиони евра (во споредба со дефицит од 0,1 милион евра, во првите шест месеци од 2007 година). Ваквата динамика произлегува главно од повисоките нето-одливи врз основа на транспортни услуги, каде како дел од причините



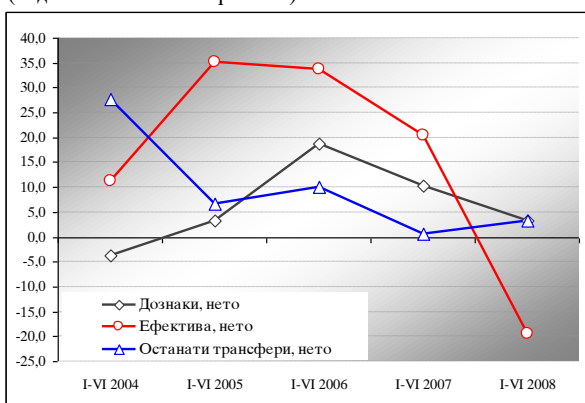
се наведуваат транспортните проблеми со кои се соочуваат домашните компании и поскапите алтернативни решенија. Негативно салдо е забележано и кај *билансот на доход*, кое изнесува 0,8 милиони евра (наспроти суфицитот од 20,5 милиони евра во истиот период од 2007 година). Притоа, во услови на повисоки приливи од странски директни инвестиции, нето-одливи (од 46,2 милиона евра) се забележани врз основа на дивиденди на странски инвеститори.

## Графикон 28

Динамика на приватни трансфери по компоненти на нето-основа  
(во милиони евра)



(годишни стапки на промена)

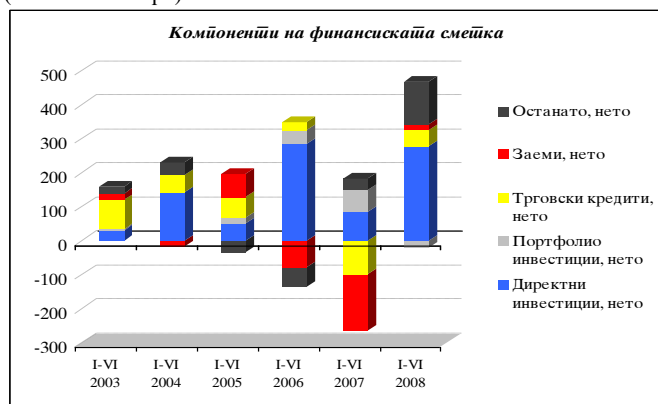


Извор: Народна банка на Република Македонија.

Во првото полугодие на 2008 година, кај тековните трансфери е забележано годишно намалување на суфицитот (од 11,2%), што при порастот на официјалните трансфери<sup>21</sup> главно произлегува од намалените нето-приливи врз основа на приватни трансфери. Притоа, динамиката на приватните трансфери е водена од движењата на нивната доминантна компонента, нето-приливите по неформален канал (проценети врз основа на нето-ефективата од менувачкиот пазар која се слеза во банкарскиот сектор), при што нето-откупот на девизи на менувачкиот пазар бележи годишен пад во првото полугодие од 19,4%. Сепак, следејќи ја неговата месечна динамика во вториот квартал на 2008 година може да се забележи забавување на стапката на пад, што кореспондира со стабилизирањето на инфлацијата, како и со намалената политичка неизвесност.

## Графикон 29

Компоненти на финансиска сметка  
(во милиони евра)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Негативното салдо во тековните трансакции во целост беше финансирано преку растечките приливи во *капиталниот и финансискиот сметка* (нето-приливи од 450,9 милиони евра, наспроти нето-одливите од 83,8 милиони евра во првата половина на 2007 година во услови на повисоки отплати на долг).

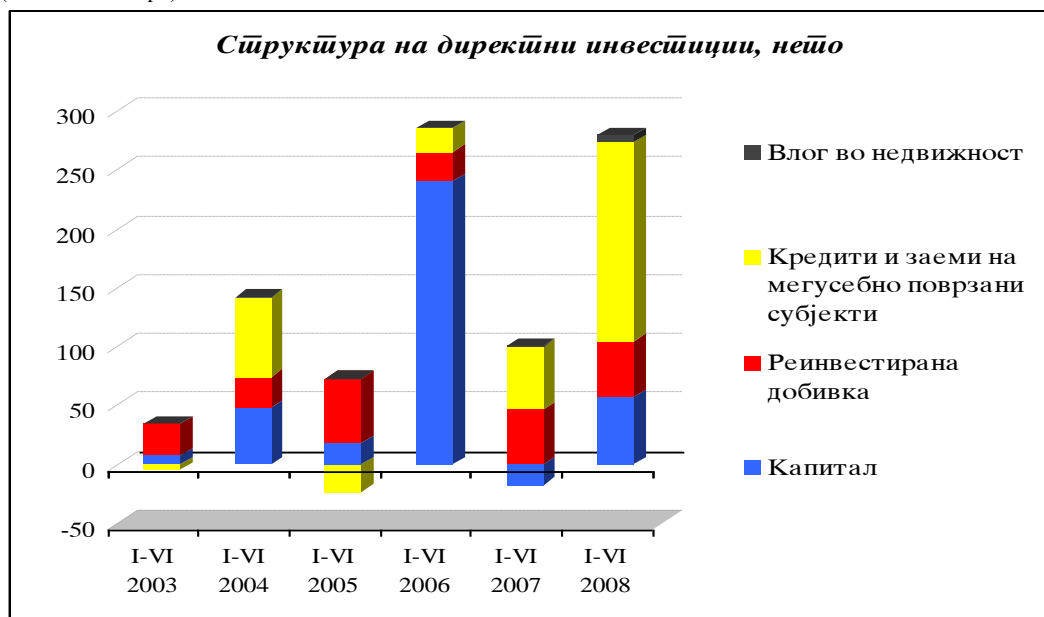
Притоа, најголем дел (62,6%) од приливите во првата половина на 2008 година доаѓаат од одржливи и стабилни извори, односно потекнуваат од директни инвестиции,

<sup>21</sup> Во јуни 2008 година пристигна холандска донација во износ од 7 милиони евра.

што укажува на подобрена бизнис-клима и зголемена заинтересираност на странските инвеститори за инвестирање во македонската економија.

Графикон 30

Структура на странските директни инвестиции  
(во милиони евра)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Во однос на структурата на СДИ, доминантно учество (61,1%) заземаат кредитите и заемите на меѓусебно поврзани субјекти, по што следат капиталот и реинвестираната добивка со 20,2% и 16,7%, соодветно. Зголемените странски инвестиции, заедно со стабилизирањето на очекувањата и преземените монетарни мерки придонесоа за зголемување на понудата на девизи на девизниот пазар и намалување на притисоците за депрецијација на девизниот курс (присутни во јануари и април 2008 година кога и НБРМ интервенира со нето-продажба на девизи), така што во наредните два месеца беше регистрирана повисока понуда на девизи и нето-откуп од страна на НБРМ.

Од друга страна, пак, во првата половина на 2008 година, во услови на забавена активност на Македонската берза беа регистрирани и нето-одливи врз основа на портфолио-инвестиции од 19,5 милиони евра, односно пад од 2,3 пати на годишна основа. Така, учеството на странските инвеститори на страната на продажбата (40%) е поголемо од она на страната на купувањето (36%), во услови на драстично намалување на ликвидноста во глобални рамки, вклучително и во земјите коишто се најголеми инвеститори во хартии од вредност во Република Македонија.

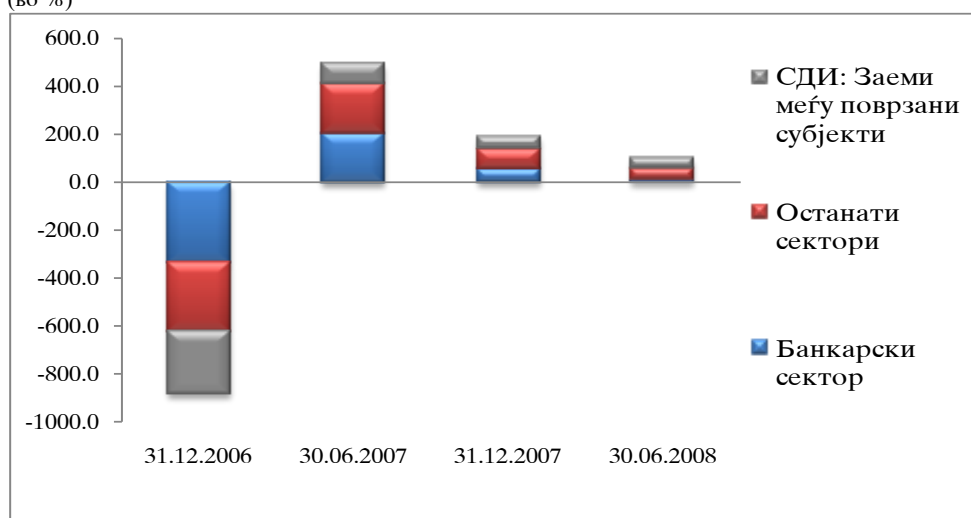
Покрај зголемените нето-приливи од недолжничко финансирање, во првата половина на 2008 година е забележано повисоко нето-задолжување од странство врз основа на долгорочни кредити и заеми, пред сè заради пониските отплати во споредба со истиот период на 2007 година кога беа извршени високи предвремени отплати на јавниот долг, трговски кредити (во услови на висок трговски дефицит), како и зголемување на достасаните неплатени обврски врз основа на претходно земени кредити и заеми. Притоа, во услови на глобален недостиг на ликвидност, како и на понатамошно намалување на каматниот диференцијал помеѓу домашната активна девизна каматна стапка и ЕУРИБОР, во наредниот период може да се очекува намалено задолжување во странство на приватниот сектор. Од друга страна, очекуваното влегување на

фискалното салдо во зоната на дефицит до крајот на годината, упатува на можноста за зголемување на надворешниот долг на јавниот сектор, како еден од изворите на финансирање на буџетскиот дефицит.

На крајот на првата половина на 2008 година, бруто надворешниот долг<sup>22</sup> изнесува 3.008,7 милиони евра (што претставува 48,5% од проценетиот БДП за 2008 година) и е повисок за 23,4% во однос на истиот период од претходната година. Ваквата динамика на надворешната задолженост произлегува од зголемувањето на долгот на останатите сектори во економијата<sup>23</sup> и на заемите меѓу поврзани субјекти, кои заедно одредуваат речиси 90% од порастот на бруто надворешниот долг. Истовремено, помал пораст бележи долгот на банкарскиот сектор, како и на државниот сектор, во услови на буџетски суфицит и намалена потреба од надворешно задолжување на државата.

Графикон 31

Придонес на одделни сектори во годишниот пораст на бруто надворешниот долг (во %)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Од аспект на составните компоненти на бруто надворешниот долг, учеството на државниот сектор бележи намалување за 6,5 процентни поени на годишна основа, додека учеството на задолжувањето врз основа на заеми меѓу поврзани субјекти и на останатите сектори во економијата е повисоко за 4,9 и 2,4 процентни поени, соодветно. Набљудувано од аспект на одделните инструменти, и понатаму доминираат заемите, чиешто учество е намалено за 6,8 процентни поени во однос на истиот период од претходната година, пред сè како одраз на пониското учество на долгорочните заеми на државниот сектор и на останатите сектори, што е причина и за намалување на учеството на долгорочниот долг во рамки на рочната структура.

<sup>22</sup> Од 2007 година, НБРМ започна да изготвува и да објавува податоци за бруто надворешниот долг.

<sup>23</sup> Во останати сектори спаѓаат: небанкарски финансиски посредници, нефинансиски трговски друштва, домаќинства и непрофитни институции.

## Графикон 32

### Секторска и рочна структура на бруто надворешниот долг



\*Категоријата СДИ: Заеми меѓу поврзани субјекти е композитна категорија, којашто вклучува обврски врз основа на повеќе инструменти (заеми, трговски кредити, хартии од вредност).

Извор: Народна банка на Република Македонија.

## 2.5. Јавни финансии

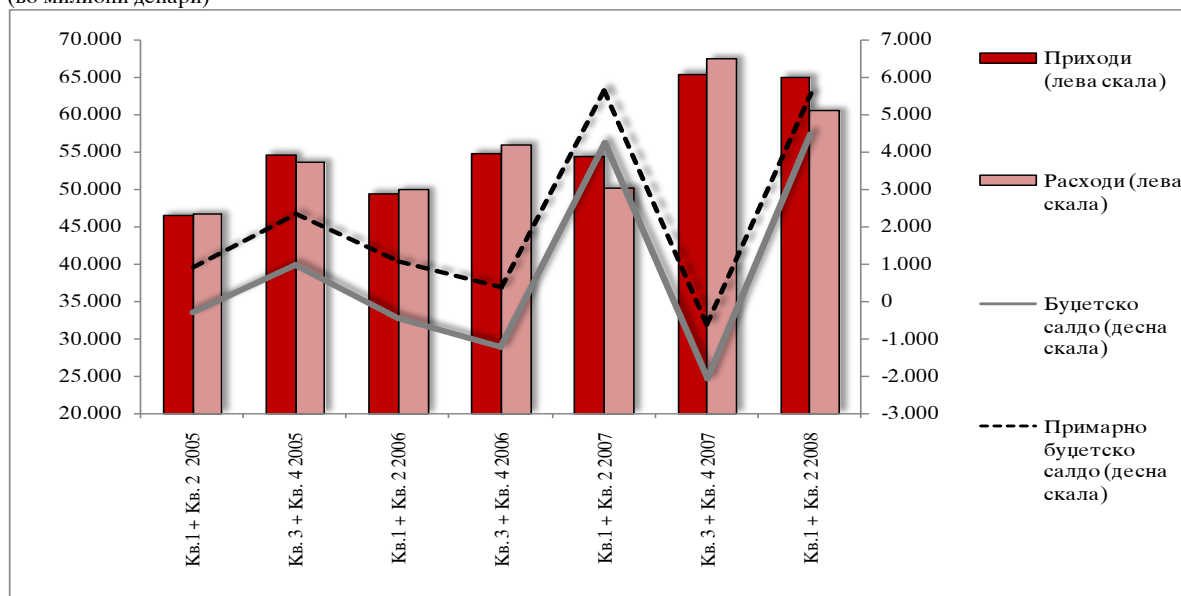
Во текот на првото полугодие на 2008 година, вкупните јавни приходи ги надминаа расходите за 7,4%, што овозможи реализација на висок буџетски суфицит од 4.474 милиони денари, односно 1,2% од проектираниот БДП за 2008 година<sup>24</sup>. Доколку буџетското салдо се коригира за каматните отплати, се добива повисоко позитивно примарно салдо (1,5% од проектираниот БДП за 2008 година). Ваквите движења се остварени во услови на намалени даночни стапки на персоналниот данок и на данокот на добивка. Имено, согласно со измените во сферата на даночното законодавство, од 1 јануари 2008 година започна примената на пропишаната намалена даночна стапка кај рамниот данок од 12% на 10%, односно кај данокот на добивка и персоналниот данок на доход. Наплатените повисоки даночни приходи, во услови на намалени даночни стапки, делумно упатуваат на поефикасни системи на прибирање на даноците и поефикасни контроли, односно зајакнат технички и институционален капацитет на даночната администрација, како и поголема мотивираност на економските субјекти за пореално искажување на финансиските резултати.

<sup>24</sup> Земена е проекцијата на БДП според која е изготвен Буџетот за 2008 година.

Графикон 33

Вкупни буџетски приходи и расходи и буџетско салдо

(во милиони денари)



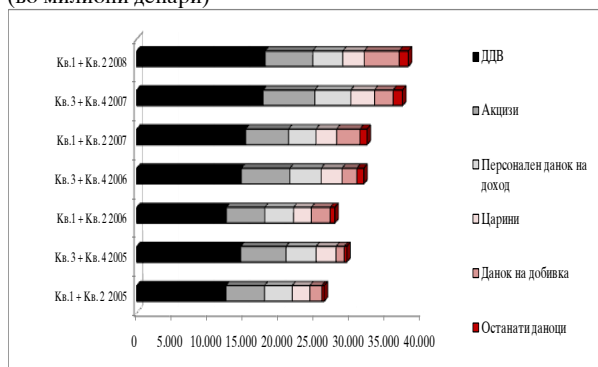
Извор: Министерство за финансии.

Во првите шест месеци на 2008 година, вкупните приходи на консолидираниот државен буџет<sup>25</sup> изнесуваа 64.853 милиони денари (17% од БДП), што претставува 50,4% од планираните приходи за годината, односно за 19,4% повеќе од приходите во истиот период на претходната година. Даночните приходи (како доминантна приходна компонента со учество од 58,7% во вкупно кумулираните приходи), на годишна основа се повисоки за 17,9%, како одраз на зголемените приходи од сите видови даночни категории. Притоа, главна детерминанта на порастот на вкупните даночни приходи и натаму се приходите од ДДВ (годишен пораст од 18%, во согласност со зголемените потрошувачки цени и поголемиот промет во трговијата), по што следуваат приходите од акцизи, со учество од 17,5% во вкупните реализирани даночни приходи во првата половина на годината. Највисока стапка на годишен пораст од 49,7%, во првото полугодие на 2008 година е забележана кај приходите од наплата на данокот на добивка, што укажува на подобрена ефикасност на наплатата и раст на профитабилноста на корпоративниот сектор. Приходите од придонесите, како значајна приходна ставка со учество од 27,7% во вкупните јавни приходи, остварија годишен пораст од 13,8%, при реализиран пораст на придонесите кај сите фондови. Во првите шест месеци на 2008 година, најголем дел од неданочните приходи на Буџетот се однесуваат на приходите што ги реализираат буџетските корисници на сопствените сметки врз основа на самофинансирачки активности (45,2% од вкупните неданочни приходи во анализираниот период), а позначајни приливи беа реализирани и врз основа на трансферираната добивка од НБРМ во Буџетот на Република Македонија. Значајно зголемување на годишна основа бележат и капиталните приходи (што се должи главно на продажбата на општествени станови и државно градежно земјиште), додека врз основа на странски донации беа реализирани вкупно 428 милиони денари.

<sup>25</sup> Анализата се темели на консолидираниот државен буџет, којшто ги опфаќа централниот државен буџет и фондовите.

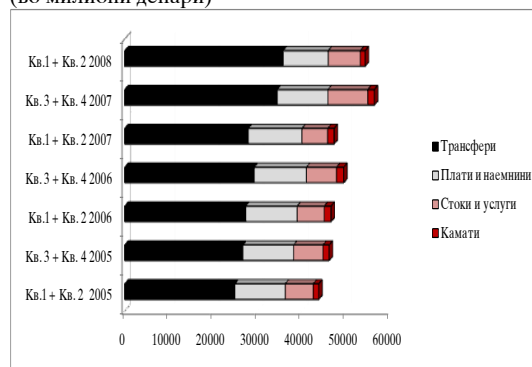
Графикон 34

Структура на даночните приходи  
(во милиони денари)



Графикон 35

Структура на тековните расходи  
(во милиони денари)



Извор: Министерство за финансии.

Во првото полугодие на годината беа реализирани 45% од вкупните планирани расходи за годината, што претставува 15,8% од БДП, или за 20,5% повеќе од истиот период од претходната година. Во структурата на реализираните вкупни расходи, тековните расходи учествуваат со 90%, додека капиталните расходи имаат учество од 10%. Во рамки на тековните трошоци, најголеми расходни ставки се трансферите (65,9% од вкупните тековни расходи), коишто на годишна основа се повисоки за 28,2%. Доколку се анализираат трошоците за плати и надоместоци, тие бележат годишно намалување од 16%. Ваквата промена, во услови на пораст на платите во јавната администрација, се должи на отпочнувањето на втората фаза од процесот на фискалната децентрализација<sup>26</sup>, со која исплатата на платата на зголемен дел од јавната администрација се извршува преку локалната самоуправа. Следствено, трансферите кон локалните власти бележат петкратен годишен пораст (4.568 милиони денари во првата половина на 2008 година, наспроти 884 милиони денари во истиот период на претходната година). Значителен пораст бележи и ставката „останати трансфери“ (2.305 милиони денари во првата половина на 2008 година, наспроти 1.464 милиони денари во истиот период на претходната година), во чии рамки се вклучени доделените субвенции на земјоделците.

<sup>26</sup> Почнувајќи од јули 2007 година, кај општините што ги исполниле критериумите за пристапување кон втората фаза од фискалната децентрализација, трошоците за надоместоци и плати на вработените во четири сектори од локалната јавна администрација (образование, социјална политика и детска заштита, култура и здравство) се финансираат преку блок-дотации, кои влегуваат во буџетската ставка „други трансфери“.

Табела 2  
Консолидиран буџет (централна државна власт и фондови)

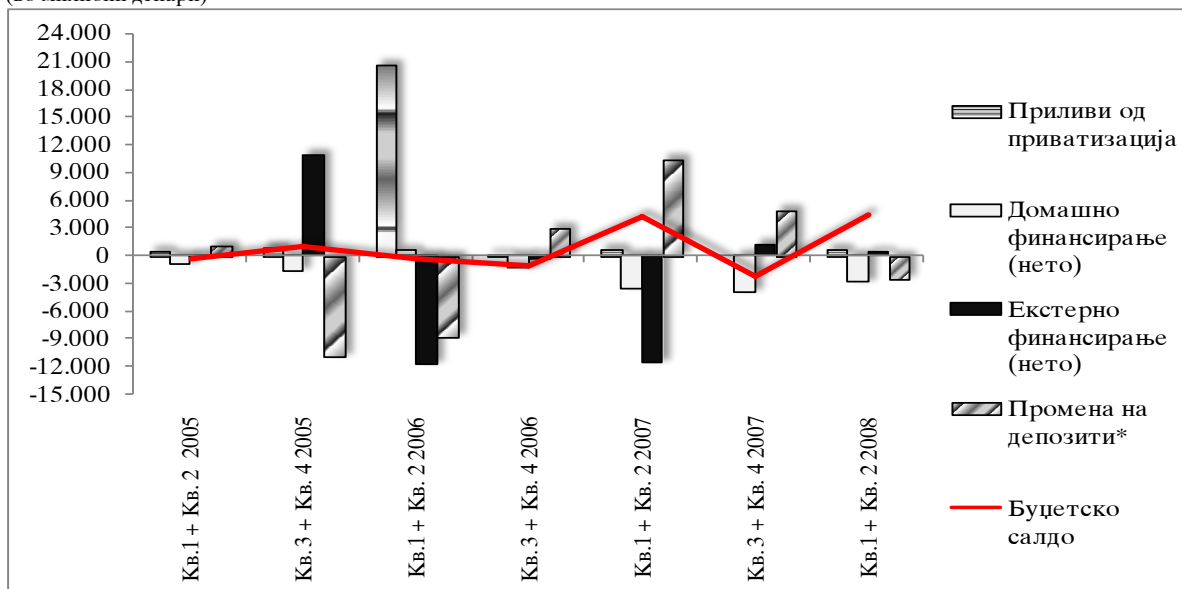
	2007		2008	
	Кв.1 + Кв. 2	Кв.1 + Кв. 2	Кв. 1 + Кв. 2 2008 / Кв.1 + Кв. 2 2007	Реализација
	во милиони денари		во %	во %
<b>ВКУПНИ ПРИХОДИ</b>	<b>54.327</b>	<b>64.853</b>	<b>19,4</b>	<b>50,4</b>
<b>Даночни приходи и придонеси</b>	<b>48.126</b>	<b>56.139</b>	<b>16,7</b>	<b>52,3</b>
Даночни приходи (ССП)*	104	166	59,6	41,4
Даноци приходи	32.269	38.052	17,9	51,7
Персонален данок на доход	3.850	4.209	9,3	50,5
Данок на добивка	3.272	4.898	49,7	93,2
ДДВ	15.256	18.002	18,0	49,6
Акцизи	6.014	6.680	11,1	47,1
Увозни давачки	2.882	2.995	3,9	40,4
Други даноци	995	1.268	27,4	58,3
Придонеси	15.753	17.921	13,8	54,0
Фонд за ПИОМ	10.190	12.010	17,9	53,3
Завод за вработување	707	841	19,0	57,7
Фонд за здравство	4.856	5.070	4,4	54,9
<b>Неданочни приходи</b>	<b>5.365</b>	<b>7.584</b>	<b>41,4</b>	<b>40,4</b>
Неданочни приходи (ССП)*	<b>2.956</b>	<b>3.425</b>	<b>15,9</b>	<b>34,5</b>
Профит од јавни финансиски институции	<b>440</b>	<b>1.384</b>	<b>214,5</b>	<b>40,5</b>
Народна банка на Република Македонија	<b>258</b>	<b>1.289</b>	<b>399,6</b>	<b>368,3</b>
Агенција за управување со средства	<b>64</b>	<b>0</b>	<b>-100,0</b>	<b>0,0</b>
Други приходи од имот	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>-42,9</b>	
Камати од депонирани средства во НБРМ	<b>110</b>	<b>88</b>	<b>-20,0</b>	<b>29,3</b>
Дивиденди	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>190,0</b>	<b>0,1</b>
Административни такси	<b>803</b>	<b>924</b>	<b>15,1</b>	<b>54,4</b>
Партиципација за здравствени услуги	<b>148</b>	<b>240</b>	<b>62,2</b>	<b>59,9</b>
Други административни такси	<b>140</b>	<b>264</b>	<b>88,6</b>	<b>88,0</b>
Други неданочни приходи	<b>150</b>	<b>324</b>	<b>116,3</b>	<b>26,9</b>
Надоместоци за Фондот за патишта	<b>728</b>	<b>1.023</b>	<b>40,5</b>	<b>56,7</b>
<b>Капитални приходи</b>	<b>318</b>	<b>620</b>	<b>95,0</b>	<b>89,2</b>
<b>Странски донации</b>	<b>459</b>	<b>428</b>	<b>-6,8</b>	<b>21,5</b>
<b>Приходи од наплатени заеми</b>	<b>59</b>	<b>82</b>	<b>39,0</b>	
<b>ВКУПНИ РАСХОДИ</b>	<b>50.094</b>	<b>60.379</b>	<b>20,5</b>	<b>45,0</b>
<b>Тековни трошоци</b>	<b>47.316</b>	<b>54.333</b>	<b>14,8</b>	<b>48,1</b>
Плати и надоместоци	<b>12.137</b>	<b>10.192</b>	<b>-16,0</b>	<b>43,9</b>
Стоки и услуги	<b>5.813</b>	<b>7.242</b>	<b>24,6</b>	<b>38,7</b>
Трансфери	<b>27.926</b>	<b>35.798</b>	<b>28,2</b>	<b>52,2</b>
Трансфери (ССП)*	<b>355</b>	<b>772</b>	<b>117,5</b>	<b>80,3</b>
Социјални трансфери	<b>24.785</b>	<b>27.645</b>	<b>11,5</b>	<b>52,2</b>
<i>Фонд за ПИОМ</i>	<b>13.848</b>	<b>15.955</b>	<b>15,2</b>	<b>51,8</b>
<i>Завод за вработување</i>	<b>854</b>	<b>775</b>	<b>-9,3</b>	<b>44,7</b>
<i>Социјална помош</i>	<b>1.902</b>	<b>2.026</b>	<b>6,5</b>	<b>48,9</b>
<i>Здравствена заштита</i>	<b>8.181</b>	<b>8.889</b>	<b>8,7</b>	<b>54,7</b>
Други трансфери	<b>2.750</b>	<b>7.350</b>	<b>167,3</b>	<b>50,1</b>
Бегалци	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>-13,9</b>	<b>44,3</b>
Каматни плаќања	<b>1.440</b>	<b>1.101</b>	<b>-23,5</b>	<b>47,7</b>
Камати по домашен долг	<b>549</b>	<b>548</b>	<b>-0,2</b>	<b>57,6</b>
Камати по надворешен долг	<b>891</b>	<b>553</b>	<b>-37,9</b>	<b>40,7</b>
Гаранции	<b>0</b>	<b>0</b>		
<b>Капитални трошоци</b>	<b>2.778</b>	<b>6.046</b>	<b>117,6</b>	<b>28,2</b>
Инвестиции во постојани средства	<b>1.924</b>	<b>4.008</b>	<b>108,3</b>	<b>24,3</b>
Капитални трансфери	<b>850</b>	<b>2.038</b>	<b>139,8</b>	<b>41,0</b>
<b>БУЏЕТСКИ ДЕФИЦИТ / СУФИЦИТ</b>	<b>4.233</b>	<b>4.474</b>		
<b>Финансирање</b>	<b>-4.233</b>	<b>-4.474</b>		
<b>Прилив</b>	<b>11.968</b>	<b>-788</b>		
Приходи од приватизација	<b>661</b>	<b>661</b>		
Странски заеми	<b>648</b>	<b>1.033</b>		
Депозити	<b>10.474</b>	<b>-2.476</b>		
Државни записи	<b>176</b>	<b>-96</b>		
Продажба на акции	<b>9</b>	<b>89</b>		
<b>Одлив</b>	<b>16.201</b>	<b>3.686</b>		
Отплата на главница	<b>16.201</b>	<b>3.686</b>		
Надворешен долг	<b>12.364</b>	<b>710</b>		
Домашен долг	<b>3.837</b>	<b>2.976</b>		

Извор: Министерство за финансии.

Структурата на финансирањето во првата половина на 2008 година покажува нето-приливи врз основа на надворешно задолжување (323 милиони денари) и врз основа на издавање на концесии (во износ од 617 милиони денари, а се однесува на

концесија за користење на „3Г“ технологија во мобилната телефонија), додека во рамки на домашното задолжување отплатите ги надминаа приливите врз основа на ново задолжување. Притоа, покрај редовните отплати врз основа на сервисирање на обврските на државата по емитираните државни записи и структурните обврзници<sup>27</sup>, во мај 2008 година беше извршена и отплата на номиналната вредност на Континуираната државна обврзница во 2006 година<sup>28</sup> (во износ од 250 милиони денари). Согласно со остварениот буџетски суфицит и структурата на финансирањето, во првата половина на годината беше регистриран пораст на салдото на сметката на државата кај НБРМ.

Графикон 36  
Финансирање на буџетското салдо  
(во милиони денари)



\*Позитивна промена - повлекување депозити; негативна промена - кумулирање депозити.  
Извор: Министерство за финансии.

Во текот на првото полугодие, на примарниот пазар на државни хартии од вредност (вклучувајќи ги државните записи за монетарни цели, коишто на крајот на полугодие то целосно достасаа), вкупната побарувачка ја надмина вкупната понуда за 4,2%, при што просечната пондерирани каматна стапка (за сите државни записи со различна рочност) забележа пораст и во јуни достигна 7,1% (наспроти 5,2% во декември 2008 година). Порастот на каматите произлегува од промената на типот на аукции, односно воведувањето на тендер со износи и зголемувањето на каматните стапки во текот на мај и јуни<sup>29</sup>. Притоа, беа реализирани краткорочни државни хартии од вредност за фискални цели во износ од 4.336 милиони денари, додека за исплата достасуваа вкупно 4.679 милиони денари. Следствено, преку примарниот пазар на краткорочни државни хартии од вредност беше креирана нето-ликвидност во износ од 343 милиони денари. Во текот на полугодие то се одржаа четири аукции на државни обврзници, при што беше емитирана една двегодишна и две тригодишни државни обврзници.

<sup>27</sup> Извршена исплата на редовните рати од Обврзницата за старо девизно штедење (1.560 милиони денари), Обврзницата за приватизација на „Стопанска банка“ (262 милиона денари) и Обврзницата за денационализација (904 милиони денари).

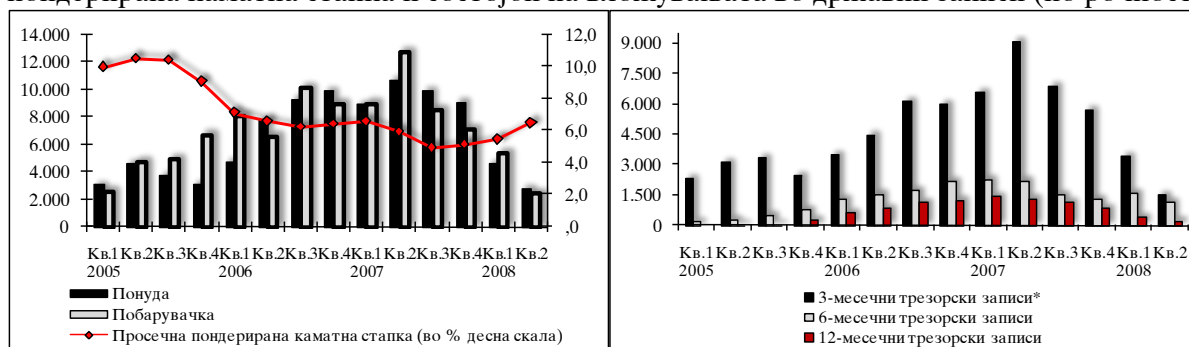
<sup>28</sup> Континуираната државна обврзница е издадена на 27.04.2006 година, со рок на достасување од две години и купонска каматна стапка од 9%, на годишно ниво.

<sup>29</sup> На 18.03.2008 година Министерството за финансии премина од тендер со каматни стапки кон одржување на аукциите на државни записи на принципот тендер со износи (ограничен), при што каматната стапка на три, шест и дванаесетмесечните државни записи беше фиксирана на 6,1%, 6,3% и 6,5%, соодветно (наспроти 5,24%, 5,61% и 5,68%, соодветно, колку што изнесуваа на последните аукции пред промената на тендерот). На аукциите одржани во текот на мај и јуни 2008 година, каматните стапки на три, шест и дванаесетмесечните државни записи беа зголемени на 7,1%, 7,2% и 7,3%, соодветно.



Графикон 37

Вкупна понуда и побарувачка на државни записи (во милиони денари) и просечна пондеризирана каматна стапка и состојби на вложувањата во државни записи (по рочност)



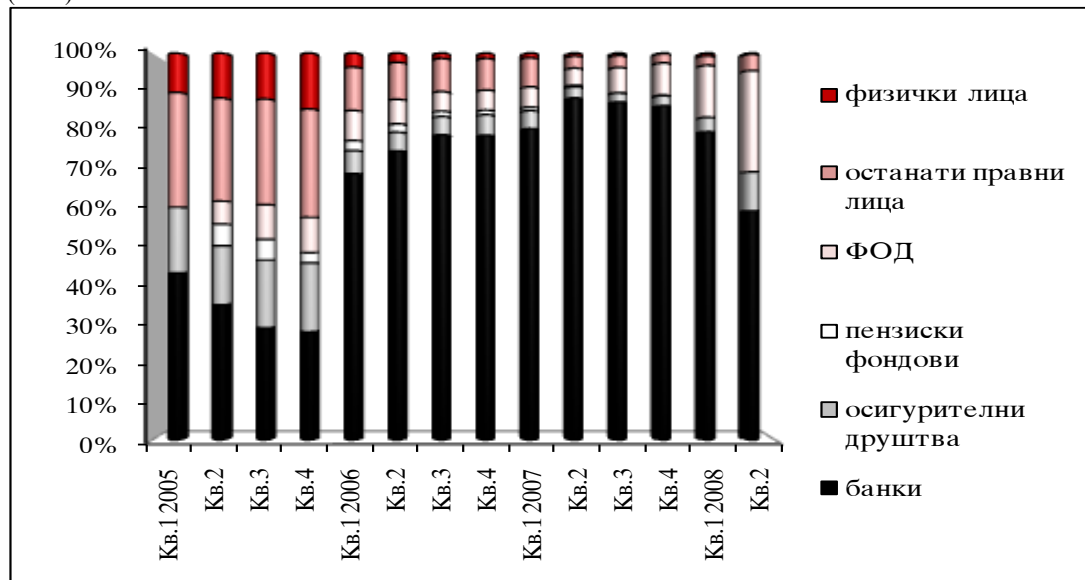
\*Ги вклучува државните записи за монетарни цели.

Извор: НБРМ и Министерство за финансии на Република Македонија.

Вкупниот јавен долг<sup>30</sup>, на крајот на првото полугодие на 2008 година во однос на крајот на претходната година, се намали за 137,5 милиони евра, или за 9,6%, при истовремено намалување на надворешниот и на домашниот јавен долг (за 9,7 милиони евра и 127,8 милиони евра, соодветно). Притоа, намалувањето на домашниот јавен долг е резултат на намалената емисија на континуирани државни хартии од вредност и на намалениот долг врз основа на структурните обврзници.

Графикон 38

Структура на на вложувањата во државни записи по инвеститори\* (во %)



\* На 07.03.2006 година, НБРМ во соработка со Министерството за финансии започна со емисија на државни записи за монетарни цели, со рок на достасување од 3 месеци.

Извор: НБРМ и Министерство за финансии на Република Македонија.

<sup>30</sup> Заради конзистентност на анализата, јавниот долг се заснова врз долгот на централната државна власт и фондовите (консолидираниот долг на државната власт без долгот на НБРМ, општините и јавните претпријатија). Имено, ваквата анализа не соодветствува со Методологијата ГФС на ММФ во која е вклучен и долгот на НБРМ, на општините и јавните претпријатија. Од друга страна, домашниот долг на централната државна власт се однесува на структурните и континуираните хартии од вредност.

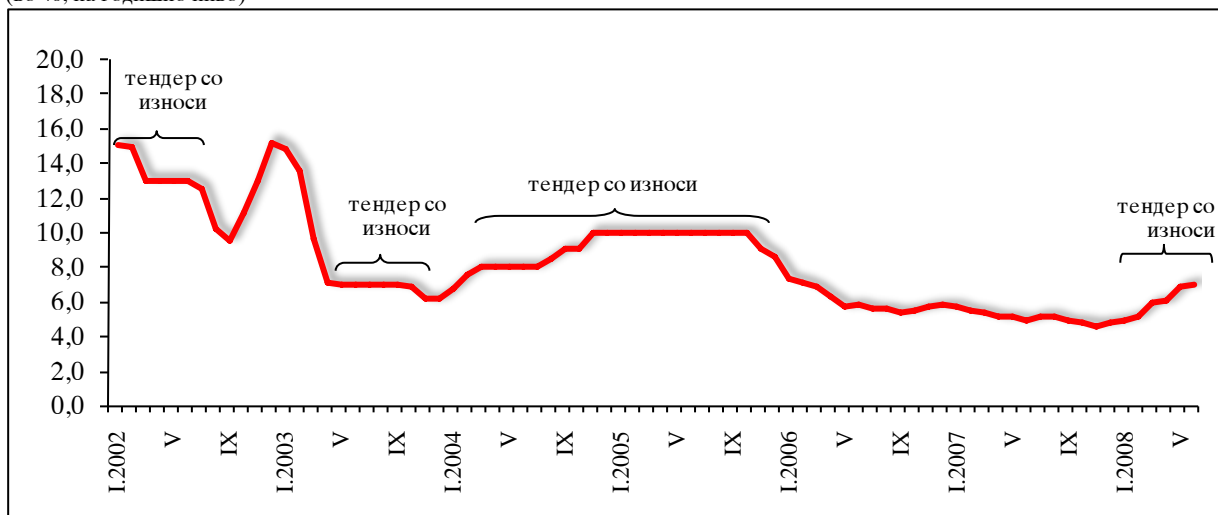
### III. Монетарна политика

Во услови на натамошен раст на инфлацијата и зголемена екстерна нерамнотежа (при продлабочување на трговскиот дефицит и намалени нето-приливи врз основа на приватни трансфери), во текот на првото полугодие на 2008 година предизвиците за монетарната политика беа концентрирани на стабилизирање на инфлациските очекувања и одржување на стабилноста на домашната валута. Имено, иако повисокото ниво на цени и растот на трговскиот дефицит, во голема мерка се должеа на фактори на страната на понудата, забрзаниот раст на платите (нецелосно компензиран со порастот на продуктивноста) и влошеното нето финансиско штедење на населението укажаа и на притисоци на страната на побарувачката. Во вакви околности, а имајќи ги предвид ризиците од потенцијално прелевање на тековните остварувања врз нивото на инфлацијата и екстерната позиција на среден рок, кон крајот на 2007 година, НБРМ започна да ја зголемува понудата на благајнички записи, што во услови на релативно висока побарувачка од страна на банкарскиот сектор иницираше тренд на раст на каматната стапка. Во текот на првото полугодие на 2008 година, НБРМ изврши промена во поставеноста на монетарните инструменти, при што на 19.02.2008 година, НБРМ премина од „тендер со каматни стапки“ кон аукцирање на благајнички записи на принципот „тендер со износи“ (неограничен) и фиксна каматна стапка, а воедно трикратно ја зголеми референтната каматна стапка, така што во мај 2008 година, таа достигна 7%. Воедно, во јуни 2008 година беа преземени дополнителни монетарни мерки во насока на забавување на кредитниот раст.

Графикон 39

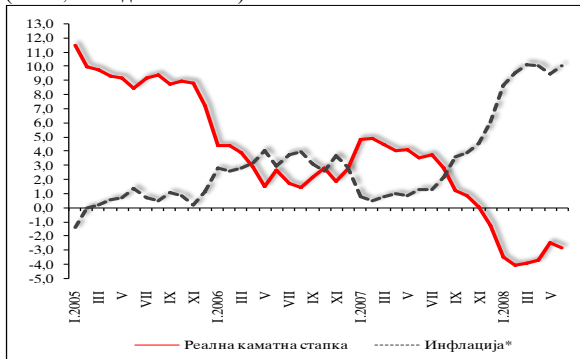
Каматна стапка на благајнички записи на НБРМ (28 дена)

(во %, на годишно ниво)

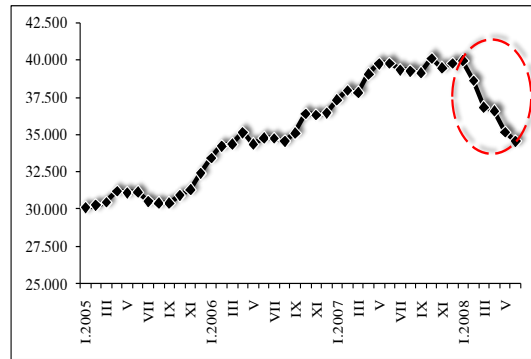


Извор: Народна банка на Република Македонија.

Графикон 40  
Каматна стапка на благајнички записи на  
НБРМ и инфлација  
(во %, на годишно ниво)



Графикон 41  
Нето-штедење на населението\*\*  
(во милиони денари)



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

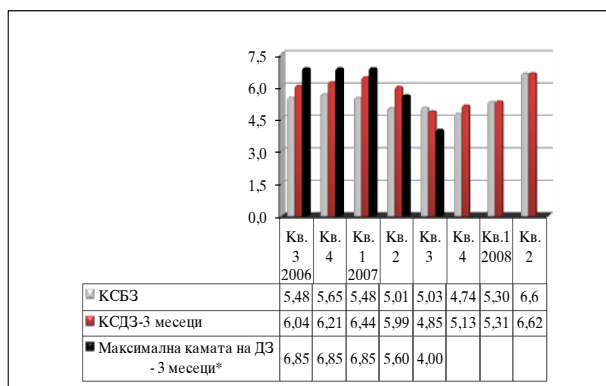
\*\* Разлика помеѓу вкупни депозити и вкупни кредити на населението.

Извор: Народна банка на Република Македонија и Државен завод за статистика.

Потенцијалните долготрајни последици од рапидниот раст на кредитите на населението врз интерната и екстерната рамнотежа на економијата се причина поради која монетарните власти при преземање на дополнителни мерки за забавување на кредитниот раст, вообичаено целно ги насочуваат мерките кон сегментот на кредитирање на население. Воедно, иако финансиското продлабочување е процес низ којшто неминовно се поминува, сепак доколку тој брзо се одвива, може да предизвика дебаланси во економијата. Од овие причини, и имајќи го предвид трендот на рапиден раст на потрошувачките кредити на населението и перспективите за негово задржување во следниот период, на 12.06.2008 година, НБРМ донесе Одлука за задолжителен депозит<sup>31</sup>, којшто банките го издвојуваат доколку кредитирањето на населението ги надминува предвидените стапки на раст. Ваквата одлука има за цел да ја забави брзината на растот на кредитите на населението и со тоа да овозможи превенција од потенцијалните идни ризици.

<sup>31</sup> Со оваа Одлука, банките и штедилниците се обврзани да издвојуваат задолжителен депозит кај НБРМ, доколку нивниот раст на кредитите на населението ги надмине предвидените стапки на раст. Притоа, стапките на раст на кредитите на населението за секој месец во Одлуката се дадени на кумулативна основа во однос на состојбата на кредитите на населението на 31.05.2008 година. Согласно со Одлуката, пропишаната годишна стапка на раст на кредитите на населението во декември 2008 година изнесува 40%, а на задолжителниот депозит НБРМ исплаќа камата од 1%, на годишно ниво.

Графикон 42  
Каматни стапки\*  
(во %, на годишно ниво)



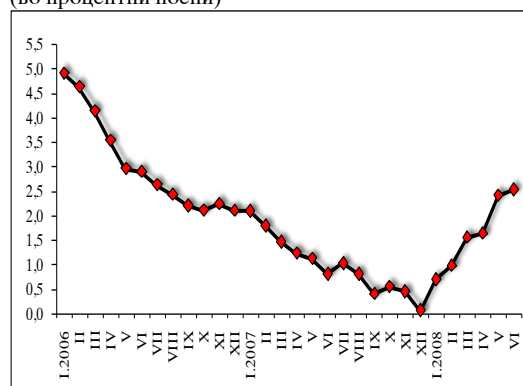
\*Просек за кварталот од просечната пондерирана каматна стапка, освен за максималната каматна стапка, која се однесува на каматата на последната аукција во кварталот. Во октомври 2007 година, Министерството за финансии ги укина максималните каматни стапки и воведо шпекулативен процентуален поен, кој беше одреден на ниво од 0,02 за тримесечните државни записи.

КСБЗ-каматна стапка на благајнички записи

КСДЗ-3 месеци - каматна стапка на тримесечни државни записи

Извор: Народна банка на Република Македонија, Министерство за финансии и Централна банка на Холандија ([www.statistics.dnb.nl](http://www.statistics.dnb.nl)).

Графикон 43  
Каматен диференцијал помеѓу благајнички записи на НБРМ-28 дена и ЕУРИБОР - еден месец  
(во процентни поени)



Понтензивниот пораст на домашната каматна стапка во однос на порастот на каматните стапки на странските пазари, придонесе за значајно проширување на каматниот диференцијал помеѓу благајничките записи и едномесечниот ЕУРИБОР, кој од 0,1 процентен поен во декември 2007 година, во јуни 2008 година достигна 2,5 процентни поени. Ваквите поместувања на каматните стапки ѝ одат во прилог на зголемената привлечност на инвестициите во благајнички записи, наспроти депонирањето средства на сметките на банките во странство. Сепак, во рамките на првото полугодие, просечната побарувачка на благајнички записи беше речиси на нивото на достасаниот износ, при што состојбата на благајничките записи забележа умерена кумулативна промена во насока на повлекување ликвидност.

Графикон 44  
 Интервенции на девизен пазар од страна на НБРМ  
 (кумулативен износ во кварталот, во милиони евра)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Анализата на автономните фактори што делуваат врз ликвидноста на банките покажува креирање ликвидност преку нето девизната актива на НБРМ. Сепак, ваквата промена во најголема мерка го одразува ефектот од зголемената обврска за задолжителна резерва на банките во девизи<sup>32</sup> и нема директен ликвидносен ефект, додека девизните трансакции на НБРМ на кумулативна основа претставуваа тек на повлекување ликвидни средства. Имено, влошената екстерна позиција и повисоките инфлациски очекувања, во јануари креираа притисоци на страната на побарувачката на девизи, која беше подмирена преку интервенции на НБРМ во насока на нето-продажба на девизни средства (во наредните два месеца немаше интервенции). Преземените монетарни мерки, кои делуваа во насока на смирување на инфлациските очекувања, заедно со растот на капиталните приливи во економијата, придонесоа за стабилизирање на девизниот пазар до крајот на вториот квартал, што доведе до квартален нето-откуп на девизи од страна на НБРМ и делумно компензирање на нето-продажбата во јануари и април. Во насока на повлекување ликвидност делуваа и денарските депозити на државата кај НБРМ (во согласност со остварениот висок буџетски суфицит во првото полугодие на годината), додека готовите пари во оптек имаа придонес во насока на креирање ликвидни средства.

<sup>32</sup> На 11.02.2008 година, стапи во сила Одлуката на НБРМ за задолжителна резерва на банки, со која се изврши проширување на опфатот на задолжителната резерва со вклучување нови категории сметки од билансите на банките.

Табела 3  
Текови на креирање и повлекување ликвидност\*  
(во милиони денари)

	31.12.2007 година	Промени по квартали			Вкупно	30.06.2008 година
		I	II			
<b>Ликвидни средства на банките (сметка на банките кај НБРМ)</b>	<b>10.415</b>	<b>-2.544</b>	<b>3.513</b>	<b>969</b>	<b>11.384</b>	
<b>Креирање ликвидности</b>				<b>1.862</b>		
1. Нето девизна актива	94.343	-856	962	106	94.449	
2. Готови пари во оптек	17.936	2.190	-434	1.756	16.180	
<b>Повлекување ликвидности</b>				<b>-893</b>		
1. Нето домашна актива	-64.034	-3.790	3.213	-577	-64.611	
<i>од што:</i>						
Благајнички записи на НБРМ	-20.995	-691	117	-574	-21.569	
Државни записи за монетарни цели	-4.560	2.784	1.776	4.560	0	
Денарски депозити на државата кај НБРМ <sup>1</sup>	-9.846	-5.711	2.307	-3.404	-13.250	
Девизни депозити на државата кај НБРМ	-5.593	437	129	566	-5.027	
Останати ставки, нето	-24.105	-609	-1.116	-1.725	-25.830	
2. Готовина во благајна на банките	1.958	-88	-228	-316	2.274	

<sup>1</sup> Исклучени се државните записи за монетарни цели.

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

Извор: Народна банка на Република Македонија.

Во вакви услови, примарните пари, како основа за креирање парична маса, на крајот на јуни 2008 година, во однос на крајот на претходната година, се пониски за 1,6%. Од структурен аспект, негативната промена на примарните пари, во целост се должи на намалената побарувачка на готови пари, при регистриран пораст на вкупните ликвидни средства на банките.

Табела 4  
Преглед на НБРМ  
(во милиони денари)

	Состојба 31.12.2007	Промени по квартали			Состојба 30.06.2008
		I	II	Вкупно	
Примарни пари <sup>1</sup>	30.309	-4.646	4.175	-471	29.838
Готови пари во оптек	17.936	-2.190	434	-1.756	16.180
Сметка на банките кај НБРМ	10.415	-2.544	3.513	969	11.384
Готовина во благајна на банките	1.958	88	228	316	2.274
Нето девизна актива	94.343	-856	962	106	94.449
Девизна актива	94.343	-856	962	106	94.449
Девизна пасива	0	0	0	0	0
Нето домашна актива	-64.034	-3.790	3.213	-577	-64.611
1. Нето кредити на банките	-25.529	2.093	1.893	3.986	-21.543
- кредити	26	0	0	0	26
- инструменти <sup>2</sup>	-25.555	2.093	1.893	3.986	-21.569
2. Нето позиција на државата кај НБРМ	-14.400	-5.274	2.436	-2.838	-17.238
- Побарувања од државата	1.039	0	0	0	1.039
- Депозити на државата <sup>3</sup>	-15.439	-5.274	2.436	-2.838	-18.277
3. Останати ставки, нето	-24.105	-609	-1.116	-1.725	-25.830

<sup>1</sup> Без задолжителна резерва на девизни депозити.

<sup>2</sup> Вклучува благајнички записи на НБРМ и државни записи за монетарни цели.

<sup>3</sup> Исклучени се државните записи за монетарни цели.

Извор: Народна банка на Република Македонија.

Анализирано од аспект на билансот на НБРМ, во првото полугодие на 2008 година, нето девизната актива на НБРМ имаше скромно придонес во насока на пораст на примарните пари. Од друга страна, во услови на кумулирање средства од страна на државата на сметката кај НБРМ, нето домашната актива на НБРМ претставуваше тек на повлекување примарни пари.

### 3.1. Монетарни инструменти

Краткорочните хартии од вредност издадени од страна на НБРМ - благајничките записи и во текот на првото полугодие на 2008 година претставуваа основен инструмент во оперативната рамка на монетарната политика на НБРМ. Притоа, имајќи го предвид присуството на зголемени макроекономски ризици во овој период, НБРМ изврши неколку промени во поставеноста на монетарните инструменти, кои беа во функција на стабилизирање на движењата на девизниот пазар и смирување на инфлацијата и инфлациските очекувања на пазарните субјекти. Така, по реализираниот одлив на девизи врз основа на интервенции на НБРМ на девизниот пазар во првиот месец на годината и проценките за зголемени ризици врз стабилноста на цените на среден рок, на 19.02.2008 година, НБРМ премина од „тендер со каматни стапки“ кон аукции на благајнички записи на принципот „тендер со износи“ (неограничен) и фиксна каматна стапка. Референтната каматна стапка на НБРМ од 5,08% колку што изнесуваше на последната аукција пред промената на тендерот, беше зголемена на 5,25%, а на 06.03.2008 година на 6%. Во вакви услови, на аукциите на благајнички записи одржани во првиот квартал, банките во просек побаруваа за 2,1% повисок износ во однос на достасаниот, така што преку овој монетарен инструмент беа стерилизирани вкупно 691 милион денари.

Графикон 45

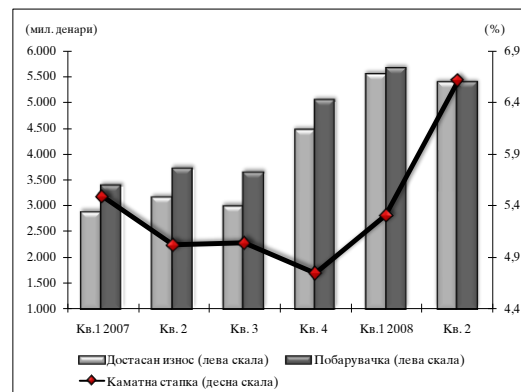
Инструменти на монетарната политика и автономни фактори на креирање и повлекување ликвидност\* (месечни промени во милиони денари)



\*Позитивна промена - креирање ликвидност; негативна промена - повлекување ликвидност.  
Извор: Народна банка на Република Македонија.

Графикон 46

Достасан износ, побарувачка и каматна стапка на благајнички записи на НБРМ (просеци во кварталот\*)



Задржувањето на трендот на раст на инфлацијата и интервенциите со нето-продажба на девизи на девизниот пазар во април, како и притисоците што доаѓаат од рапидниот раст на кредитите на населението, наметнаа потреба од дополнителна монетарна реакција во вториот квартал. Така, на 07.05.2008 година, НБРМ ја зголеми каматната стапка на благајничките записи за дополнителен процентен поен, со што таа достигна 7%. Сепак, во вториот квартал, просечната побарувачка на благајнички записи беше речиси на нивото на достасаниот износ, при што, состојбата на благајничките записи забележа скромна квартална промена во насока на креирање ликвидност. На кумулативна основа, во првото полугодие на 2008 година, благајничките записи претставуваа тек на повлекување ликвидност од банкарскиот сектор. Државните записи за монетарни цели, согласно со интенцијата за постепено намалување на нивната понуда (и нивно напуштање како монетарен инструмент), на полугодишна основа делуваа во насока на емисија на ликвидни средства.

Од аспект на задолжителната резерва, првото полугодие на 2008 година беше обележано со натамошно редуцирање на издвоениот вишок ликвидност над обврската за задолжителна резерва. Така, во првите шест месеци на 2008 година, на крајот на пресметковниот период, банките во просек издвојуваа 3,3% над обврската за задолжителна резерва (во денари)<sup>33</sup>, наспроти 6,7%, колку што изнесуваше просекот во истиот период од претходната година. Во услови на постојано одржување на задоволително ниво на ликвидност во банкарскиот систем, во текот на првото полугодие на 2008 година не беа користени ломбардни кредити<sup>34</sup>.

На 06.03.2008 година, НБРМ усвои измени на Одлуката за методологијата за утврдување на адекватноста на капиталот на банките, со која го зголеми пондерот на ризичност за искористени пречекорувања по тековни сметки и искористени кредити по кредитни картички од страна на физичките лица. Основна цел на оваа прудентна мерка е димензионирање на кредитниот ризик на банкарскиот сектор, што произлегува од кредитите на населението, на прифатливо ниво. Сепак, имајќи предвид дека за ваквите кредитни производи, банките ќе треба да издвојат поголем дел од својот капитал, оваа Одлука може да придонесе и за забавување на кредитната експанзија од овој тип и извесно намалување на инфлаторните притисоци што доаѓаат од страната на побарувачката.

## **Прилог 1**

### **Хронологија на промените во поставеноста на монетарните инструменти во првото полугодие на 2008 година**

#### **11 февруари 2008 година**

Стапи во сила Одлуката за задолжителна резерва (донесена на 27.12.2007 година) со која се изврши проширување на основата за пресметување на задолжителната резерва со вклучување нови категории на сметки од билансите на банките. Притоа, позначаен ефект беше регистриран кај обврската за задолжителна резерва во девизи.

#### **19 февруари 2008 година**

НБРМ изврши промена во поставеноста на аукциите на благајнички записи, при што, од „тендер со каматни стапки“ премина кон аукции на благајнички записи на принципот „тендер со износи“ (тендер со фиксна каматна стапка и неограничен износ на благајнички записи). Воедно, НБРМ донесе одлука за зголемување на каматната стапка на благајничките записи од 5,08%, колку што изнесуваше на последната аукција пред промената на тендерот, на 5,25%.

#### **06 март 2008 година**

НБРМ донесе одлука за зголемување на каматната стапка на благајничките записи од 5,25% на 6%.

<sup>33</sup> Период на одржување (исполнување) на обврската за задолжителна резерва на банките се смета периодот од 11. ден во тековниот месец до 10. ден во следниот месец. Вишокот се однесува на вишок издвоени средства на сметката на банките кај НБРМ над обврската за задолжителна резерва.

<sup>34</sup> Колатерализирани краткорочни кредити за надминување на привремените ликвидносни проблеми на банките, коишто влегуваат во групата на монетарни инструменти - „standing facilities“.



### 07 мај 2008 година

НБРМ донесе одлука за зголемување на каматната стапка на благајничките записи од 6% на 7%.

### 12 јуни 2008 година

Советот на НБРМ усвои „Одлука за задолжителен депозит кај Народната банка на Република Македонија“. Според оваа Одлука, банките и штедилниците се обврзани да издвојуваат задолжителен депозит кај НБРМ, доколку нивниот раст на кредитите на населението надмине 40% на крајот на декември 2008 година. Издвојувањето на задолжителниот депозит ќе се врши месечно за износот за кој банките евентуално би ја пречекориле утврдената стапка на раст на кредитите на населението, пропишана во Одлуката. Притоа, стапките на раст на кредитите на населението за секој месец во Одлуката се дадени на кумулативна основа во однос на состојбата на кредитите на населението на 31.05.2008 година. Одлуката се однесува на периодот јули-декември 2008 година, а на задолжителниот депозит НБРМ исплатува камата од 1%, на годишно ниво.

### 12 јуни 2008 година

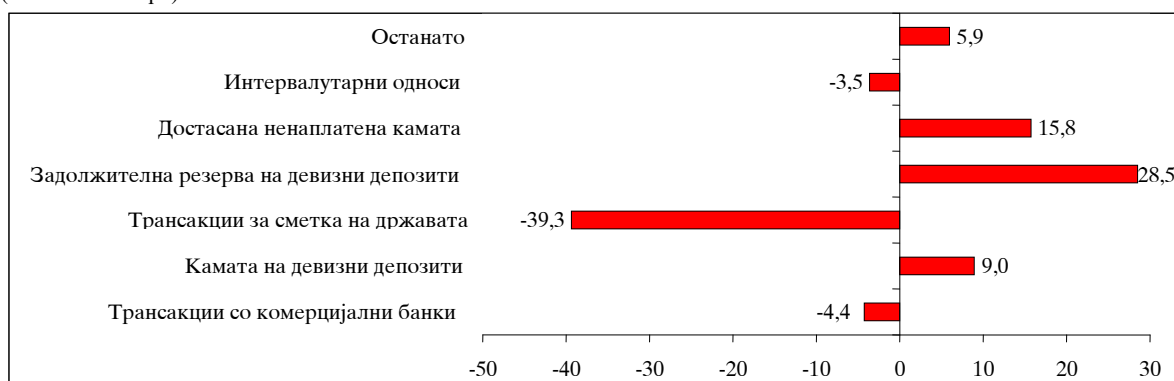
Советот на НБРМ донесе одлука за зголемување на каматната стапка на ломбардниот кредит од 7,5% на 8,5%.

## 3.2. Девизни резерви и девизен курс

Во првата половина на 2008 година бруто девизните резерви забележаа умерен раст од 12 милиони евра, со што на крајот на јуни изнесуваа 1.543,4 милиони евра. Во текот на овој период, промените во девизните резерви беа релативно варијабилни, рефлектирајќи ги промените во очекувањата на економските субјекти, во степенот на неизвесност во економското окружување, макроекономските поместувања (особено во доменот на инфлацијата и екстерниот сектор), како и промените во монетарната политика. Оствареното ниво на бруто девизните резерви на 30.06.2008 година овозможува покриеност на увозот на стоки (f.o.b.) и услуги од наредната година од 3,1 месец, наспроти 3,5-месечна покриеност на крајот на 2007 година<sup>35</sup>.

### Графикон 47

Фактори на промена на бруто девизните резерви во првата половина на 2008 година (во милиони евра)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

<sup>35</sup> Според Проекцијата на билансот на плаќања од август 2008 година.

Задржувањето на трендот на раст на инфлацијата, континуираното намалување на приватните трансфери и проширувањето на трговскиот дефицит креираа притисоци на девизниот пазар во насока на намалување на понудата и раст на побарувачката на девизи. Делувањето на овие фактори беше доминантно во првите четири месеци на годината, при што НБРМ во текот на јануари и април интервенира со нето-продажба на девизи, делувајќи во насока на намалување на девизните резерви. Постепеното стабилизирање на очекувањата и на дел од макроекономските текови, растот на приливите врз основа на директни инвестиции, како и зголемувањето на референтната каматна стапка од страна на НБРМ, придонесоа за промена на трендот на девизниот пазар и интервенции со нето-откуп на девизи во текот на мај и јуни. Интервенциите на НБРМ на девизниот пазар овозможија стабилност на номиналниот девизен курс на денарот на однос на еврото, при што во првата половина на 2008 година, просечниот девизен курс на денарот во однос на еврото на девизниот пазар изнесуваше 61,27 денари за едно евро. Стабилни движења беа забележани и на менувачкиот пазар, каде што во просек се разменуваа 61,45 денари за едно евро.

Табела 5

Квартална динамика на бруто девизните резерви на Република Македонија  
(во милиони евра)

	31.12.2007	Кв.1	Кв.2	01.01- 30.06.2008
<b>Состојба на девизни резерви на РМ</b>	<b>1.531,4</b>	<b>1.519,3</b>	<b>1.543,4</b>	
<i>Нејто - њорасѝ на девизниѝе резерви</i>		<i>-12,1</i>	<i>24,0</i>	<i>12,0</i>
Трансакции со комерцијални банки		-15,4	11,0	-4,4
Камата на девизни депозити		6,5	2,5	9,0
Трансакции за сметка на државата		-38,1	-1,2	-39,3
Задолжителна резерва на девизни депозити		20,8	7,7	28,5
Достасана ненаплатена камата		9,2	6,6	15,8
Интервалутарни односи		-4,0	0,5	-3,5
Останато		8,9	-3,0	5,9

Извор: Народна банка на Република Македонија.

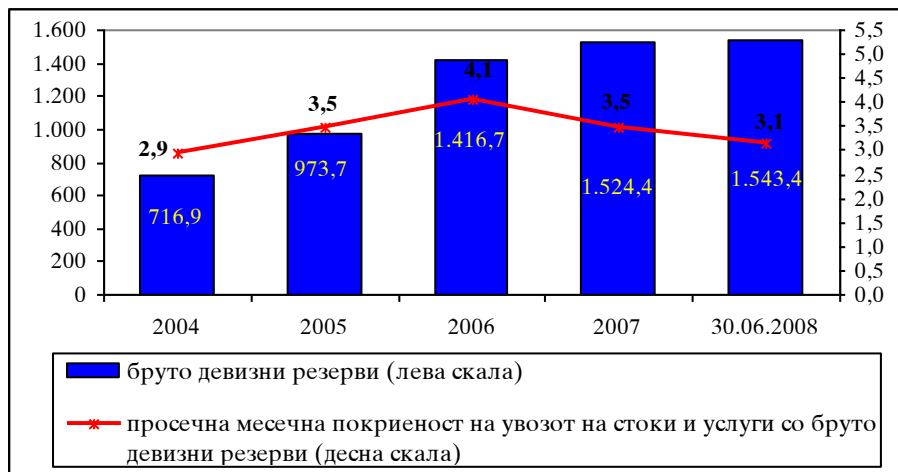
Од аспект на останатите поважни текови, трансакциите за сметка на државата делуваа во насока на намалување на девизните резерви, додека задолжителната резерва на девизни депозити, согласно со проширената основица за нејзина пресметка, е доминантен фактор на пораст на девизните резерви во првото полугодие на годината.

Графикон 48

Бруто девизни резерви и месечна покриеност на увозот на стоки (f.o.b.) и услуги од следната година со бруто девизни резерви

(во милиони евра)

(во месеци)



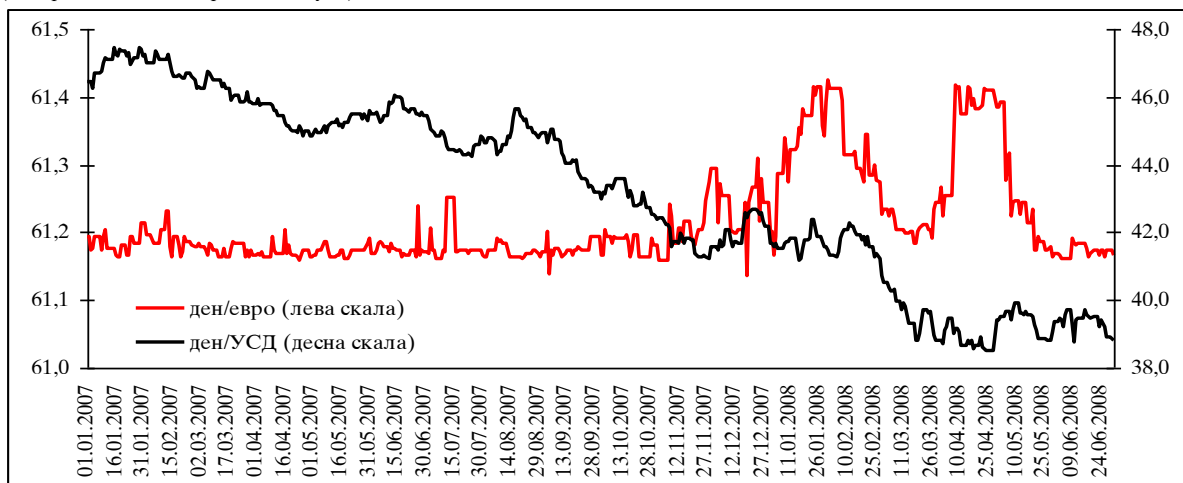
Извор: Народна банка на Република Македонија.

Согласно со движењата на девизниот курс на еврото во однос на американскиот долар, просечниот девизен курс на денарот во однос на американскиот долар на девизниот пазар во првата половина на 2008 година изнесуваше 40,07 денари за еден американски долар, и на годишна основа оствари апрецијација од 13% (на крај на периодот изнесуваше 38,85 денари за еден американски долар наспроти 45,29 денари за еден американски долар на крајот на истиот период минатата година). Слични движења беа забележани на менувачкиот пазар, така што во првата половина на 2008 година во просек се разменуваа 40,16 денари за еден американски долар и во однос на истиот период од 2007 година денарот оствари апрецијација од 12,9%.

Графикон 49

Номинален девизен курс на денарот во однос на еврото и американскиот долар на девизниот пазар

(денари за единица странска валута)

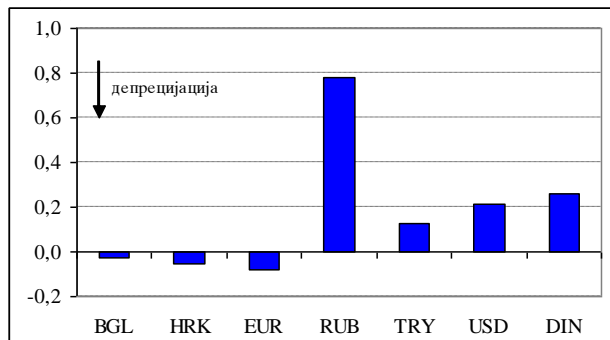


Извор: Народна банка на Република Македонија.

Реалниот ефективен девизен курс (РЕДК) претставува показател за промената на конкурентноста на економијата и се пресметува како однос помеѓу индексот на номиналниот ефективен девизен курс (НЕДК)<sup>36</sup> и индексот на релативните цени<sup>37</sup>.

Графикон 50

Придонес кон промената на НЕДК на денарот \*  
(во %)



\* За еврото се користи агрегиран пондер од пондерите на земјите во евро-зоната, кои се вклучени во пресметката на РЕДК.  
Извор: Народна банка на Република Македонија.

годишна апрецијација од 1,3%, додека РЕДК на денарот, пресметан според индексот на цени на производители на индустриски производи, оствари апрецијација од 1,4%. Од друга страна, РЕДК пресметан според трошоци на работна сила по единица производ и понатаму бележи депрецијација, но со забавено темпо, односно годишна депрецијација од 8,1% во првиот квартал на 2008 година<sup>39</sup>, што е резултат на намалените домашни цени, од една страна, и пораст на странските цени, од друга страна. Со оглед на најновите движења кај домашните цени, кои бележат забавена годишна стапка на раст, а во услови на постепена апрецијација на американскиот долар во однос на еврото (со што американскиот долар се приближува до нивото од претходната година) може да се очекува забавување на трендот на апрецијација на РЕДК, па дури и негова депрецијација.

Во првите шест месеци на 2008 година, во согласност со динамиката на американскиот долар на светските девизни пазари и кај нашите трговски партнери, просечниот НЕДК на денарот оствари апрецијација од 1,2% во споредба со истиот период од 2007 година.

Притоа, во анализираниот период, апрецијацијата на НЕДК беше надополнета со позабрзан пораст на домашните од странските цени<sup>38</sup>, така што индексот на РЕДК на денарот пресметан според индексот на трошоци на животот забележа

<sup>36</sup> Претставува пондериран геометриски просек од просечните девизни курсеви на билатерална основа (единица валута на економиите на најзначајните надворешнотрговски партнери за единица домашна валута).

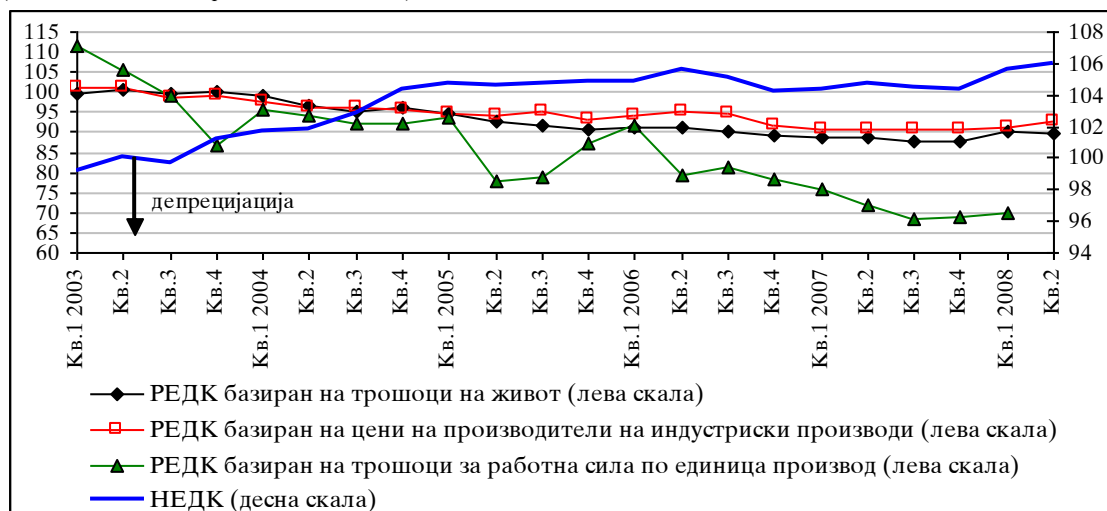
<sup>37</sup> Однос меѓу странските и домашните цени.

<sup>38</sup> Промени на цените со база 2003=100.

<sup>39</sup> Последен расположлив податок.

Графикон 51

Индекс на РЕДК и НЕДК на денарот  
(база 2003=100, пондери НТР 2006 година)



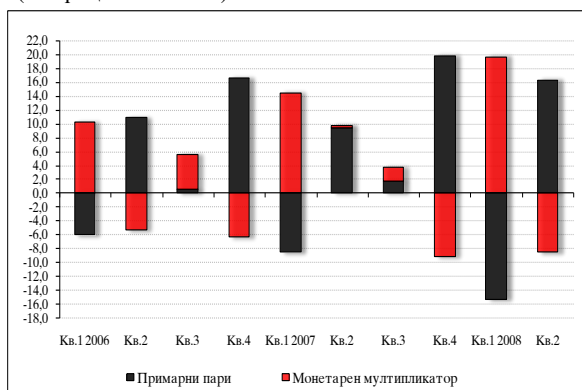
Извор: Народна банка на Република Македонија.

### 3.3. Монетарни агрегати

Во првата половина на 2008 година, монетарните движења беа под влијание на неизвесното економско окружување, растот на инфлацијата и инфлациските очекувања, коишто предизвикаа промени на преференците на приватниот сектор за алоцирање на слободните финансиски средства. Притоа, понудата на пари бележеше континуирано забавување на годишните стапки на раст, што на крајот на јуни 2008 година (споредено со декември 2007 година) доведе до преполовување на стапката на монетарениот раст од 14,8% во првата половина на 2007 година, на 7,7% во 2008 година. Истовремено, надолниот тренд на приватните трансфери од странство (кои сочинуваат нешто повеќе од 20% од тековните приходи на населението) предизвика осцилации кај расположливиот доход<sup>40</sup>, што генерира послаб интензитет на раст на паричната понуда.

Графикон 52

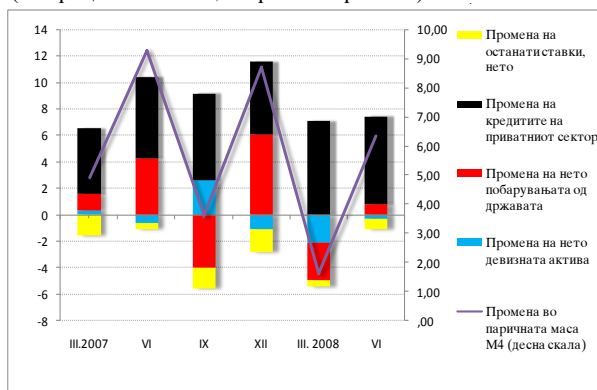
Придонес во кварталниот пораст на паричната маса М4  
(во процентни поени)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Графикон 53

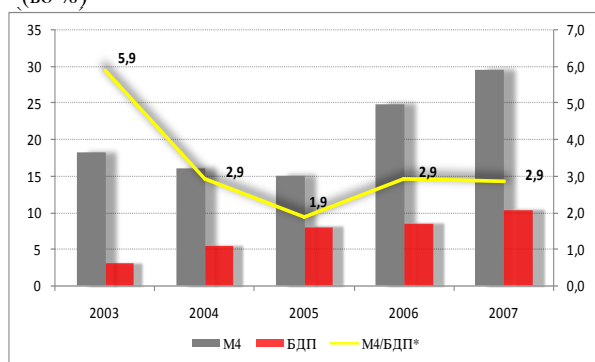
Придонес во порастот на паричната маса М4  
(во процентни поени, квартални промени)



<sup>40</sup> Според методологија на Дирекцијата за истражување при НБРМ.

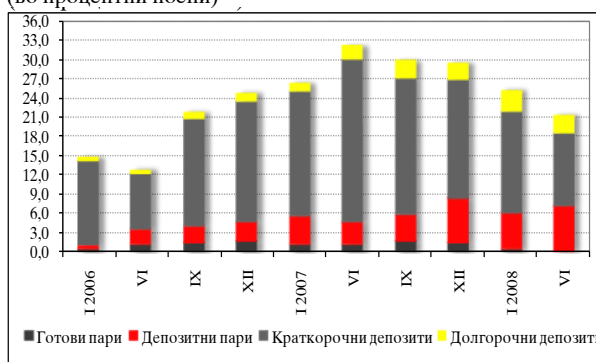
Забавениот монетарен раст, исто така, кореспондира и со движењата на финансиските пазари, особено на берзата, каде намалениот интерес за инвестирање доведе до одлив на портфолио-инвестиции. Намалување на динамиката на паричниот раст е остварена и преку државниот сектор, како резултат на остварениот висок буџетски суфицит и акумулирање средства на сметката на државата. Годишниот раст на паричната понуда во јуни се сведе на 21,4%, што претставува најниско ниво досега во 2008 година. И покрај тоа што просечната стапка на раст од 25,1% во првата половина на 2008 година укажува на помала монетарна креација во однос на 2007 година (29% просечен раст), сепак значително го надминува просекот од претходните неколку години. Одржувањето релативно високи стапки на монетарен раст соодветствува со зголемената економска активност и високиот номинален пораст на платите и укажува на потенцијалот на економијата за натамошно создавање расположлив доход. Сепак, инфлациските очекувања, помалите приливи по основ на тековните трансфери од странство, како и намалувањето на штедењето на корпоративниот сектор заради исплати на дивиденди (на странски акционери и на државата), се очекува до крајот на 2008 година да го сведат монетарниот раст на 16,3%.

Графикон 54  
Стапки на монетарен и економски раст  
(во %)



\* Однос помеѓу стапките на промена на М4 и БДП.  
Извор: Народна банка на Република Македонија.

Графикон 55  
Придонес во порастот на М4  
(во процентни поени)

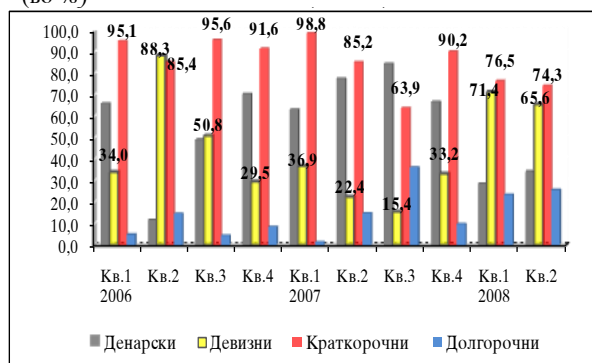


Анализирано по квартали, во првиот квартал на 2008 година, монетарниот раст се сведе на 1,3%, укажувајќи на сезонски значително побавната економска активност во првиот квартал, но и на влијанието на поместувањата во клучните макроекономски сегменти врз понудата на пари. Паричната маса продолжи да расте и во текот на вториот квартал, остварувајќи квартален пораст од 6,3%. Од структурен аспект, умереното проширување на најшироката парична маса во првото тримесечје првенствено беше резултат на порастот на краткорочните депозити, како нејзина доминантна компонента. Пораст на квартална основа остварија и долгорочните депозити, додека готовите пари во оптек и депозитните пари имаа негативен придонес. За разлика од првите три месеци на 2008 година, во вториот квартал готовите пари во оптек и депозитните пари учествуваа со 3,9% и 38,9% во новокреираната парична маса. Сепак, краткорочните депозити и понатаму остануваат доминантна компонента во структурата на М4, со придонес од 42,5% на квартална основа. Трендот на намалување на учеството на готовите пари во оптек во структурата на монетарниот агрегат М1 продолжи и во текот на првите шест месеци на 2008 година (36,5% во просек, наспроти 43,9% во истиот период 2007 година). Анализирано од аспект на валутната структура на најшироката парична маса, од почетокот на 2008 година се забележани определени поместувања во насока на побрз раст на девизните депозити во споредба со претходната година, што беше причина за доминантен придонес на девизната компонента во вкупниот монетарен раст во првиот квартал. Сепак, денарската компонента

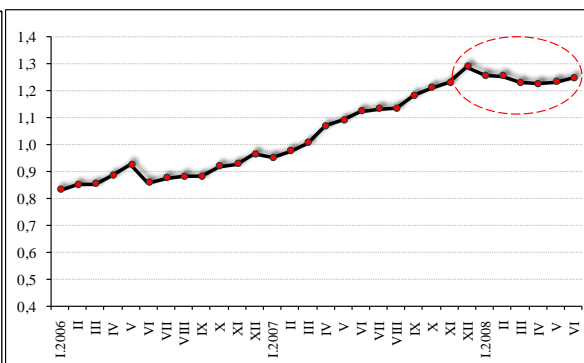
(вклучувајќи ги и депозитни пари) беше главниот генератор за растот на паричната маса во вториот квартал на 2008 година (со придонес од 58,5%).

Континуираниот пораст на девизните депозити наспроти забавената динамика на раст на депозитите во домашна валута, услови натамошни поместувања во валутната структура на вкупните депозити (без депозитни пари). Имено, во текот на првите шест месеци од 2008 година, валутните склоности на населението и корпоративниот сектор беа под влијание на повисоката инфлација и неизвесното економско окружување. Во такви услови, заради избегнување на потенцијални ризици, економските субјекти се ориентираа кон зголемено девизно штедење. Така, полугодишната стапка на раст (јуни 2008 година / декември 2007 година) на девизните депозити изнесуваше 11,7%, наспроти речиси непроменетата динамика на пораст во претходните две години од околу 8%. На годишна основа, девизните депозити се повисоки за 16,8%. Истовремено, овие фактори придонесоа и за забавување на растот на вкупните депозити, сведувајќи ја годишната стапка на раст на ниво од 18,7% во јуни 2008 година (наспроти 37,3% во јуни претходната година), додека стапката на раст на депозитите заедно со депозитните пари изнесува 23,6%. Од друга страна, денарските депозити растеа со годишна стапка на раст од 21% (за разлика од јуни 2007 година кога нивниот пораст достигна 70% на годишно ниво). Анализирани по квартали, вкупните депозити на приватниот сектор растеа со речиси иста динамика и остварија стапки на раст од 4,2% и 4,7% во првиот и вториот квартал, соодветно. Од рочен аспект, краткорочното штедење и понатаму објаснува најголем дел од новосоздадената депозитна база, при континуирано зголемување на учеството на долгорочните депозити.

Графикон 56  
Придонес во кварталниот пораст на вкупните депозити (во %)



Графикон 57  
Сооднос денарски\* - девизни депозити



\* Вклучува депозитни пари.

Извор: Народна банка на Република Македонија.

Табела 6  
Вкупни депозити на банкарскиот систем  
(во милиони денари)

	Состојба			Годишни стапки на промени (%)			Учество во порастот на вкупните депозити (%)			
	Јуни 2006	Јуни 2007	Јуни 2008	Јуни 2006	Јуни 2007	Јуни 2008	Јуни 2006	Јуни 2007	Јуни 2008	
<b>Вкупни депозити на приватен сектор</b>	86.565	118.833	141.055	12,9	37,3	18,7	100	100	100	
<b>Вкупни депозити (со депозитни пари)</b>	102.753	139.308	172.244	13,6	35,6	23,6				
Депарски депозити	Население	18.291	30.680	36.575	34,9	67,7	19,2	48,0	38,4	26,5
	Претпријатија	11.328	20.451	24.235	-19,4	80,5	18,5	-27,7	28,3	17,0
	Вкупно	31.317	53.277	64.461	6,4	70,1	21,0	19,1	68,1	50,3
Девизни депозити	Население	42.145	47.337	57.047	16,0	12,3	20,5	59,0	16,1	43,7
	Претпријатија	12.893	17.987	19.370	20,7	39,5	7,7	22,4	15,8	6,2
	Вкупно	55.248	65.556	76.594	16,9	18,7	16,8	80,9	31,9	49,7
Краткорочни депозити	Население	57.287	73.017	85.332	20,4	27,5	16,9	98,3	48,7	55,4
	Претпријатија	22.664	36.549	41.566	-3,2	61,3	13,7	-7,5	43,0	22,6
	Вкупно	80.877	110.390	127.978	12,6	36,5	15,9	92,0	91,5	79,1
Долгорочни депозити	Население	3.149	5.000	8.290	37,5	58,8	65,8	8,7	5,7	14,8
	Претпријатија	1.557	1.889	2.039	16,5	21,3	7,9	2,2	1,0	0,7
	Вкупно	5.688	8.443	13.077	16,0	48,4	54,9	8,0	8,5	20,9
<b>Вкупни депозити на население</b>	60.436	78.017	93.622	21,2	29,1	20,0	107,0	54,5	70,2	
<b>Вкупни депозити на население (со депозитни пари)</b>	63.864	82.471	101.565	21,1	29,1	23,2				
<b>Вкупни депозити на претпријатија</b>	24221	38438	43605	-2,1	58,7	13,4	-5,3	44,1	23,3	
<b>Вкупни депозити на претпријатија (со депозитни пари)</b>	34.736	52.236	64.614	2,4	50,4	23,7				

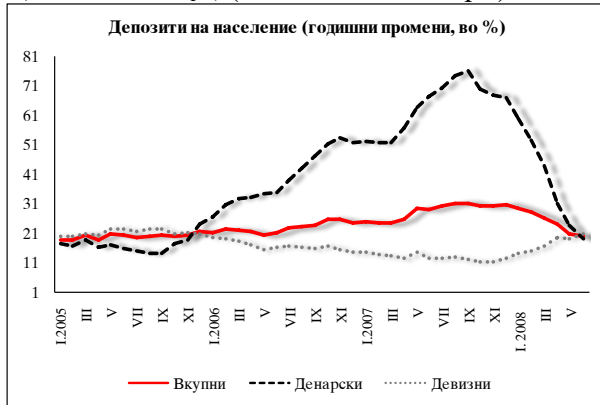
Извор: Народна банка на Република Македонија.

Зголемената неизвесност и растот на инфлацијата и инфлациските очекувања, во првата половина на 2008 година кај секторот „население“ придонесоа за намалување на склоноста кон штедење. Така, придонесот на депозитите на населението во полугодишниот пораст на вкупните депозити се сведе на 46,8%, наспроти доминантната позиција на штедењето во новокреираната депозитна база во претходните години (57,8% и 79% во првата половина на 2007 и 2006 година). Анализирани по квартали, во првиот квартал депозитите на населението учествуваа со 40% во акумулацијата на депозити и остварија квартален раст од 2,5%. Податоците за вториот квартал ја потврдуваат состојбата од претходните квартали (со исклучок на првите три месеци од 2008 година), за доминантен придонес во порастот на вкупните депозити од 52,8%, при што стапката на раст изнесуваше 3,7%.

Во услови кога на финансиските пазари значително се менува интересот на инвеститорите, дури и мали поместувања условуваат значителни промени на очекуваните приноси и зголемен ризик од потенцијални загуби. Во овој случај, депозитите добиваат големо значење како алтернатива за инвестирање на населението. И покрај тоа, почнувајќи од јануари 2008 година растот на овие депозити на годишна основа бележи континуирано забавување, свеувајќи се на 20% во јуни 2008 година. Се оценува дека и покрај високиот номинален раст на платите, намалениот прилив по основ на тековни примања од странство, како и неизвесноста за идните макроекономски движења се фактори што условија помала склоност на населението кон штедење.



**Графикон 58**  
Валутна структура на депозитите на населението  
(во милиони денари)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

**Графикон 59**  
Валутна структура на депозитите на претпријатијата  
(во %)



Во првото полугодие на 2008 година, депозитите на корпоративниот сектор забележаа раст од 16,5% на полугодишна основа, што кореспондира со зајакнатата економска активност, но и зголемената претпазливост, во период на подготовка за исплата на дивиденди. Во услови на недоволно развиени финансиски пазари и недиверзифицирана понуда на финансиски инструменти, банкарските депозити остануваат атрактивна опција за инвестирање на слободните парични средства на претпријатијата. Анализирани по квартали, во првиот и вториот квартал на 2008 година, кај депозитите на претпријатијата беше регистриран интензивен квартален пораст од 8,5% и 7,3%. На годишна основа (јуни 2008 година / јуни 2007 година), корпоративните депозити се повисоки за 13,4%.

**Графикон 60**  
Структура на депозитите на населението и претпријатијата  
(просечно учество во првите шест месеци на 2008 година)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

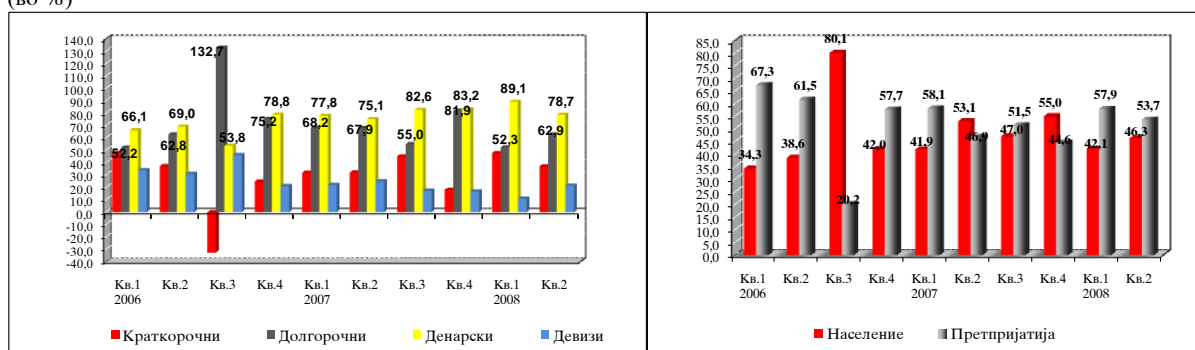
### 3.4. Пласмани на банките

И покрај забавениот раст на паричната маса, односно на депозитната база, банките ја продолжија интензивираниот кредитна активност во текот на првите шест месеци на 2008 година, во услови на добра капитална позиција, како и можност за користење на девизната актива, како дополнителни извори на финансирање. Така, кредитниот раст во првите шест месеци на 2008 година споредено со декември 2007 година достигна 19,5% (наспроти 17,5% во истиот период од 2007 година), додека на

годишна основа, во јуни 2008 година банките пласираа 42,1% повеќе новоодобрени кредити, за разлика од јуни 2007 година кога кредитните пласмани растаа со 32%. Со тоа, кредитниот раст останува еден од основните фактори со експанзивно дејство врз понудата на пари во економијата, кој, доколку продолжи со овој интензитет, може да биде потенцијален генератор на макроекономски дебаланси на среден и долг рок. Имено, иако деловниот секторот останува главниот корисник на банкарски кредити, во текот на целата 2007 година, како и во првата половина на 2008 година, кредитите на населението континуирано остваруваа високи стапки на раст, зголемувајќи го своето учество во вкупното кредитно портфолио. Во услови кога голем дел од кредитирањето на секторот „население“ се должи на растот на потрошувачките кредити, ваквото финансирање на личната потрошувачка дополнително ги стимулира инфлациските притисоци, а придонесува и за влошување на тековната сметка на билансот на плаќања.

### Графикон б1

Придонес во кварталниот пораст на вкупните кредити (во %)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

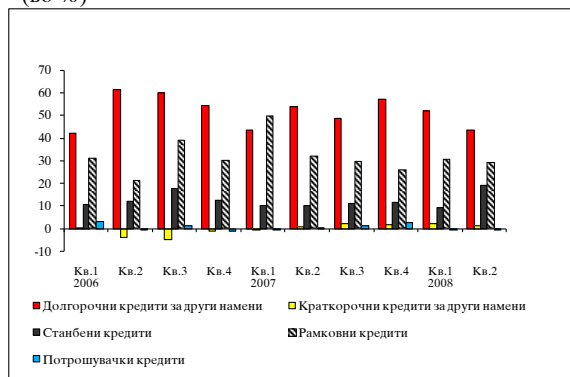
Во првата половина на 2008 година, кредитирањето на населението се одвиваше со умерено послаба динамика (полугодишен раст од 22,3% во првата половина на 2008 година, наспроти 23,8% во првата половина на 2007 година), при непроменето темпо на раст во првиот и вториот квартал од 10,5%. Годишниот раст на кредитите на населението на крајот на вториот квартал на 2008 година изнесуваше 54,5%, што претставува забавување во однос на крајот на првиот квартал на 2008 година, кога кредитниот раст ја достигна највисоката вредност забележана во последните неколку години (од 58,9%). Притоа, треба да се напомене дека годишната стапка на раст на девизните кредити на населението во вториот квартал значително беше интензивизирано, иако заради малото учество придонесот на овие кредити за вкупниот кредитен раст е мал.

Во услови на високи инфлаторни притисоци и континуирано еродирање на салдото на тековната сметка, зголемената задолженост на населението предизвикува дополнителни ризици. Имено, основна компонента на порастот на кредитите на населението претставуваат долгорочните кредити за други намени<sup>41</sup>, особено потрошувачките кредити, што создава инфлациски притисоци и притисоци во надворешниот сектор. Зголемувањето на цените на пазарот на недвижности ја зголемува вредноста на колатералот достапен за населението, што овозможува повисоки стапки на раст на обезбедените кредити, предизвикувајќи повисока вкупна задолженост на населението кон банкарскиот сектор, но и натамошно зголемување на трошоците за сервисирање на долгот. Врз способноста за отплаќање на долгот, покрај движењата кај тековните примања на населението, влијание има и финансиската актива,

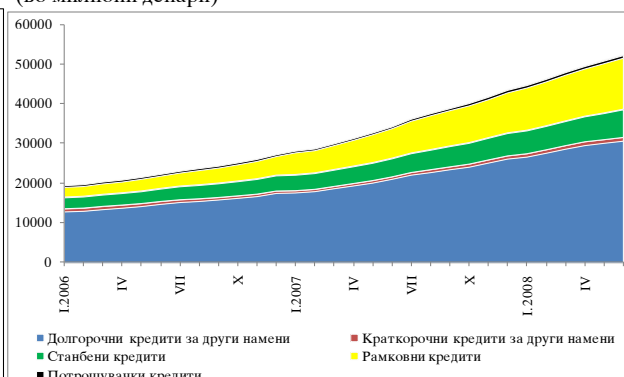
<sup>41</sup> Кредитите за други намени вклучуваат: потрошувачки кредити, станбени кредити, кредити за автомобили, кредити за школување и кредити за други намени.

која во текот на 2008 година е под значителен притисок од макроекономските случувања во економијата и може да упати на заклучок дека растот на задолженоста на населението не се одвива со иста динамика, споредено со промените кај финансиска актива.

**Графикон 62**  
Придонес во кварталниот пораст на денарските кредити на населението (во %)



**Графикон 63**  
Дистрибуција на денарските кредити на населението по одделни видови (во милиони денари)

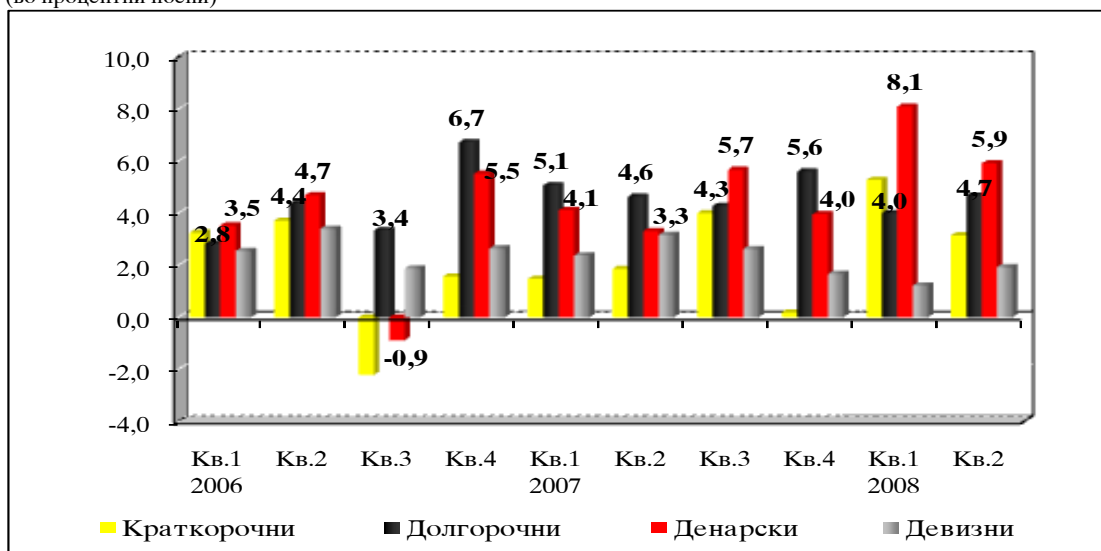


Извор: Народна банка на Република Македонија.

И во текот на првата половина на 2008 година, банките претставуваа стабилен извор за финансирање на потребите за дополнителни средства на претпријатијата. Во анализираниот период (јуни 2008 година / декември 2007 година), банките пласираа 55,8% од своето кредитно портфолио кај корпоративниот сектор, така што е остварена полугодишна стапка на раст од 17,8%. Високата побарувачка на корпоративни кредити соодветствува со интензивираната инвестициска активност во земјата, особено во градежништвото и преработувачката индустрија, како и трговијата на мало и трговијата на големо. Во таа насока, кредитната изложеност на банките спрема овие дејности во првата половина на 2008 година заема доминантен дел во порастот на вкупната кредитна изложеност на банките кон претпријатијата, што потврдува дека банкарските производи и понатаму претставуваат битен надворешен извор за финансирање на претпријатијата. Истовремено, стабилното високо учество на долгорочните кредити во структурата на корпоративните кредити укажува дека банките имаат капацитет да одговорат на зголемените инвестициски потреби, што би значело поддршка и на идните перспективи за инвестирање и развој на економијата во целина. На годишна основа, во јуни 2008 година, корпоративните кредити се повисоки за 34,7%.

Графикон 64

Придонес во кварталниот пораст на кредитите на претпријатијата  
(во процентни поени)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Табела 7

Вкупни кредити на приватен сектор

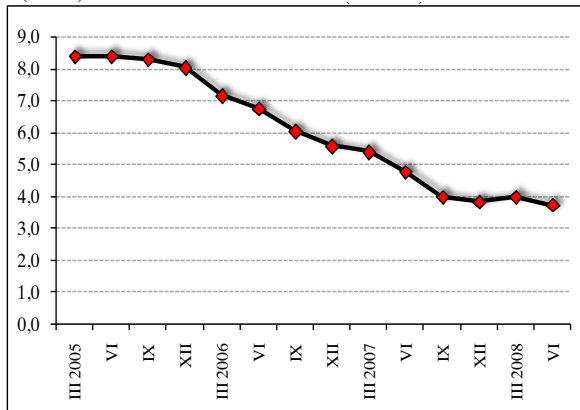
(квартални просеци и состојби на крај на месец; годишни стапки на промена)

	Годишни стапки на промени (%)				Учество во порастот на вкупните кредити (%)			
	Кв. 1 2008	Кв. 2 2008	Јуни 2007	Јуни 2008	Кв. 1 2008	Кв. 2 2008	Јуни 2007	Јуни 2008
Кредити на население	58,0	56,0	49,2	54,5	48,9	46,8	49,5	47,1
Краткорочни	76,1	68,9	67,0	68,3	17,2	15,9	16,7	16,4
Долгорочни	51,3	51,1	43,3	49,2	31,7	30,9	32,8	30,8
Денарски	58,5	54,9	49,5	52,6	46,7	43,5	47,2	43,2
Девизни	48,4	76,9	44,2	89,5	2,2	3,3	2,3	3,9
Кредити на претпријатија	32,0	35,7	23,8	34,7	50,5	52,7	50,4	52,4
Краткорочни	24,2	31,0	5,9	30,7	18,2	21,2	6,8	21,3
Долгорочни	39,1	39,7	44,6	38,2	32,3	31,5	43,6	31,1
Денарски	33,8	41,6	20,2	42,2	33,8	38,7	27,6	39,8
Девизни	28,8	25,6	30,2	22,2	16,7	14,0	22,8	12,6
Вкупни кредити	41,2	43,2	32,0	42,1				

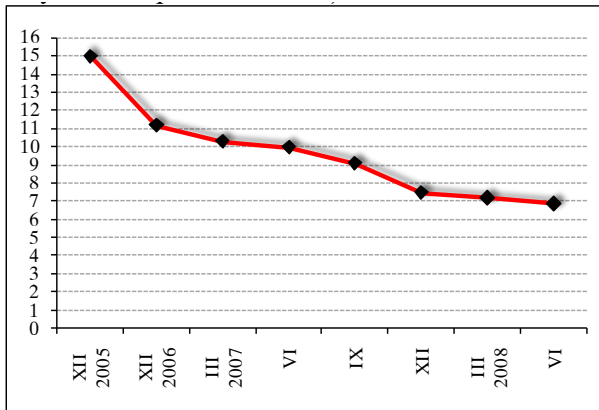
Извор: Народна банка на Република Македонија.

Порастот на корпоративното финансирање е поддржан и со постојаното намалување на активните каматни стапки (со исклучок на месец јуни), а со тоа и стеснување на разликата помеѓу каматните стапки на кредитите на претпријатијата и тримесечниот ЕУРИБОР, којшто ја отсликува премијата за ризик при секоја дадена фаза на деловниот циклусот. Надолното движење на каматната разлика се совпаѓа со подобрената финансиска состојба на претпријатијата, и оттука, помалиот кредитен ризик за банките. Истовремено, квалитетот на кредитното портфолио на банките бележи континуирано подобрување.

**Графикон 65**  
**Каматна разлика помеѓу активната**  
**каматна стапка на претпријатијата и**  
**тримесечен ЕУРИБОР**  
**(во %)**



**Графикон 66**  
**Квалитет на кредитното портфолио**  
**(учество на нефункционалните\***  
**во вкупните кредити, во %)**



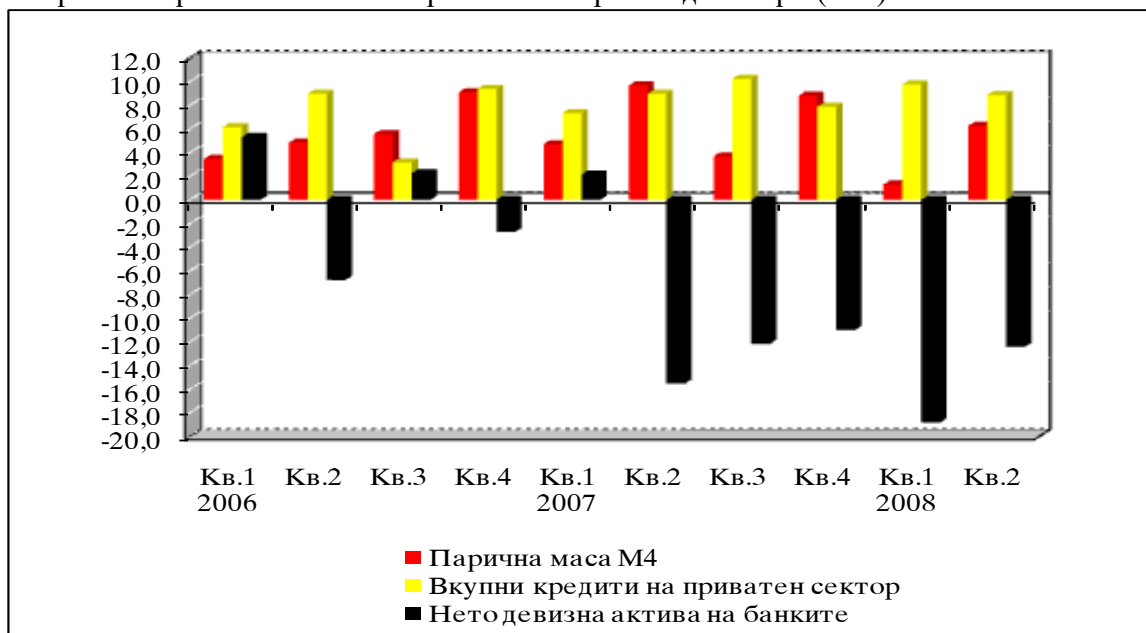
\* Во нефункционални кредити спаѓаат побарувања класифицирани во категории на ризик „Г“ и „Д“ или побарувања, кои по кој било основ (главница, камата, други некаматни приходи) не се наплатени подолго од 90 дена сметано од денот на достасувањето.

Извор: Централна банка на Холандија ([www.statistics.dnb.nl](http://www.statistics.dnb.nl)); НБРМ.

Во поглед на структурата на финансирање на кредитната активност на банките, во услови на послаба акумулација на депозити, како доминантен извор, сè поголемо значење банките им даваат на дополнителните извори на финансирање, пред сè на активното управување со нето девизната позиција. Имено, почнувајќи од крајот на првиот квартал на 2008 година, средствата на банките пласирани во странство за прв пат бележат двоцифрени годишни стапки на пад, додека на страната на обврските, задолжувањето во странство го продолжува трендот на раст на годишна основа. Меѓутоа, треба да се напомене дека стапките на раст на девизните обврски, почнувајќи од септември 2007 година, континуирано паѓаат, што делумно би можело да е одраз на глобалната финансиска криза, недостатокот на ликвидност на пазарите ширум светот и влошувањето на условите на надворешно финансирање. И покрај тоа што македонските банки не се директно вклучени во т.н. ризични (sub-prime) хипотекарни пазари, и директниот ефект од кризата изостанува, значително намалување на ликвидноста во глобални рамки, има секундарни ефекти врз локалните банки, изразени преку зголемувањето на трошоците на надворешното финансирање. Како резултат на ваквите движења, и покрај зголемениот трошок за привлекување на дополнителна депозитна база на домашниот пазар, во услови на високи конкурентски притисоци, банките настојуваат сè повеќе да го зајакнат својот депозитен потенцијал, како најстабилен извор на финансирање. Во втората половина на годината, забавувањето на растот на депозитната база, како и досега преземените монетарни мерки, се очекува да придонесат за намалување на брзината на растот на кредитите. Воедно, во услови на планирани високи отплати на обврски по странски кредити во втората половина на годината, банките би можеле да се соочат со билансни ограничувања за натамошно намалување на расположивите девизни средства во функција на финансирање на кредитната активност. Во вакви услови, годишната стапка на кредитен раст во декември 2008 година би се намалила на 34,6%.

Графикон 67

Квартални промени на селектирани монетарни индикатори (во %)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

### 3.5. Каматни стапки

Растечките инфлациски притисоци и надворешните дебаланси во економијата во првата половина на 2008 година наметнаа потреба од монетарна реакција, преку воведување „тендер со износи“ кај аукциите на благаянички записи во февруари, како и преку неколкукратно зголемување на референтната каматна стапка, така што во мај таа изнесуваше 7%. Притоа, просечната пондерирана каматна стапка на благаяничките записи во првите шест месеци на 2008 година, изнесуваше 6%, наспроти 5,2% во истиот период на 2007 година. Тренд на пораст на референтните каматни стапки во првата половина на 2008 година е забележан и кај поголем број други земји, што претставува реакција на растечката инфлација (во најголем дел предизвикана од екстерни шокови), покажувајќи дека во овој период инфлациски притисоци беа карактеристични за голем број земји.

Табела 8

Референтни каматни стапки на централните банки (во %)

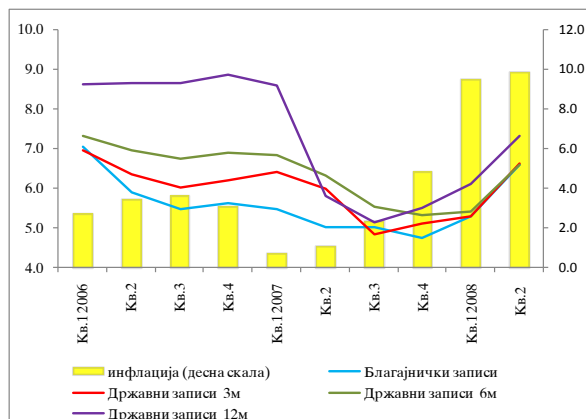
	VI.2007	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I.2008	II	III	IV	V	VI
Романија	7,00	7,00	7,00	7,00	7,50	7,50	7,50	7,50	8,00	9,00	9,03	9,5	9,75
Бугарија	3,84	4,01	4,10	4,09	4,24	4,26	4,58	4,68	4,75	4,83	4,85	4,93	4,96
Чешка	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Унгарија	7,75	7,75	7,75	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,25	8,5	8,5
Словачка	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Латвија	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Србија	9,50	9,50	9,56	9,75	9,72	9,50	9,57	10,00	1,74	13,50	14,75	15,35	15,75
Хрватска	3,50	3,50	3,50	3,50	3,51	3,86	4,06	4,13	4,63	4,96	4,95	5,05	4,99
Албанија	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Македонија	4,90	5,13	5,11	4,83	4,78	4,66	4,77	4,89	5,15	5,85	6,00	6,80	7,00

Извор: Интернет-страници на централните банки.

Промените на референтната каматна стапка предизвикаа и соодветни поместувања на останатите сегменти на финансискиот пазар, односно на меѓубанкарскиот пазар на пари и на пазарот на државни хартии од вредност. Во банкарскиот систем, промените во каматната политика на банките во однос на

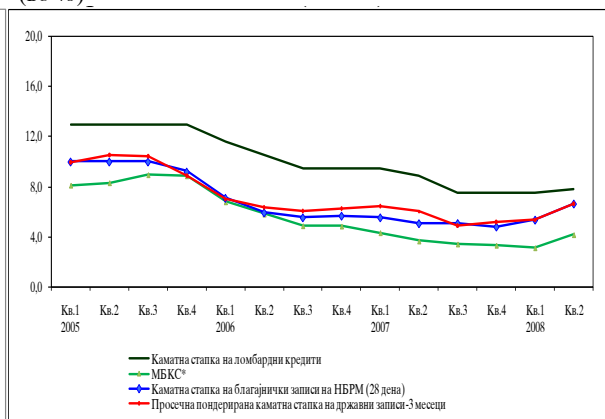
депозитите и кредитите, во најголема мерка беа движени од растечката конкуренција. Така, на полугодишна основа е забележано намалување на просечната активна каматна стапка, при пораст на просечната пасивна каматна стапка. Согласно со промените на каматната стапка на благајничките записи, во јуни, НБРМ ја зголеми каматната стапка на ломбардниот кредит за 1 процентен поен (со што таа достигна 8,5%).

Графикон 68  
Каматни стапки и годишна инфлација  
(квартални просеци, во %)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

Графикон 69  
Просечни краткорочни каматни стапки на  
НБРМ, просечни каматни стапки на  
меѓубанкарскиот пазар на пари и на  
пазарот на државни записи  
(во %)

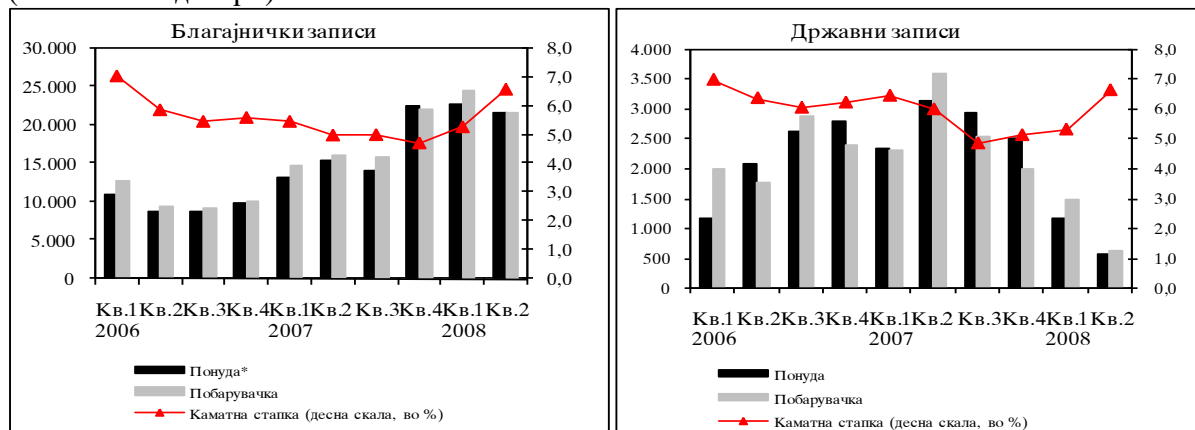


\*меѓубанкарска каматна стапка.  
Извор: НБРМ и Министерство за финансии.

Континуираниот пораст на референтната каматна стапка во текот на првото полугодие на 2008 година услови соодветни движења и кај каматните стапки на државните записи на сите рокови. Така, во текот на првите шест месеци на 2008 година, просечните каматни стапки на тримесечните, шестмесечните и дванаестмесечните државни записи бележеа постојан пораст и во однос на декември 2007 година се повисоки за 2 процентни поена, 2 процентни поена и 1,8 процентни поени, соодветно. На ваквиот тренд на пораст влијание има и промената на условите на аукцирање во средината на март 2008 година, кога Министерството за финансии го промени тендерот на каматни стапки со тендер на износи (со фиксна каматна стапка и ограничен износ). Просечната каматна стапка на меѓубанкарскиот пазар на пари, по повеќемесечно намалување, во март 2008 година, се зголеми на 3,1 процентен поен, како реакција на зголемувањето на референтната каматна стапка, а растечкиот тренд беше присутен и во текот на вториот квартал, при што во јуни 2008 година, меѓубанкарската каматна стапка достигна ниво од 4,55% (наспроти 3,14% во декември 2007 година).

## Графикон 70

Аукции на благајнички записи со рок на достасување од дваесет и осум дена, аукции на тримесечни државни записи и движење на каматните стапки (просечни стапки) (во милиони денари)

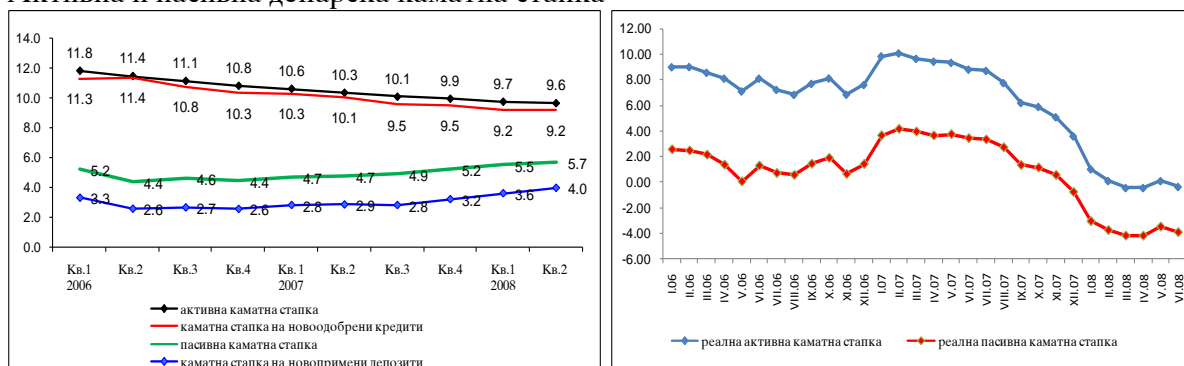


\*Од 19.03.2008 година понудата на благајнички записи е неограничена.  
Извор: НБРМ и Министерство за финансии.

Политиката на банките за обезбедување поголемо пазарно учество, во услови на растечка конкуренција, во рамките на банкарскиот сектор и од небанкарските финансиски институции, беше главниот двигател на каматните промени во првата половина на 2008 година, при што беше забележан полугодишен пад на активната камата (од 10,5% во првото полугодие на 2007 година на 9,7% во истиот период на 2008 година), при пораст на пасивните каматни стапки (од 4,7% во првата половина на 2007 година на 5,6% во истиот период на 2008 година). Намалувањето на цената на кредитите значи и поддршка на инвестициската активност на претпријатијата, што претставува клучен предуслов за раст на продуктивноста на економијата и креирање услови за подинамични и одржливи стапки на економски раст. Воедно, просечната каматна стапка на новоодобрените кредити во првите шест месеци на 2008 година се намали за 1 процентен поен и на годишна основа изнесува 9,2%, додека просечната каматна стапка на новопримените депозити забележа пораст од 0,9 процентни поени и изнесува 3,8%.

## Графикон 71

Активна и пасивна денарска каматна стапка



Извор: Народна банка на Република Македонија.

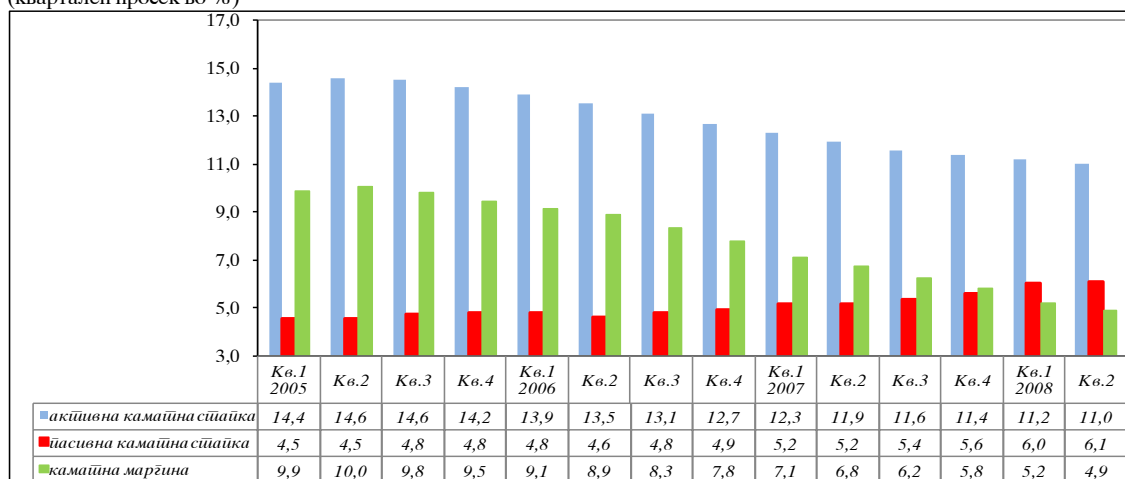
Исклучително високиот раст на обемот на кредитирање на населението, како и агресивната политика на дел од банките за подобрување на нивната пазарна позиција, доведоа до натамошно стеснување на каматната маргина на овој сегмент и нејзино приближување до каматната маргина кај корпоративниот сектор. Имено, во првата половина на 2008 година, просечната каматна стапка на денарските кредити на населението се намали за 1 процентен поен, при истовремен пораст на просечната камата на денарските депозити за 0,9 процентни поени, што се рефлектира во



стеснување на каматниот распон на сегментот „население“ од 1,9 процентни поени. Ваквите движења се потврдуваат и со резултатите од Анкетите за кредитна активност<sup>42</sup> за првиот и вториот квартал на 2008 година, според кои најголем број од банките укажуваат на намалување на каматната стапка на потрошувачките кредити, при што конкуренцијата од другите банки и трошоците на финансиските средства и ограничувањата на билансот на состојба се фактори коишто делумно придонесуваат за релаксирање на кредитните услови. Иако овој тренд е присутен од 2005 година, сепак тој не се прелеа во намалување на нето каматните приходи на банките од кредитирање на населението, коишто бележат постојан раст, пред сè како резултат на поинтензивниот раст на обемот на кредитите пласирани кај населението наспроти растот на депозитите на населението кај банките. Најголема годишна промена забележа просечната каматна стапка на краткорочните кредити на населението без валутна клаузула, од 16,8% во првите шест месеци на 2007 година на 12,5% во истиот период на 2008 година. Единствена промена во нагорна насока забележа каматната стапка на краткорочните кредити со валутна клаузула одобрени на населението (пораств од 0,5 процентни поени), што делумно кореспондира со промените во монетарната политика. Во доменот на пасивните каматни стапки, најголема промена во нагорна насока е забележана кај денарските депозити на населението без валутна клаузула орочени на краток рок од 6 до 12 месеци, од 7,7% во првата половина на 2007 година, на 8% во истиот период на 2008 година.

#### Графикон 72

Просечна пондерирани денарска активна и пасивна каматна стапка на населението и каматна маргина  
(квартален просек во %)



Извор: Народна банка на Република Македонија.

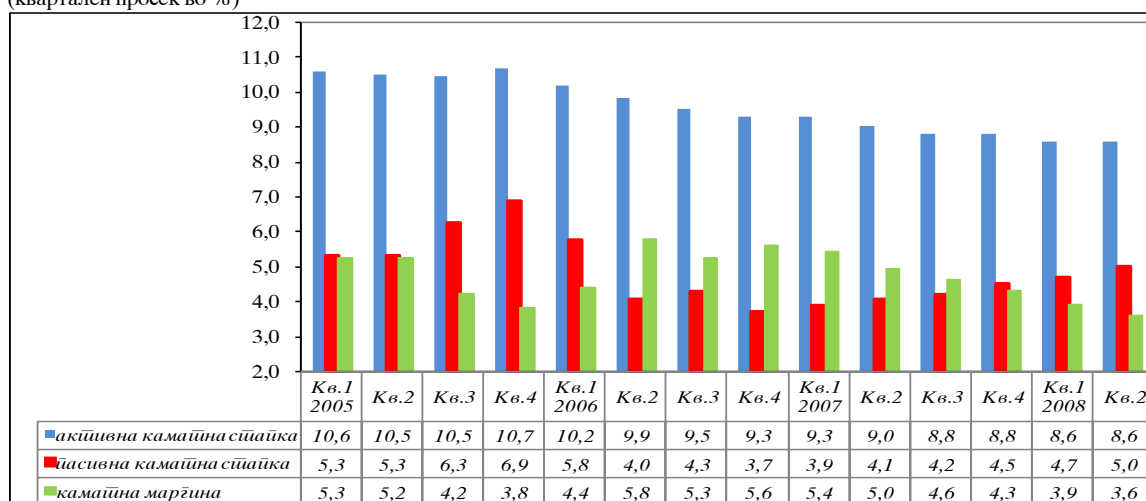
Политиката на банките за привлекување дополнително штедење, при истовремено нудење пониски цени на кредитите, во текот на првата половина на 2008 година беше карактеристична и кај корпоративниот сегмент. Споредено со истиот период на 2007 година, просечната каматна стапка на денарските кредити се намали за 0,6 процентни поени, сведувајќи се на ниво од 8,6%. Истовремено, приносот на денарските депозити, во просек, забележа пораст од 0,9% на полугодишна основа, што доведе до натамошно стеснување на каматната маргина за 1,4 процентни поени. Според Анкетата за кредитна активност за првиот квартал на 2008 година, ликвидносната позиција на банката, конкуренцијата од другите банки, како и намалениот ризик од нереализирање на колатералот се фактори коишто делумно придонесуваат за олабавување на кредитните услови за кредитирање на претпријатијата. Меѓутоа, анализата на одделните видови каматни стапки покажува промени коишто

<sup>42</sup> Анкета за кредитна активност, април 2008 година и јули 2008 година, НБРМ.

соодветствуваат со промената во монетарната политика. Така, во однос на крајот на 2007 година е регистриран пораст на каматната стапка на новоодобрените долгорочни кредити без валутна клаузула и кај новоодобрените краткорочни кредити со валутна клаузула (за 1 и 1,4 процентни поени, соодветно) и во јуни тие изнесуваа 9,8% и 8,8%, соодветно. Ваквата констатација се потврдува и со Анкетата за кредитна активност за вториот квартал на 2008 година, каде над половина од анкетираниите банки оцениле делумно заострување на каматните услови на кредитите наменети за претпријатијата. Ова се совпаѓа и со движењето на каматните стапки во земјите на евро-зоната, каде што во јуни е забележан најголем пораст на цената на кредитите наменети за претпријатијата, од почетокот на годината. Во поглед на пасивните каматни стапки, најголема промена на полугодишна основа забележаа долгорочните денарски депозити без валутна клаузула (пораст од 3,1 процентен поен).

### Графикон 73

Просечна пондерирана денарска активна и пасивна каматна стапка на претпријатијата и каматна маргина  
(квартален просек во %)

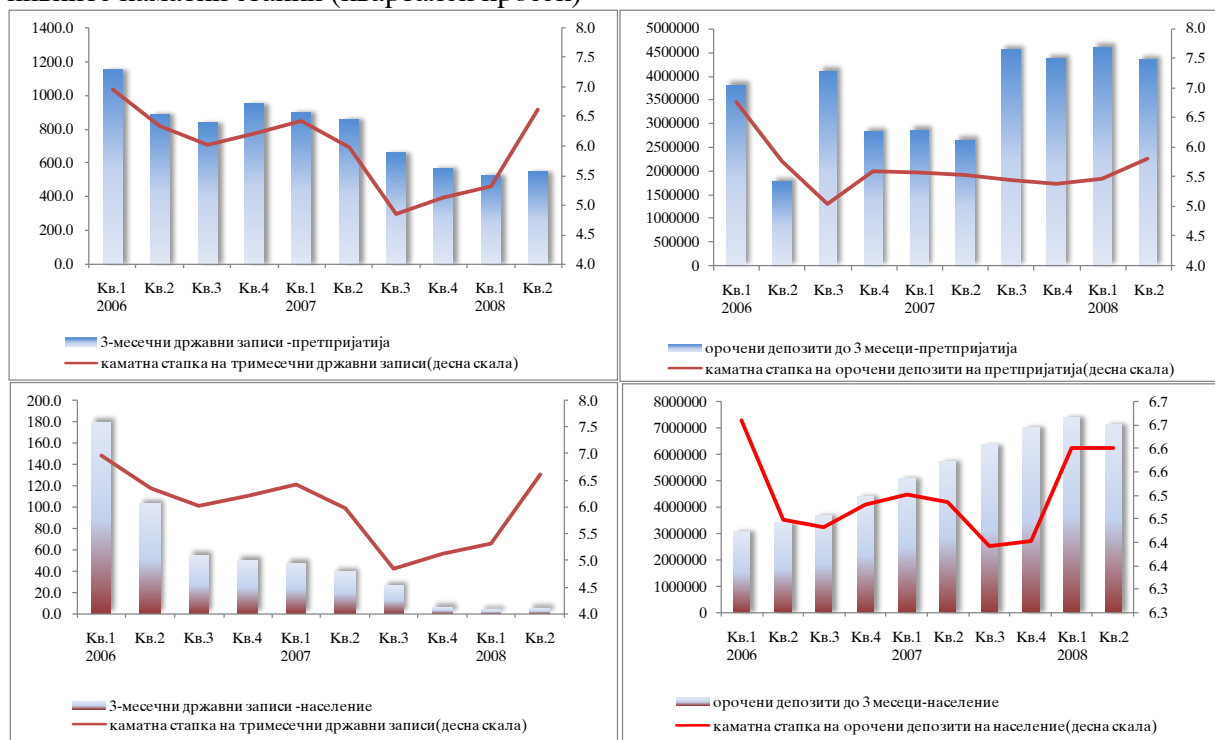


Извор: Народна банка на Република Македонија.

Движењето на пасивните банкарски каматни стапки (тримесечните орочени депозити без валутна клаузула) може да се разгледува од аспект на нивната поврзаност со каматните стапки на пазарот на државни хартии од вредност (тримесечните државни записи). Во овој домен, во првиот и вториот квартал беа забележани дивергентни движења. Така, во првиот квартал е забележано намалено инвестирање на приватниот сектор во тримесечните државни записи, при истовремено зголемување на нивните депозити во банките. Сепак, во однос на вложувањата во државните записи (тримесечни) треба да се има предвид дека во првите три месеци на 2008 година е регистрирано континуирано намалување на понудата на државните записи (главно заради намалената понуда на државните записи за монетарни цели, кои од март повеќе не се нудат на пазарот, а коишто целосно достсаа на аукцијата на 17.06.2008 година). За разлика од првите три месеци, во вториот квартал, после подолго време, е забележан зголемен интерес на претпријатијата и населението за инвестирање во тримесечни државни записи.

## Графикон 74

Вложувања во тримесечни државни записи, денарските депозити орочени до три месеци и нивните каматни стапки (квартален просек)

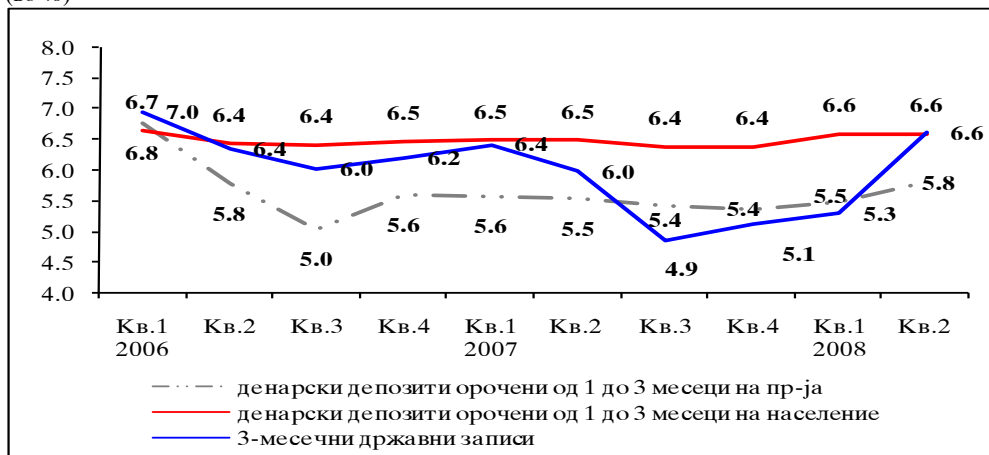


Извор: Народна банка на Република Македонија.

Од друга страна, забележан е квартален пад на орочените депозити (тримесечни) на претпријатијата и населението, во услови на непроменета каматна стапка кај секторот „население“, додека кај претпријатијата таа забележа пораст. Согласно со последните измени, после подолг период, каматната стапка на орочените денарски депозити (до три месеци без валутна клаузула) на населението во просек се изедначи со каматната стапка на државните записи (тримесечните), на квартална основа. Од друга страна, пасивната каматна стапка на претпријатијата (за тримесечните депозити) беше пониска од цената на државните записи (тримесечните). Од почетокот на годината до крајот на јуни 2008 година, пасивната каматна стапка на претпријатијата, во просек, ги следи промените на каматната стапка на тримесечните државни записи, но сепак се задржа на пониско ниво (5,6% во просек, наспроти просечната каматна стапка на државните записи од 6%). Истовремено, каматната стапка на орочените денарски депозити (до три месеци без валутна клаузула) на населението од 6,6% во просек е повисока од просечната каматна стапка на државните записи регистрирана во првите шест месеци на 2008 година.

### Графикон 75

Просечни каматни стапки на тримесечните денарски депозити на претпријатијата и на населението и просечни каматни стапки на тримесечните државни записи (во %)

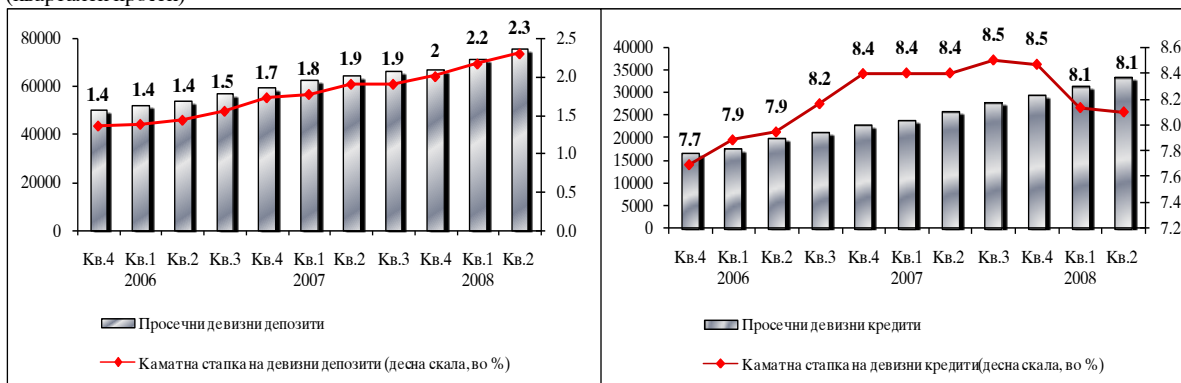


Извор: Народна банка на Република Македонија.

Поместувањата кај девизните каматни стапки, генерално соодветствуваат со поместувањата кај денарските каматни стапки, при што пониската цена на девизните кредити во однос на денарските делумно се должи и на пониските трошоци на изворите на средства. Така, во првите шест месеци на 2008 година, просечната каматна стапка на девизните кредити<sup>43</sup> изнесува 8,1% и укажува на годишен пад од 0,3 процентни поени, додека просечната каматна стапка на девизните депозити во анализираниот период се зголеми за 0,4 процентни поени и достигна 2,3%.

### Графикон 76

Квартална динамика на девизните депозити и кредити на приватниот сектор и на активната и на пасивната каматна стапка (квартален просек)

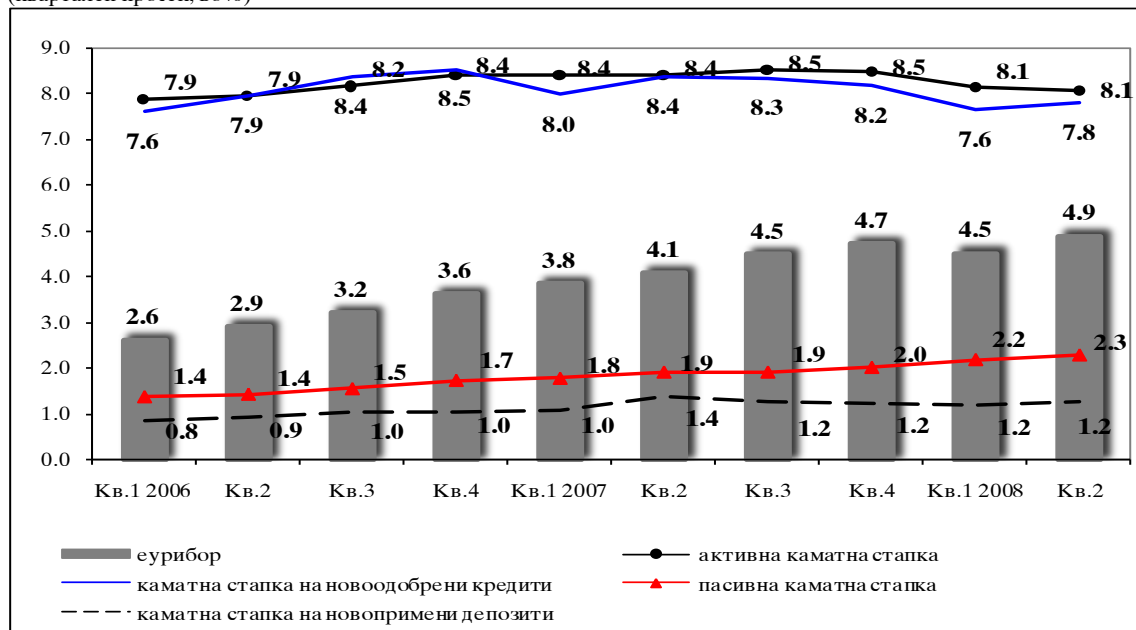


Извор: Народна банка на Република Македонија.

<sup>43</sup> Просечната пондеризирана пасивна каматна стапка на девизните кредити за сите рочности и за сите сектори.

## Графикон 77

Каматна стапка на девизни кредити и депозити и меѓународна тримесечна каматна стапка ЕУРИБОР  
(квартален просек, во%)

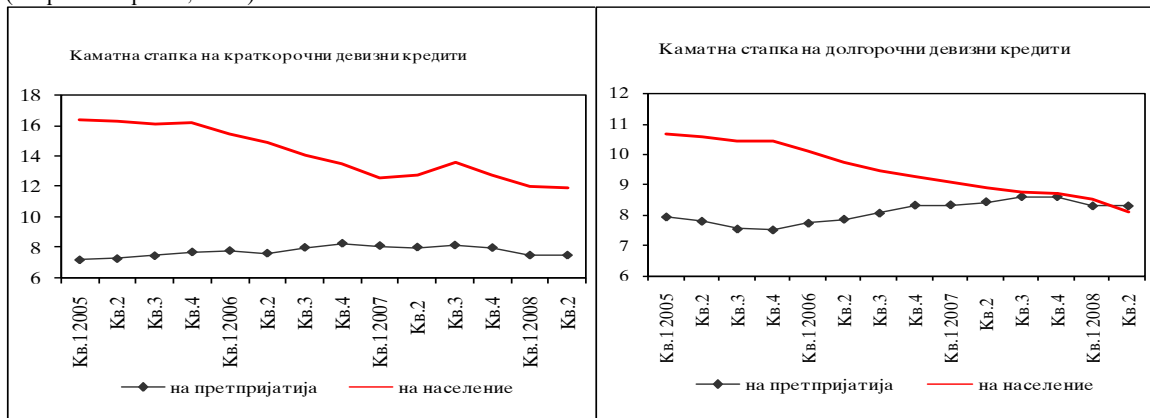


Извор: Народна банка на Република Македонија.

Секторската анализа на девизните каматни стапки покажа намалување на просечната каматна стапка на краткорочните и долгорочните кредити во евра наменети за населението од 0,9 и 0,7 процентни поени во првото полугодие на 2008 година, додека просечната каматна стапка на краткорочните девизни кредити одобрени во долари забележа полугодишен пораст од 1,7 процентни поени, достигнувајќи ниво од 3% во просек. Кај пасивните каматни стапки, поголема полугодишна промена е забележана кај девизните депозити во евра, со рок на достасување од 3 до 12 месеци. Кај активните каматни стапки на секторот „претпријатија“ поголеми поместувања се забележани кај краткорочните и долгорочните девизни кредити одобрени во долари, чијашто просечна каматна стапка е намалена за 2,6 и 2,1 процентен поен, соодветно и во просек изнесуваат 4,9% и 5,5%. Кај пасивната девизна каматна стапка за претпријатија, поголема промена во насока на раст е забележана кај орочените депозити во евра со рок на достасување од 3 до 6 месеци, чија што просечна цена се намали за 1 процентен поен, додека надолен тренд (пад од 1,5 процентни поени) имаа просечните каматни стапки на девизните депозити во долари, со рок на достасување од 1 до 3 месеци.

## Графикон 78

Каматна стапка на краткорочни и долгорочни девизни кредити на приватниот сектор  
(квартален просек, во %)



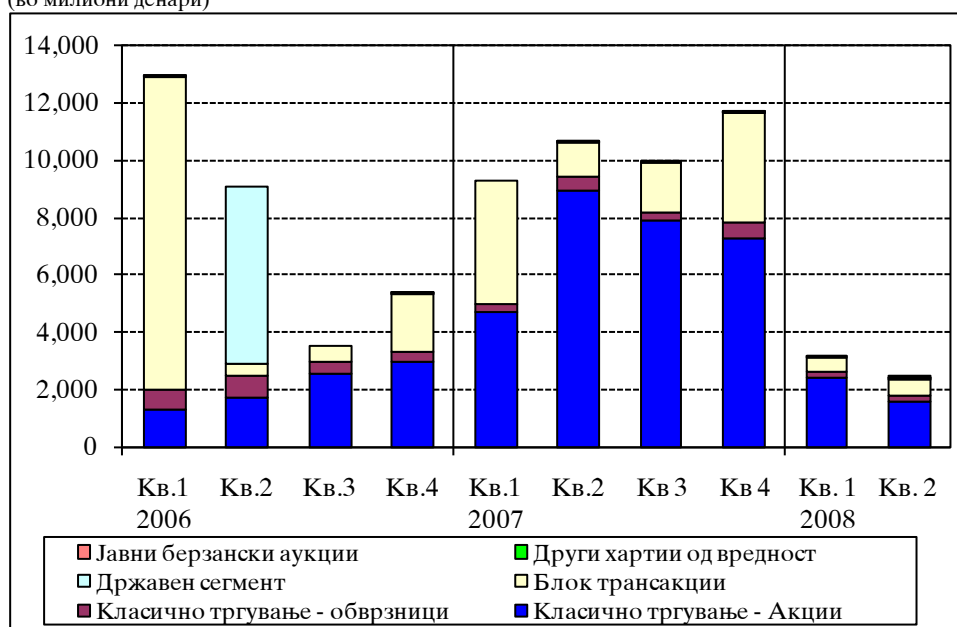
Извор: Народна банка на Република Македонија.

## IV. Пазар на капитал

Во првото полугодие на 2008 година е регистриран значителен пад на берзанското тргување во споредба со истиот период од претходната година. Падот на прометот е одраз најмногу на падот на класичното тргување со акции и на блок-трансакциите. Берзанскиот индекс МБИ-10 постојано имаше надолни движења, и на крајот на јуни беше понизок за 36,9% отколку во почетокот на годината. Ваквите движења на прометот и на индексот можат да се објаснат со глобалната економска и финансиска неизвесност, како и со политичката неизвесност во регионот и во земјава. Во првото полугодие имаше значително послаб интерес на странските инвеститори за вложување на Македонската берза. За разлика од 2007 година, кога тие беа доминантни во купувањето на хартии од вредност, во првите шест месеци на 2008 година тие учествуваа речиси еднакво и на страната на купувањето и на страната на продажбата на хартии од вредност.

Вкупниот берзански промет (вклучувајќи ги блок-трансакциите и државниот сегмент) во првото полугодие на 2008 година изнесува 5,7 милијарди денари, што претставува намалување за 71,6% во однос на истиот период од 2007 година. Овој пад најмногу се должи на падот на класичното тргување со акции, кое беше пониско за 70,4% отколку во истиот период од 2007 година и изнесуваше 4 милијарди денари. Класичното тргување со обврзници и блок-трансакциите изнесуваа 432,1 милиони и 1,1 милијарди денари, соодветно. Просечниот дневен берзански промет изнесува 36,3 милиони денари, што е значително помалку од просечниот промет во текот на првото полугодие на 2007 година (117,8 милиони денари).

Графикон 79  
Структура на берзанскиот промет по квартали  
(во милиони денари)



Извор: „Македонска берза“ АД Скопје.

Вредноста на индексот МБИ-10<sup>44</sup> на крајот на првото полугодие изнесува 4.886 индексни поени, што претставува пад од 36,9% во споредба со состојбата на крајот на 2007 година. Ваквите движења на овој индекс се должат на значителниот пад на

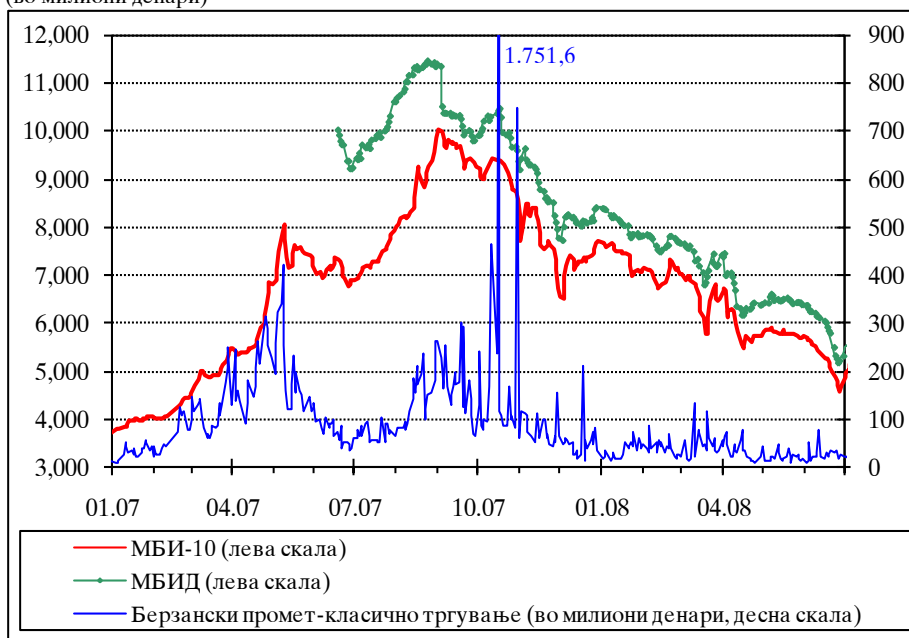
<sup>44</sup> Ценовен индекс пондериран со пазарната капитализација, создаден врз основа на обичните акции на десет котирани друштва на официјалниот пазар.

прометот на берзата, но и на падот на цените на поголемиот број акции, и тоа континуирано во текот на целото прво полугодие. Во првиот квартал, намалената побарувачка и падот на цените беа резултат пред сè на неизвесноста во однос на политичките случувања (прогласувањето на независноста на Косово и настаните околу потенцијалното зачленување на Република Македонија во НАТО), но и на ефектите од светската економска криза од крајот на 2007 година. Продолжувањето на падот на прометот и на цените на повеќето акции и во вториот квартал се должеше најмногу на политичката неизвесност поврзана со недобивањето на покана за зачленување во НАТО и со предвремените избори. Исто така, значително влијание имаше и продолжувањето на светската финансиска криза и неизвесноста околу идните глобални економски и финансиски движења, што особено се одрази преку странските инвеститори на Македонската берза. Генерално, сите овие фактори предизвикаа воздржаност на домашните и странските инвеститори од вложување во хартии од вредност, но и од нивно продавање заради избегнување поголеми капитални загуби. Следствено, при пад и на побарувачката и на понудата на хартии од вредност, дојде до продолжување на надолниот тренд на движење на прометот и цените, како и на МБИ-10.

Индексот на јавно поседувани друштва - МБИД<sup>45</sup> го следи движењето на МБИ-10, при што неговата вредност на крајот на вториот квартал изнесува 5.319,3 индексни поени, што претставува пад од 36,8% во споредба со крајот на 2007 година.

Графикон 80

МБИ-10, МБИД и берзански промет остварен со класично тргување<sup>46</sup>  
(во милиони денари)



Извор: „Македонска берза“ АД Скопје.

Споредбата со берзанските индекси во регионот и во земјите од Централна и Источна Европа покажува дека сите имаат надолни движења во првото полугодие на 2008 година. За земјите од Централна и Источна Европа, ова се должи пред сè на последиците од финансиската нестабилност на крајот на 2007 и почетокот на 2008

<sup>45</sup> Ценовен непондериран индекс, чишто составни елементи се избираат земајќи ги предвид бројот на денови на тргување и остварениот промет помеѓу две ревизии на индексот.

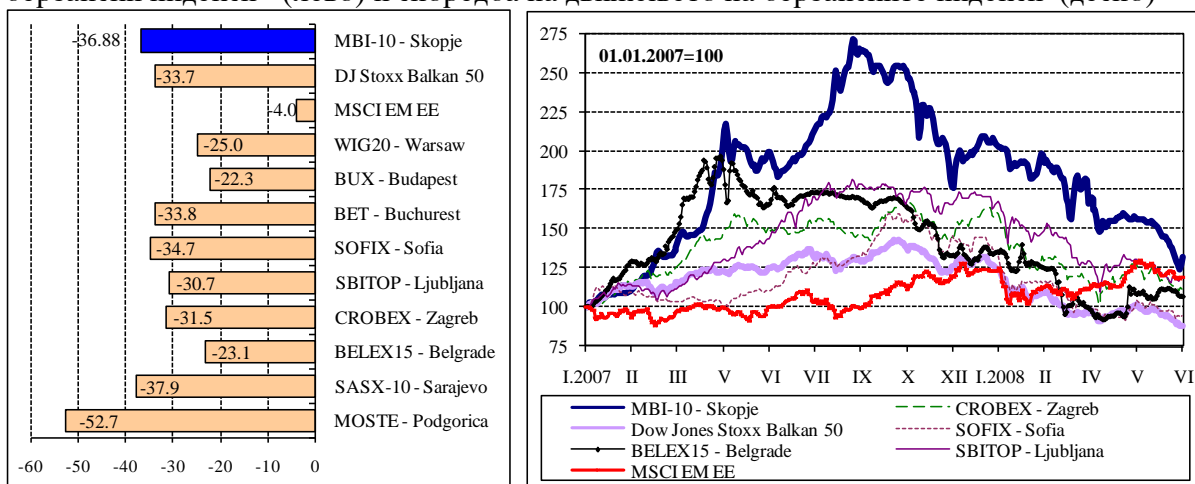
<sup>46</sup> На графиконот е прикажан дневниот берзански промет преку класично тргување, кој го опфаќа само класичното тргување со акции и обврзници, додека ги исклучува сите други видови трансакции. За да се прикаже подобро, на графиконот не е целосно прикажано класичното тргување на 16.10, коешто изнесува 1.751,6 милиони денари (што се должи на преземањето на една домашна компанија од странски инвеститор).



година, како и неизвесноста во поглед на идните економски движења. Овие ефекти, особено глобалната финансиска криза и нестабилноста на светските финансиски пазари, се одразија и врз берзите во Југоисточна Европа. Кај нив, исто така, беше присутно и влијанието на политичката неизвесност, при што комбинирано, овие фактори влијаеја во насока на воздржување на инвеститорите од поголеми вложувања на овие берзи и следствено, врз пад на берзанските индекси во текот на првите шест месеци од годината. Кумулативно во целото полугодие, односно во споредба со крајот на 2007 година, падот на индексите на берзите во Југоисточна Европа се движеше од 23,1% во Белград до 52,7% во Подгорица.

### Графикон 81

Полугодишни стапки на промена на националните и композитните регионални берзански индекси<sup>47</sup> (лево) и споредба на движењето на берзанските индекси (десно)



Извор: „Блумберг“, „Доу Џонс“, „Македонска берза“ АД Скопје, национални берзи.

Од аспект на учеството во прометот на берзата, продолжи доминацијата на резидентите и на страната на купувањето и на страната на продажба на хартии од вредност. Покрај драстично помалиот промет се забележува една значителна промена на структурата на тргувањето во првото полугодие на 2008 година. Имено, за разлика од 2007 година, кога нерезидентите главно купуваа, а резидентите главно продаваа, во првото полугодие на 2008 година износот на купени и продадени хартии од вредност е речиси ист и кај двете групи.

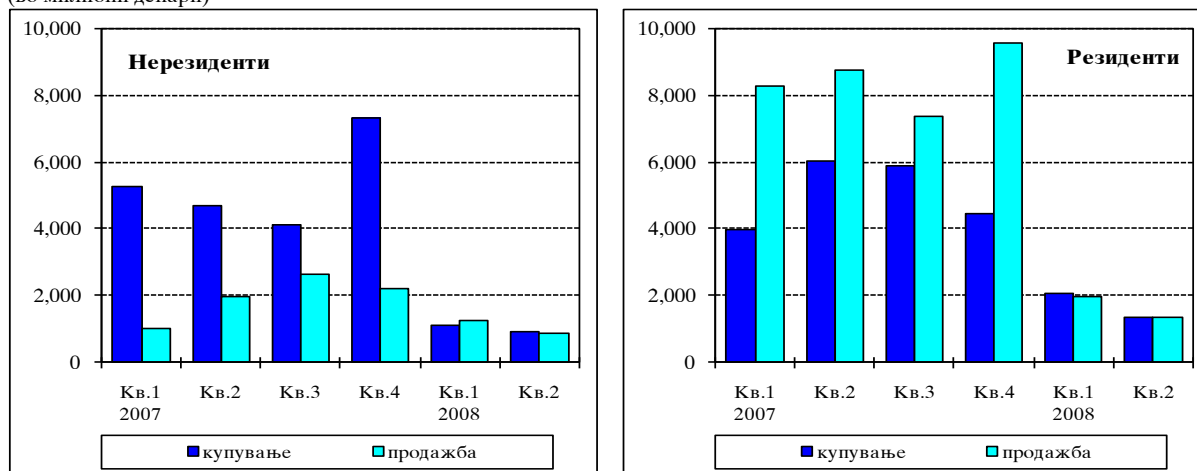
Во првото полугодие на 2008 година, резидентите учествувале со 62,8% во купувањето на хартии од вредност и со 60,8% во продажбата на хартии од вредност на берзата. Ова претставува пораст на учеството на резидентите во купувањето (од 50,1% во првото полугодие на 2007 година) и пад на нивното учество во продажбата на хартии од вредност (од 85,2% во првото полугодие на 2007 година). Притоа, во првите шест месеци на годината, домашните физички лица учествуваат со 35,9% во купувањето и со 37,8% во продажбата на хартии од вредност на берзата. Од друга страна, нерезидентите беа поприсутни на страната на продажбите (со 39,2%), отколку на страната на купувањата (со 37,2%). Како резултат на овие движења, на крајот на јуни, странските инвеститори учествуваат со 31,3% во вкупната главница на друштвата и 7,7% во вкупната номинална вредност на обврзниците<sup>48</sup>, што е слично како и на крајот на 2007 година.

<sup>47</sup> „Доу Џонс Стокс Балкан 50“ (Dow Jones Stoxx Balkan 50) вклучува акции од 50 најголеми и најликвидни компании од осум балкански берзи. „МСЦИ ЕМ ЕЕ“ (Morgan Stanley Capital International - Emerging Markets Eastern Europe - MSCI EM EE), е индекс којшто е пондериран според пазарната капитализација и вклучува акции од четири централно и источноевропски берзи.

<sup>48</sup> Според податоци од Централниот депозитар на хартии од вредност.

Графикон 82

Структура на прометот на берзата, според инвеститорите и насоката на трансакциите (во милиони денари)

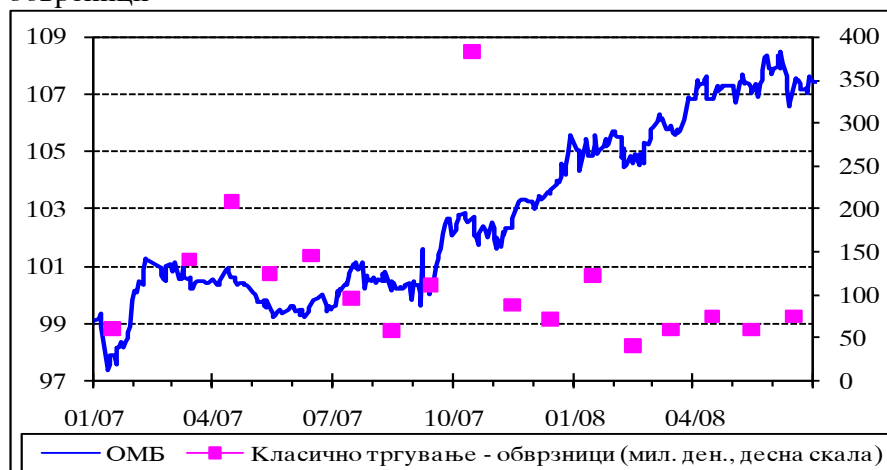


Извор: „Македонска берза“ АД Скопје, пресметки на НБРМ.

Во првото полугодие на 2008 година, остварениот промет со обврзници на официјалниот пазар на Берзата изнесува 432,1 милион денари и забележа пад од 42,4% во споредба со истиот период претходната година. Цените на обврзниците се движеа од 81,9% (Обврзницата за денационализација од шестата емисија) до 101,2% (корпоративна обврзница на „Прокредит банка“) од номиналната вредност. Во текот на овој период, ОМБ<sup>49</sup> имаше главно позитивни движења, при што на крајот на јуни се позиционира на 107,4 индексни поени (пораќ од 1,7% во споредба со крајот на 2007 година).

Графикон 83

Индекс на обврзници на „Македонската берза“ (ОМБ) и класично тргување со обврзници



Извор: „Македонска берза“ АД Скопје.

Во текот на првото полугодие на 2008 година, на Пазарот преку шалтер беа реализирани три трансакции со државни записи во номинален износ од 3 милиони денари и 26 трансакции со благајнички записи во номинална вредност од 895 милиони денари.

<sup>49</sup> ОМБ е ценовен индекс пондеран со прометот и е составен од обврзниците за старото девизно штедење и Обврзниците за денационализација од првата, втората, третата, четвртата, петтата и шестата емисија, при што почетната вредност на ОМБ е 100.