

НАРОДНА БАНКА НА РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЈА



Анализа на меѓународната инвестициска позиција на земјите од регионот, со посебен фокус на македонската економија

Дијана Јаневска-Стефанова*

Дирекција за монетарна политика и истражување

јануари, 2021 година

Апстракт

Целта на оваа анализа е испитување на надворешната позиција на земјите од регионот на ЦИЈИЕ, преку динамиката и структурата на меѓународната инвестициска позиција (МИП). Динамиката на МИП на земјите од регионот, во последните две декади, упатува на зголемување на негативниот јаз, во периодот пред светската економска криза. Овој тренд во посткризниот период до 2012 година, до одреден степен забави, а веќе со почетокот на епизодата на „силна негативна реакција на пазарите“ (т.н. taper tantrum) во 2013 година се забележува подобрување на МИП на земјите од овој регион. Во однос на факторите на промена, пред кризата во 2008 година, директните инвестиции, но и тековите коишто создаваат долг придонесуваат за проширување на МИП. По кризата, директните инвестиции и натаму растат, но побавно, додека процесот на раздолжување доведува до намалување на тековите коишто создаваат долг. Од аспект на одржливоста на екстерната позиција, според еден од ретките нумерички показатели за МИП од Процедурата за нерамнотежи на ЕК (одредница за МИП – 35% од БДП), нашата економија, како и повеќето анализирани земји се наоѓаат над оваа препорачана граница. Сепак, за целосна слика на надворешната позиција, покрај големината, треба да се земе предвид и структурната поставеност на МИП по инструменти, којашто во нашиот случај е поволна поради високото учество на директни инвестиции од 90%. Покрај тоа, и оцените на ММФ, коишто се темелат на повеќе показатели за екстерната позиција, не упатуваат на поголеми ранливости во надворешниот сектор.

* Ставовите изнесени во анализата се на авторот и не ги претставуваат официјалните ставови на НБРСМ.

Анализа на меѓународната инвестициска позиција на земјите од регионот, со посебен фокус на македонската економија

Процесот на глобализација придонесува за значително зголемување на степенот на трговска, но и финансиска интеграција на економиите. Степенот на финансиска интеграција може да се оцени преку големината на меѓународната инвестициска позиција (МИП¹), односно преку состојбата на финансиските средства и финансиските обврски во релациите со остатокот од светот. Анализата на структурните димензии на МИП овозможува подобро согледување на финансиската изложеност на одделните сектори во економијата, како и на портфолиото на финансиски инструменти во рамките на меѓународните финансиски средства и обврски. Значењето на овој показател особено дојде до израз во периодот по глобалната финансиска криза, при што тој беше интегриран во анализите на одржливоста и ранливоста на екстерниот сектор. Степенот на финансиската интеграција во брзорастечките економии и земјите во развој порасна значително во текот на последните две декади, носејќи со себе бројни придобивки, но и нови предизвици.

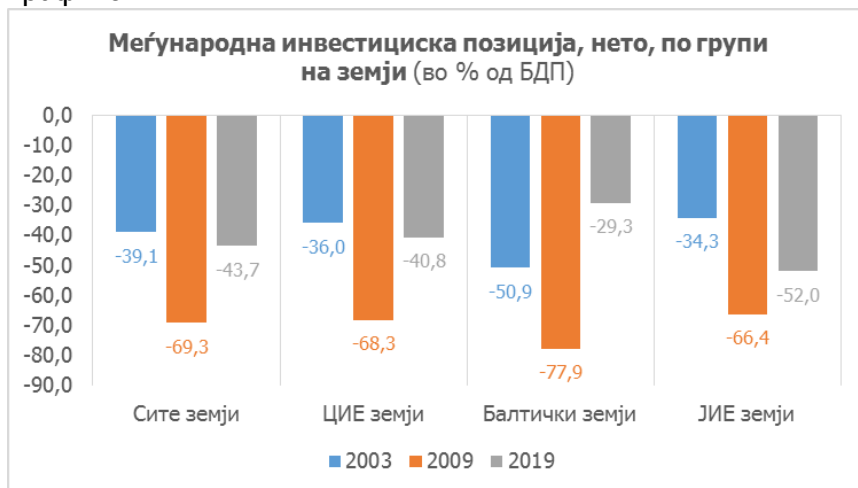
Целта на оваа анализа е испитување на екстерната позиција на земјите од регионот на ЦИЈИЕ², преку динамиката и структурата на меѓународната инвестициска позиција. Динамиката на екстерната позиција на земјите од регионот, во последните две декади, гледани низ призмата на меѓународната инвестициска позиција, упатува на значително зголемување на негативниот јаз (нето должничка позиција), во периодот пред светската економска криза. Така, во првиот потпериод (2003-2008 година) постои тренд на постојан раст на нето-обврските кон остатокот од светот, во просек од 3,9 п.п. од БДП, при што во 2009 година, негативната МИП достигна **69,3%** од БДП. Овој тренд во посткризниот период до 2012 година, до одреден степен забави (просечен раст од 2,4 п.п. од БДП) и веќе со почетокот на епизодата на „силна негативна реакција на пазарите“ (т.н. taper tantrum) во 2013 година, **започна процес на стеснување.** Имено, во наредниот период, нето меѓународната инвестициска позиција на сите анализирани земји почна постепено да се намалува (во просек од 1,2 п.п. од БДП), сведувајќи се на нивото од **43,7%** од БДП во 2019 година. Преткризното зголемување на нето должничката позиција, гледано по одделни групи земји, не упатува на поголеми отстапувања од просекот за целиот регион, што не е случај со брзината на посткризното приспособување. Надолното приспособување на МИП, во последната декада (2009-2019 година) е најголемо кај балтичките земји (со просечна стапка на пад од 3,2 п.п. од БДП). Имено, нивото на нето-обврски кон странство, во оваа група земји пред 2008 година, во најголем дел се состои од останати инвестиции односно прекугранични

¹ МИП претставува статистички извештај којшто ги прикажува состојбите на надворешните финансиски средства и финансиски обврски на земјата, односно побарувањата од и обврските кон нерезиденти врз основа на финансиски инструменти, коишто може да бидат во форма на директни, портфолио и останати инвестиции (заеми, трговски кредити и валути и депозити).

² Анализата се фокусира на економиите од централна, источна и југоисточна Европа и балтичките земји за периодот 2003-2019 година (земји од ЦИЕ – Чешка, Полска, Унгарија, Словачка и Словенија; ЈИЕ – Хрватска, Бугарија, Македонија, Албанија, БиХ, Србија и Романија; Балтички земји – Естонија, Латвија и Литванија). Податоците се преземени од базата на податоци на Меѓународниот монетарен фонд (ММФ), статистиката на меѓународната инвестициска позиција.

меѓубанкарски заеми. Оваа компонента значително се намали, во услови на одливи од банкарскиот систем во посткризниот период. Посткризното приспособување на земјите од ЦИЕ е помало или 1 п.п. од БДП, во просек, додека кај земјите од Југоисточна Европа, оваа надолна корекција е многу мала и изнесува 0,2 п.п. од БДП, во просек. Во рамките на оваа група земји, кај дел од земјите, гледано во просек нема посткризно приспособување, т.е. нивната негативна инвестициска позиција и натаму расте (Албанија, Србија и С Македонија).

Графикон 1

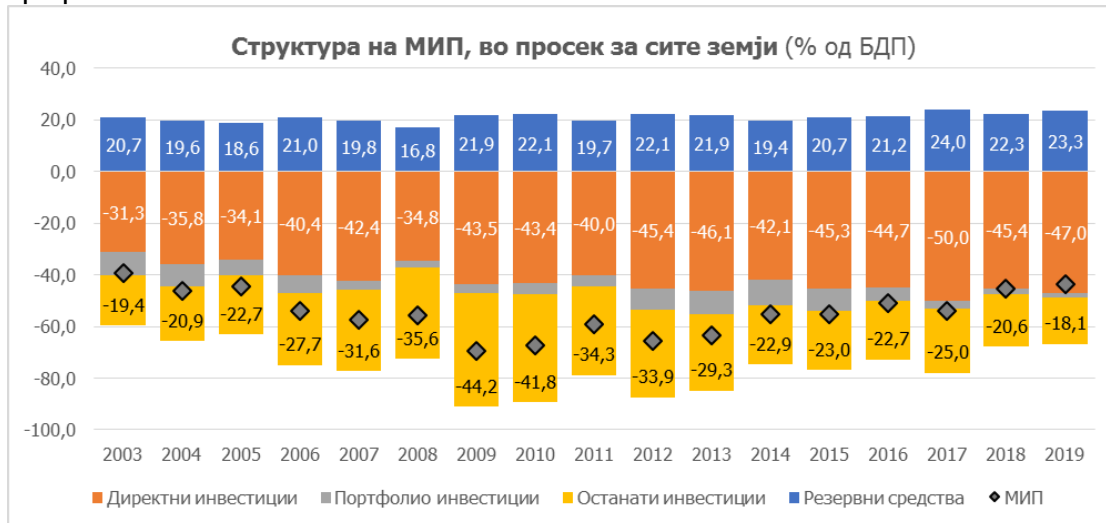


Извор: базата на податоци на ММФ и пресметки на авторот.

Структурната анализа на промените во меѓународната инвестициска позиција во преткризниот период може да даде индикација дали тие ја зголемуваат надворешната ранливост на економиите. Така, поголемото учество на директните инвестиции би требало да го подобри надворешниот профил на ризик на земјата, бидејќи веројатноста за брзо повлекување е помала. Ова не е случај со портфолио-инвестициите или останатите инвестиции, како текови кај коишто ризикот е повисок, во услови на можност за брзо повлекување и сè повисоки обврски за идна отплата. Структурната анализа покажува дека за регионот во целост **преовладуваат високите нето-обврски од директните инвестиции**, а потоа и од останатите инвестиции³. Секторската анализа на останатите инвестиции покажува дека во просек за целиот период од вкупните нето-обврски, околу една третина се нето-обврски на јавниот сектор, додека останатото се однесува на банките и приватниот сектор. Значително помал дел од негативната МИП се однесува на портфолио-инвестициите (коишто, во просек, за целиот период, се состојат исклучиво од нето-обврски на државата, во услови на забележани нето-средства кај сите останати категории), додека резервните средства или девизните резерви се позитивни и придонесуваат за намалување на должничката позиција на земјите.

³ Во рамките на *останатите инвестиции* спаѓаат категориите: финансиски деривати, валути и депозити, заеми, трговски кредити, шеми за осигурителни, пензиски и стандардизирани гаранции, останат сопственички капитал и останати сметки за наплата.

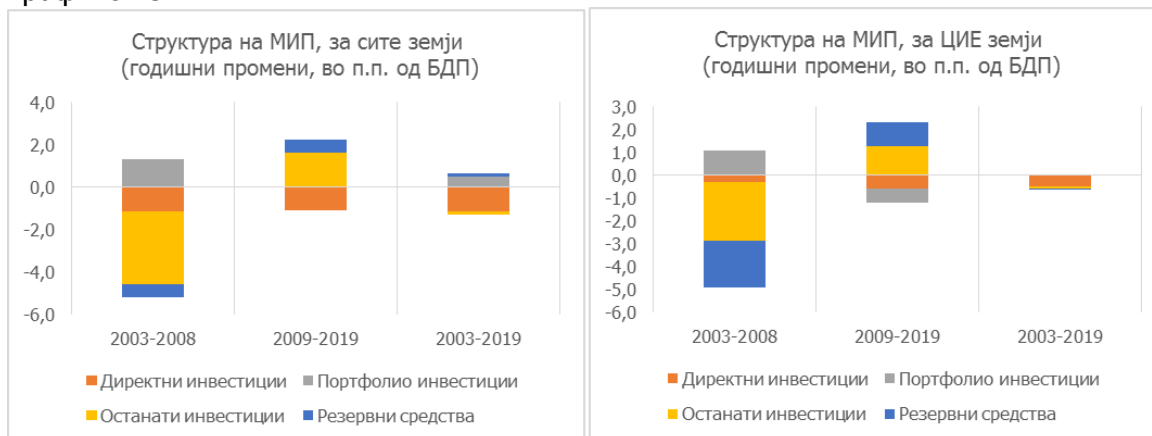
Графикон 2

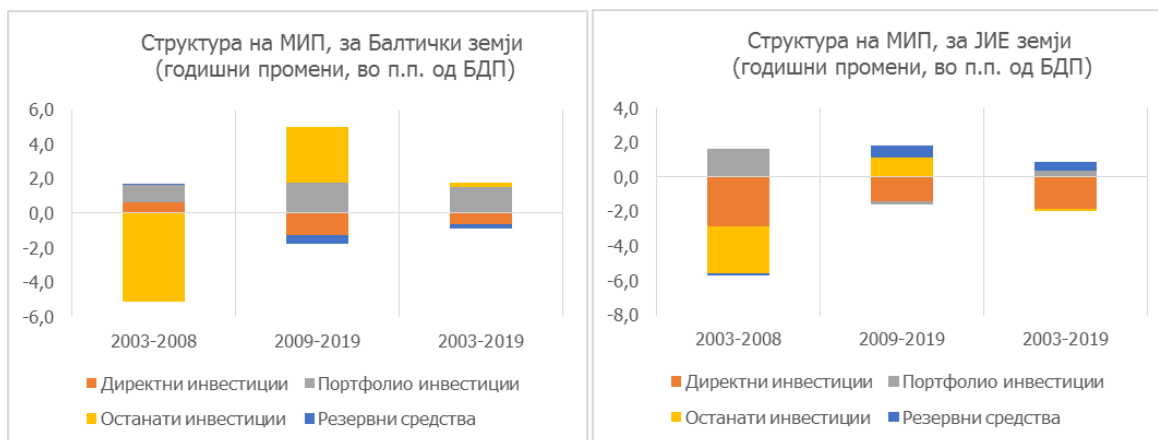


Извор: базата на податоци на ММФ и пресметки на авторот.

Динамички гледано, во периодот пред глобалната криза (2003-2008 година), во просек, раст се забележува кај нето-обврските кај директните инвестиции и останатите инвестиции, при истовремено подобрување на нето-позицијата на портфолио-инвестициите и кај девизните резерви. Поповолната нето-позиција на портфолио-инвестициите произлегува главно од приватниот сектор, во услови кога растат нето-обврските на државата. Растот на обврските врз основа на директните инвестиции продолжува и по глобалната криза, додека процесот на посткризното раздолжување ги намали нето-обврските врз основа на останати инвестиции. Овој процес е карактеристичен кај сите одделни групи земји, со различен степен на приспособување. Секторски гледано, намалувањето на обврските кај останатите инвестиции главно е во рамките на банкарскиот, а потоа и на корпоративниот сектор, додека нето-обврските на јавниот сектор, пред сè државата, во посткризниот период бележат раст.

Графикон 3

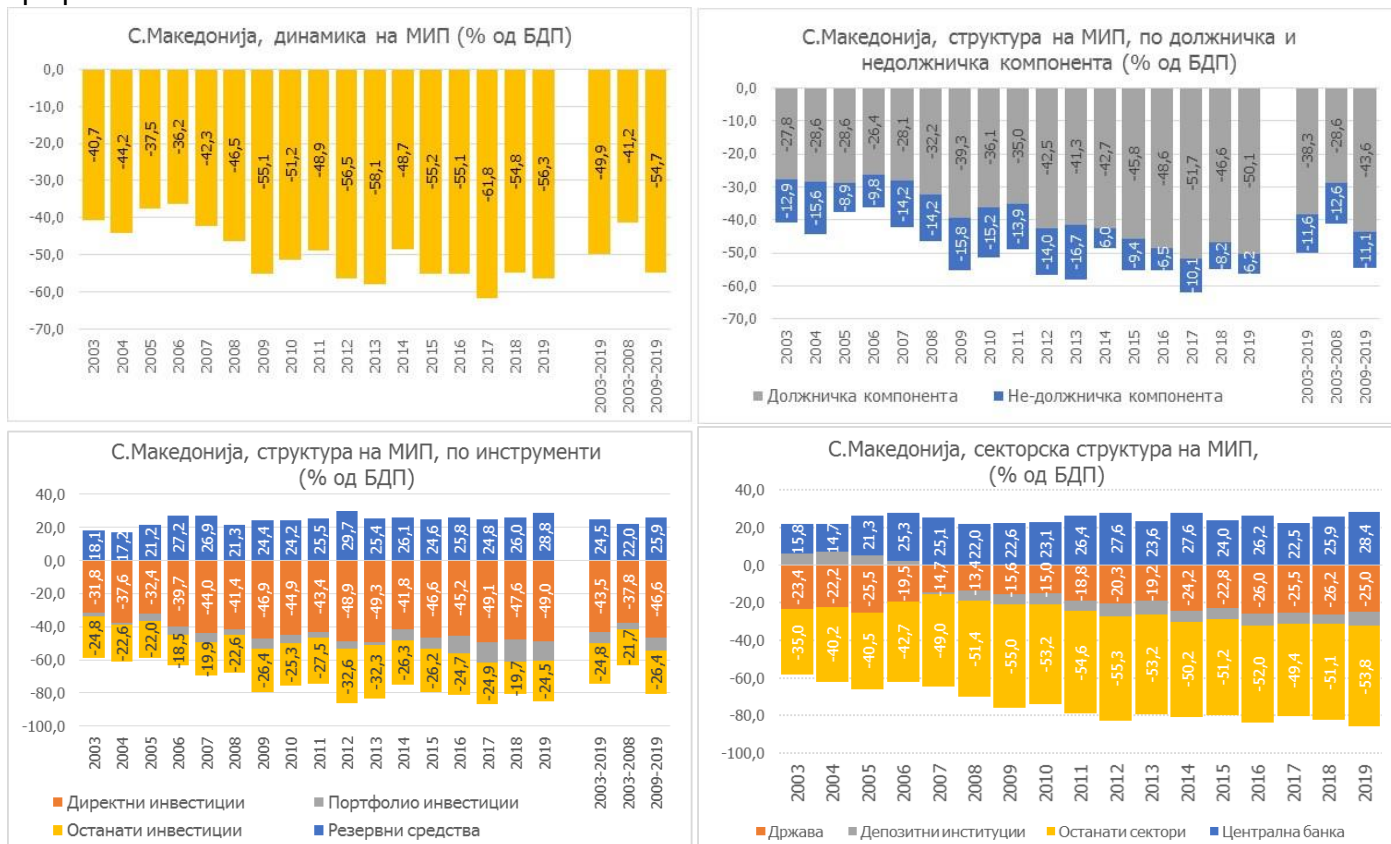




Извор: базата на податоци на ММФ и пресметки на авторот.

Во натамошниот дел од прилогот е посветено посебно внимание на големината, динамиката и структурата на меѓународната инвестициска позиција на македонската економија. Негативната МИП на македонската економија, во периодот 2003-2019 година, **во просек, изнесува 49,9% од БДП и е под просекот на земјите од централна и југоисточна Европа.** Динамички гледано, во периодот пред глобалната финансиска криза, негативната МИП изнесува 41,2% од БДП, додека во вториот потпериод (2009-2019 година) е повисока за околу 13,5 п.п. од БДП и изнесува 54,7% од БДП, во просек. Општиот тренд на продлабочување на МИП (со неколку исклучоци) го одразува постепеното финансиско интегрирање на економијата и потребата за дополнителен капитал за финансирање на економската активност. Во годините пред почетокот на глобалната криза, динамиката на МИП покажува дека нејзиното зголемување се случува во услови на раст на обврските, главно предизвикан од растот на директните инвестиции. Имено, пред кризата, СДИ влегоа во фаза на висок раст, а раст еа и во текот на кризата, но побавно. Што се однесува до надворешното задолжување на државата, ефектот врз МИП започна посилно да се чувствува од 2010 година. Со зголемувањето на фискалните дефицити се зголемија потребите за финансирање на државата, што влијаеше и врз нејзиното надворешно задолжување, првично во форма на долгорочни заеми, а потоа и преку задолжување на меѓународните пазари на капитал преку издавање хартии од вредност.

Графикон 4



* Категоријата „држава“ се однесува на централната влада, додека категоријата „останати сектори“ во себе ги вбројува и јавните претпријатија и јавните банки.

Извор: базата на податоци на ММФ и пресметки на авторот.

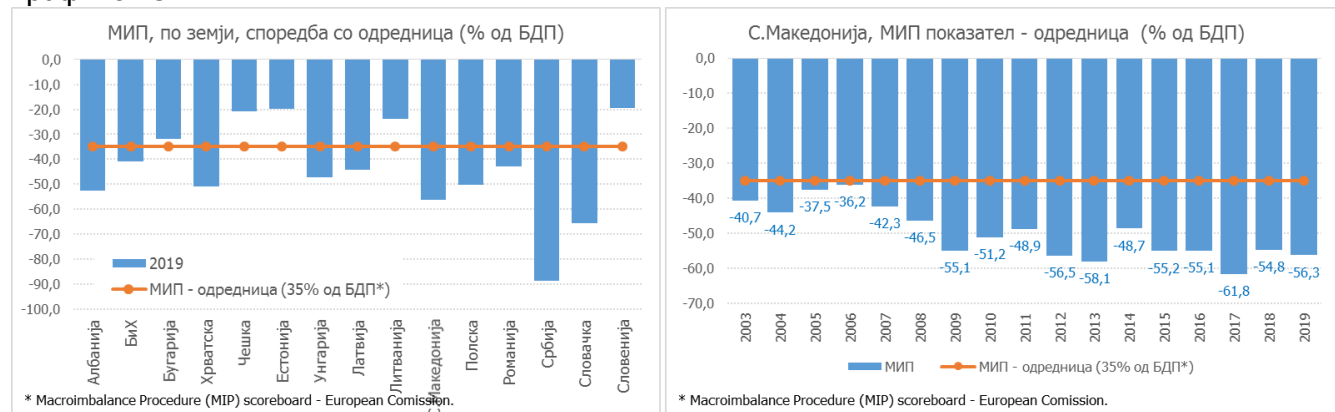
Од аспект на одржливоста на екстерната позиција на македонската економија, покрај динамиката и големината на МИП, треба да се погледне подетално и нејзината структурна поставеност по инструменти. Општо гледано, поголемото учество на **директните инвестиции** во вкупната МИП придонесува за подобрување на профилот на ризик на економијата, бидејќи веројатноста за брз одлив на овие финансиските текови (англ. sudden reversal) е мала и не повлекува обврска за отплати во иднина. Имено, директните инвестиции, самите по себе, носат бројни поволности за домашната економија, т.е. позитивно влијаат врз економската структура, врз трговската интегрираност во светот преку глобалните синџири на производство, како и врз натамошна финансиска интеграција преку пристап на новите капацитети до меѓународните финансиски пазари. Според ова, во случајот со С Македонија, релативно високата негативна нето-позиција на земјата кон остатокот од светот во голем дел е неутрализирана од високото структурно учество на нето-обврските кон странските инвеститори, односно директните инвестиции (околу 90%) во вкупната МИП⁴. Ваквата констатација треба да биде подложна и на натамошно разгледување преку анализа на **должничката и недолжничката компонента** на директните инвестиции и МИП во целост. Конкретно, структурата во категоријата директни инвестиции го поткрепува ова тврдење, имајќи предвид дека учеството на недолжничката

⁴ Како што е забележано во „Staff report for the 2019 Article IV Consultation“, FYR Macedonia, IMF.

компонента во просек за целиот анализиран период изнесува **81,5%** од вкупните нето-обврските кон странските инвеститори. Но, исто така, треба да се потенцира дека динамички гледано растот на должничката компонента е побрз во споредба со растот на недолжничката компонента и овие движења треба внимателно да се следат. Должничката компонента на вкупната МИП постојано расте во текот на целиот период (од 28,6% од БДП во првиот потпериод, на 43,6% во вториот потпериод), додека гледано по компоненти растот е речиси подеднакво распределен помеѓу главните инструменти т.е. портфолио, директни и останати инвестиции. Притоа, битно е да се напомене дека главно средствата од меѓукомпанискиот долг се користат за тековно работење на новите компаниите во странска сопственост.

Следењето на нето должничката позиција на една земја, во контекст на анализата на одржливоста на екстерната позиција, е и во фокусот на Европската комисија, преку редовно следење 14 клучни показатели во рамките на Процедурата за макроекономска нерамнотежа (Macroeconomic Imbalance Procedure – MIP). Така, според праговите за МИП на ЕК (MIP Scoreboard), учеството на МИП во БДП не треба да ја надминува границата од 35%. Оваа нумеричка одредница ја претставува долната граница којашто е дефинирана од долниот квантил на распределбата (англ. lower quartile of the distribution) на соодносот помеѓу МИП и БДП на сите земји членки на ЕУ. Споредбата на релативното учество на МИП во БДП за 2019 година со дадената одредница од праговите на ЕК за МИП по одделни земји покажува дека пет земји, сите членки на ЕУ (Чешка, Естонија, Литванија, Словенија и Бугарија), позитивно отстапуваат, односно се под прагот од 35% од БДП, во рамките на дадениот показател. Сите останати земји, во просек, отстапуваат околу 19 п.п. од одредницата, вклучително и нашата земја со поголем МИП од околу 21 п.п. Најголемо отстапување бележи Србија, чијшто показател е повисок за околу 54 п.п. од дадената граница. Во овој контекст, неопходно е да се нагласи дека земјите од регионот се во фаза на развој којашто подразбира потреба од побрза реална конвергенција и со самото тоа, дополнителни ресурси за финансирање на економскиот раст. Дополнителна позитивна карактеристика е и самата структура на МИП, во чиешто проширување преовладува должничката компонента на СДИ, средства коишто се главно вложени во секторот на разменливи добра и придонесуваат за зголемување на конкурентноста и потенцијалниот раст.

Графикон 5



Извор: базата на податоци на ММФ, прагови за МИП на ЕК и пресметки на авторот.

Покрај овој основен показател за меѓународната инвестициска позиција, во рамките на оценувањето на екстерната позиција, според Методологијата се додадени и дополнителни или помошни показатели како, на пример, учеството на нето надворешниот долг во БДП⁵. Истовремено, за да се надминат недостатоците од генерализирање преку единствена нумеричка одредница, експертите на Европската комисија (DGECFIN)⁶ одат и чекор понатаму со **пресметка на одредници за МИП, специфични за секоја земја**. Истражувањето е направено врз основа на 65 развиени и брзорастечки економии според два различни критериума: конзистентност со економските фундаменти или *норми* за *МИП* (англ. NIIP norms) и прудентност од ризик од настапување на криза во билансот на плаќања или *прудентни нивоа на МИП* (англ. Prudential NIIP threshold). Така, при подготовката на редовните извештаи (англ. Alert Mechanism Report – AMR), покрај основните и дополнителните показатели за меѓународната инвестициска позиција, се земаат предвид и движењата на нормите за МИП и прудентните нивоа на МИП.

Имајќи ги предвид недостатоците при формирањето единствен нумерички показател за земји со различно ниво на развој, ММФ во своите редовни извештаи (Article IV), описно ја проценува екстерната позиција на секоја земја. ММФ тргнува од четири главни столбови на кои се темели одржливоста на надворешниот сектор (тековна сметка, реален ефективен девизен курс, меѓународна инвестициска позиција и финансиски текови) и дали тие се претежно во согласност со среднорочните макроекономски фундаменти и посакуваните политики. Од мапата подолу, во табелата 1, може да забележиме дека главно тековната сметка кај анализираниите земји е во согласност со макроекономските фундаменти според оценките на ММФ, а умерени слабости се утврдени во рамките на МИП и финансиските текови.

⁵ Во Техничката белешка на Европската комисија (Envisaged revision of the selected auxiliary indicators of the MIP Scoreboard, September 2018) е предвидена и замена на показателот за нето надворешниот долг со показателот МИП со исклучени инструменти подложни на зададена вредност (англ. default) (NIIP excluding non-default able instruments as % of GDP).

⁶ Benchmarks for Net International Investment Positions, Alessandro Turrini and Stefan Zeugner, EC, DGECFIN.

Табела 1

Одржливост на екстерната позиција, според ММФ

	Позиција на тековна сметка	Позиција на РЕДК	Позиција на МИП	Финансиски текови
Албанија	Умерено	Значително	Значително	Значително
Бугарија	Силна позиција	Значително	Значително	Значително
Босна и Херцеговина	Значително	Значително	Значително	Значително
Хрватска	Значително	Значително	Значително	Значително
Чешка	Силна позиција	Значително	Значително	Значително
Унгарија	Значително	Значително	Значително	Значително
Црна Гора	Слаба позиција	Значително	Значително	Значително
С.Македонија	Значително	Значително	Значително	Значително
ПОлска	Силна позиција	Значително	Значително	Значително
Романија	Слаба позиција	Значително	Значително	Значително
Србија	Значително	Значително	Значително	Значително
Словенија	Силна позиција	Значително	Значително	Значително
<i>Легенда:</i>	Умерено	Значително		
Силна позиција	Силна позиција	Значително	Значително	
Генерално во линија	Значително	Значително	Значително	
Слаба позиција	Слаба позиција	Слаба позиција	Слаба позиција	
Нема податок				

Извор: Последните извештаи за Article IV на ММФ, за секоја одделна земја

Динамиката на екстерната позиција на земјите од регионот, во последните две декади, гледани низ призмата на меѓународната инвестициска позиција, упатува на зголемување на негативниот јаз, во периодот пред светската економска криза. Овој тренд во посткризниот период до 2012 година, до одреден степен забави, а веќе со почетокот на епизодата на „ силна негативна реакција на пазарите“ (т.н. taper tantrum) во 2013 година се забележува намалување на должничката позиција на земјите. Улогата на директните инвестиции, пред кризата во 2007 година, беше значително поголема од таа на тековите коишто создаваат долг, односно меѓународни обврски, додека во 2013 година тие беа избалансирани. Веќе кон крајот на 2019 година, како што и се очекуваше, преку процесот на финансиско раздолжување (делевериџ), нивото на текови коишто создаваат долг се намали, главно преку пониски останати инвестиции на нето-основа. **Од аспект на одржливоста на екстерната позиција, според еден од ретките нумерички показатели за МИП од Процедурата за нерамнотежи на ЕК (одредница за МИП – 35% од БДП), нашата економија, како и повеќето анализирани земји се наоѓаат над оваа препорачана граница. Сепак, за целосна слика на екстерната позиција, покрај големината, треба да се земе предвид и структурната поставеност на МИП по инструменти, којашто во нашиот случај е поволна поради високото учество на директните инвестиции (околу 90%) во вкупната МИП. Покрај тоа, и оцените на ММФ, коишто се темелат на повеќе показатели за екстерната позиција, не упатуваат на поголеми ранливости во надворешниот сектор.**

