

# Како пазарот ги оцени економските мерки против КОВИД-19?

Како и голем број земји во светот, Северна Македонија дизајнираше и имплементираше четири пакети економски мерки со цел ублажување на економските загуби предизвикани од Ковид-19 кризата. Иако се`уште е рано да се оцени соодветноста и успешноста на преземените мерки, анализата на сентиментот на пазарот на капитал ја открива перцепцијата и реакцијата на инвеститорите на економските мерки во поглед на перспективите на македонските компании во текот и по Ковид-19. Ги анализираме движењата на приносите на компаниите кои котираат на Македонската Берза околу објавите на четирите пакета економски мерки, со цел да утврдиме како пазарот ги оцени мерките на Владата. Анализата покажува дека пазарот негативно го оцени првиот пакет мерки, но оптимистички реагираше на вториот, докажувајќи дека формата и големината на мерките беше соодветна за поттикнување на економијата. Инвеститорите беа резервирани по објавите на третиот и четвртиот пакет мерки, веројатно затоа што веќе ја имаа вградено информацијата за ниската реализација на мерките од претходните два пакета.

## Бриф за политиките бр. 44

Овој бриф за политиките препорачува економските мерки за борба со последиците од Ковид-19 да бидат објавени на начин на кој информацијата е навремена и добро комуницирана за да не се создаде дополнителна неизвесност на пазарот. Понатаму, брифот препорачува дека клучно за успехот на мерките е нивната реализација во предвидениот обем, бидејќи збогатувањето на мерките не ја намалува неизвесноста во економијата доколку Владата неефикасно и споро нив ги реализира.

### ПРОБЛЕМ

Ниту една економија не остана имуна на ударот од пандемијата Ковид-19, вклучувајќи ја и Македонската. Бруто домашниот производ во вториот квартал од 2020 падна за 12.7% остварувајќи ја проекцијата на Finance Think од [април 2020](#). И покрај тоа што падот е систематски и ги зафати сите сектори, големината е различна пришто индустријата и трговијата, транспортот и угостителството искусија најголем пад од 25.3% и 23.4%, соодветно ([Макроекономски мониторинг 9\(2\), 2020](#)). Владите околу светот се обидуваат да ги ублажат негативните ефекти од пандемијата со дизајнирање итни и генерални (one-size-fits-all) мерки кои треба да ја подигнат агрегатната побарувачката и да ги спасат најзагрозените сектори. Македонската влада се соочи со истиот притисок да одговори навремено и соодветно таргетирано. Поради

итноста на ситуацијата, Владата дизајнираше и имплементираше четири пакети мерки кои целееа да ги ублажат загубите на доход и зголемувањето на невработеноста. На 18 Март 2020, тогашната вице-премиерка за економски прашања Мила Царовска го објави првиот пакет економски мерки за поддршка на бизнисот. Пакетот вклучуваше привремено и условено субвенционирање придонеси, одложување на обврските за аконтативна уплата на даноци, бескаматни кредити за микро, мали и средни претпријатија од Развојната банка на Северна Македонија во износ од 5.7 милиони евра и препораки за реорганизација на производството и транспортот. На 31 Март 2020, тогашниот технички премиер Оливер Спасовски ја обелодени листата на вториот пакет мерки. Овој пакет беше пообеман

опфаќајќи финансиска поддршка на претпријатија за исплата на (минимална) плата од 14500 денари, дополнителни бескаматни кредити, репрограмирање на кредити и слична помош, како и ограничувања на исплати на плати и надоместоци за одредени категории граѓани (пратеници, членови на управни и надзорни одбори итн). Вкупната проценета вредност на првиот и вториот пакет економски мерки изнесуваше 200-250 милиони евра или 2% од БДП.

На 17 Мај 2020, техничкиот премиер го презентираше и третиот пакет мерки, генерално насочен кон стимулирање на побарувачката. Третиот пакет мерки е проценет на 355 милиони евра и вклучуваше платежни картички за нискодоходни граѓани и студенти за купување македонски производи, ваучери за домашен туризам и кофинансирање обуки, бескаматни кредити и грантови за стимулирање дигитализација и иновација, како и помош за земјоделците и здравствените работници. Конечно, на 27

Септември 2020, премиерот Зоран Заев го објави четвртиот пакет економски мерки. Тој содржи 31 мерка кои се продолжение на претходните како што се субвенционирање на платите на вработените, платежни картички, поволни кредити од Развојната банка, дополнително одложување на отплата на кредити, како и останати нови мерки како намалување на увозни давачки, државни кредитни и царински гаранции и дополнителна поддршка на туризмот и угостителството. Проценетата вредност на четвртиот пакет на мерки е 470 милиони евра. Агрегатната проценета вредност на сите четири пакети изнесува приближно 1 милијарда евра, од кои приближно 200 милиони евра се реализирани во досегашниот период.

Во рамките на неизвесноста создадена од пандемијата, објавата на секој пакет мерки претставува потенцијално нова информација за инвеститорите на пазарот на капитал која може да предизвика обновување на нивните а-приори

предвидувања за развојот на економската ситуација во земјата и соодветно делување: вложување во акции во просперитетните сектори во земјата кои би имале корист од мерките (позитивна информација) или продавање акции доколку мерките не се доволни да го помогнат работењето на фирмите (негативна информација).

### ЦЕЛ

Целта на овој бриф е да ги анализира движењата на пазарот на капитал околу деновите на објавување на четирите пакети мерки презентирани од владините преставници. За таа цел, применуваме студија на случај (event study) и ги пресметуваме абнормалните приноси (ARs) и кумулативните абнормални приноси (CARs) за четири различно дефинирани портфолија. Анализата на одговорот на пазарот на капитал во однос на Ковид-19 мерките може да индицира во која насока да се дефинираат идните мерки за ублажување на ударот од Ковид-19 и за брзо заздравување на економијата.



## ПОДАТОЦИ И МЕТОДОЛОГИЈА

Ги собираме дневните серии на податоци за периодот Јануари 2019-Јуни 2020 од Македонската Берза. Ги селектираме компаниите со најчесто и умерено тргувани акции и креираме примерок од 18 компании од кои најголем дел го сочинуваат индексот на Македонската Берза – МБИ10. Банките имаат доминантно присуство во примерокот. Остатокот од примерокот припаѓа на Преработувачката индустрија (3), Нафта и нафтени деривати (2), Градежништво (2), Трговија со фармацевтски производи и медицинска опрема (1), Телекомуникации (1), Туризам (1) и други услуги (1). Ја анализираме реакцијата на пазарот на капитал околу датумите на објавување на четирите сета мерки: Прв сет (18 Март 2020); Втор сет (31 Март

2020); Трет сет (17 Мај 2020) и Четврт сет (27 Септември 2020).

Ги пресметуваме дневните приноси за секоја акција во примерокот, а потоа и абнормалните приноси користејќи го Моделот на Историски Просек (Historical Mean Model - НММ), кој пристап се разликува во однос на општата пракса на употреба на модели со еден или повеќе пазарни фактори.<sup>1</sup> Ги користиме следните формули за пресметка на абнормалните дневни приноси и кумулативните абнормални приноси:<sup>2</sup>

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \mu_i \quad (1)$$

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (2)$$

Каде  $R_{i,t}$  е дневниот принос на компанијата  $i$  на денот  $t$ ,  $\mu_i$  е просечниот принос на компанијата

$i$  за периодот на пресметка,  $t_1$  е долната граница и  $t_2$  е горната граница на прозорецот на настанот (event window). Конечно, креираме три портфолија за да ја евалуираме агрегатната и групната реакција на мерките: 1) Портфолио составено од сите акции во примерокот “Примерок”; “Банкарско портфолио” составено од 7 акции на банките, и 3) “Небанкарско портфолио” составено од 11 акции на небанкарските ентитети во примерокот. Исто така ја анализираме и вредноста на МБИ10 околу настаните. Селектираме период на проценка на  $\mu_i$  од една година (31 Јануари 2019-31 Јануари 2020) за да го избегнеме влијанието на пандемијата врз движењето на цените на акциите. Исто така, ги дефинираме следниве сетови на прозорци на настан: [-5,0], [-1,0], [0,0], [0,1] and [0,5].



<sup>1</sup>Употребата на Моделот на Историски Просек е посоодветен во овој случај бидејќи примерокот главно ги содржи акциите кои го сочинуваат МБИ10 и употребата на пазарен модел користејќи го МБИ10 како фактор генерира несоодветни резултати. Литературата е согласна дека двата модели генерираат споредливи резултати (Duckman et al. 1984).

<sup>2</sup>Ја користиме Estudy командата развиена од страна на Pacisco et al. (2018) за да ги пресметаме абнормалните и кумулативните абнормални приноси.

## РЕЗУЛТАТИ

Објавувањето на првиот пакет мерки кореспондира со прогласувањето на вонредна состојба од Претседателот Стево Пендаровски на 18 Март 2020. Сепак, негативната перцепција на пазарот на капитал започна најмалку една недела пред прогласувањето на вонредната состојба кога владата донесе одлука (11 Март 2020) да се прекине воспитно-образовниот

процес во образовните установи и кога голем дел од соседите прогласија вонредна состојба. Негативниот шок е систематски и кумулативниот абнормален принос пет дена пред објавувањето на мерките (CAR[-5,0]) изнесува -20.38% за целиот примерок (Табела 1: Панел А). Падот на цените на акциите продолжи и по објавувањето на вонредната состојба и првиот пакет економски мерки. Приносот на небанкарското портфолио има континуиран

пад во текот на цела недела по објавувањето на мерките, додека приносот на банкарското портфолио има краткорочен пад веднаш по објавувањето на мерките и вонредната состојба. Според движењата на приносите околу првиот пакет мерки, може да заклучиме дека **објавениот прв пакет мерки беше оценет како недоволен да создаде доверба кај инвеститорите за ублажување на економските загуби, посебно кај небанкарските ентитети.**

**Табела 1:** Абнормални и кумулативни абнормални приноси околу четирите пакета економски мерки

Панел А: Прв сет мерки (18 Март 2020)					
	CAR[-5,0]	CAR[-1,0]	AR[0,0]	CAR[0,1]	CAR[0,5]
Примерок	-17.07%***	-5.19%***	-2.67%***	-5.21%***	-6.16%***
Небанкарско	-15.73%***	-5.13%***	-2.50%***	-4.85%***	-8.26%***
Банкарско	-19.18%***	-5.27%***	-2.94%***	-5.78%***	-2.86%**
МБИ10	-26.59%***	-7.36%***	-4.52%***	-7.88%***	-4.76%***
Панел Б: Втор сет мерки (31 Март 2020)					
Примерок	-1.58%	5.45%***	4.23%***	2.01%***	11.81%***
Небанкарско	-2.35%*	4.04%***	3.04%***	0.91%	10.62%***
Банкарско	-0.37%	7.67%***	6.09%***	3.73%***	13.69%***
МБИ10	2.93%**	10.43%***	6.68%***	3.93%***	17.19%***
Панел В: Трет сет мерки (17 Мај 2020)					
Примерок	-2.39%**	-1.03%**	Недела	-0.18%	0.25%
Небанкарско	-2.80%**	-1.64%***	Недела	-0.25%	0.24%
Банкарско	-1.75%	-0.09%	Недела	-0.06%	0.28%
МБИ10	-1.38%	-0.78%	Недела	-0.66%	-0.65%
Панел Г: Четврт сет мерки (27 Септември 2020)					
Примерок	-0.52%	0.36%	Недела	-0.19%	1.55%
Небанкарско	-0.15%	0.28%	Недела	0.15%	2.51%
Банкарско	-1.09%	0.49%	Недела	-0.72%	0.05%
МБИ10	-1.26%	0.41%	Недела	-0.62%	0.11%

Извор: Пресметки на авторот

**Забелешка:** Табелата ги презентира кумулативните абнормални приноси (CAR) за следните прозорци на настан (event windows): [-5, 0], [-1, 0], [0, 0], [0, 1] и [0, 5] каде  $t = 0$  е денот на објавата на мерките. CARs се пресметани според Моделот на Историски Просек  $AR_{i,t} = R_{i,t} - \mu_i$ . Има четири портфолија: 1) Портфолио составено од сите акции во примерокот "Примерок"; "Банкарско портфолио" составено од 7 акции на банките; 3) "Небанкарско портфолио" составено од 11 акции на небанкарските ентитети во примерокот и 4) МБИ10. Значајноста на кумулативните приноси се оценува со непараметрискиот генерализиран ранк тест на Kolari and Pynnonen (2011). \*\*\*, \*\*, \* означува значајност на ниво на доверба од 1%, 5% и 10%, соодветно.

Еден ден пред презентирањето на вториот пакет мерки има значајна позитивна реакција на пазарот на капитал која најверојатно е поврзана со предвременото објавување на дел од мерките на лидерот на СДСМ Зоран Заев на 30 Март 2020. Реакцијата е посебно изразена кај најликвидните акции во рамките на МБИ10, пораст од 10.43% на CAR[-1,0], и кај банките, пораст од 7.67% на CAR[-1,0], на денот на објавување на пакетот на мерки (Табела 1: Панел Б). Следниот ден по објавувањето има мала надолна корекција на кумулативните приноси што може да сугерира **преоптимистична пазарна реакција на првата објава на вториот пакет мерки**. Но, во текот на цела недела има постепено “дигестирање” на информацијата од вториот пакет мерки што резултира во **зголемен оптимизам на инвеститорите за перспективите на домашната економија**. Сумирајќи ги движењата на приносите околу вториот сет мерки, аргументираме дека големината и формата на вториот пакет мерки беше оценета

како **задоволителна од пазарот во поглед на креирање краткорочен поттик на домашната економија**.

Третиот пакет мерки доаѓа по одредена временска дистанца во однос на првите два. Тој е постепено комунициран во текот на неделата пред официјалното објавување. Во истата недела е усвоен и Планот за намалување на рестриктивните мерки од Владата. **Инвеститорите негативно ги оценија двата настани** со тоа што ги реструктурираа своите позиции надвор од небанкарскиот сектор. Кумулативниот принос CAR[-5,0] една недела пред објавување на третиот пакет мерки изнесува -2.8% за небанкарското портфолио (Табела 1: Панел В). По објавувањето на третиот пакет мерки нема абнормално тргување што значи дека **пазарот ја консумираше информацијата за третиот пакет со резерва, чекајќи го развојот на реализацијата на мерките и развојот на состојбата со пандемијата**. Последниот резултат сугерира дека бизнис перцепцијата за неизвесноста не се

намали со објавувањето на мерките иако третиот пакет беше најобремен во споредба со претходните два и главно насочен кон побарувачката.

Бизнисот долго го очекуваше четвртиот пакет мерки кој требаше да претставува значаен стимул за економија во пресрет на есенскиот бран од пандемијата. Објавувањето на четвртиот пакет следуваше по објавата на процентот на реализација на претходните мерките каде владата успеа да реализира приближно **35.3% од планираниот износ за мерки**. Иако последниот пакет мерки беше комбинација и продолжение на вториот и третиот пакет и најобремен, **тој не предизвика реакција на пазарот на капитал**. Четвртиот пакет не придонесе кон враќање на довербата на инвеститорите во Македонската економија во пресрет на есенскиот бран на пандемијата. Инвеститорите останаа внимателни, земајќи ја предвид релативно ниската реализација на мерките и чекајќи го развојот на пандемијата во наредниот период.



## ЗАКЛУЧОК

Сумирајќи ги резултатите од реакцијата на пазарот на сите четири настани го заклучуваме следното:

**1) Магнитудата на мерките е важна.** Првиот пакет мерки беше минимален и не само што не успеа да го подигне сентиментот на пазарот, туку го продолжи неговиот пад. Ниту банкарскиот сектор не беше имун на ударот од пандемијата покрај смирувачките пораки од Народната Банка за стабилноста на финансискиот систем.

**2) Мерките насочени кон поддршка на ликвидноста на компаниите (посебно во вториот пакет) се позитивно оценети од пазарот.**

Инвеститорите оценија дека формата на вториот пакет мерки е соодветна и ги зголемија своите влогови на пазарот на капитал вреднувајќи ја перспективата на компаниите и банките како позитивна.

**3) Мерките насочени кон побарувачката (посебно во третиот пакет) се прифатени со резерва од пазарот.** Иако со овие мерки се таргетирани одредени сектори (како што се туризмот и трговијата), тешко е да се утврди како би се прелеале позитивните ефекти од овие мерки врз останатите во економијата. Иако немаше реакцијата на третиот пакет мерки, ваквите мерки беа потребни за стимулирање на побарувачката во одредени сектори. За ваквите мерки да го зголемат оптимизмот на пазарот, потребен е поголем опфат и износ.

**4) Комуникацијата е важна, но реализацијата е уште поважна.** Разликите во реакциите на вториот и четвртиот пакет мерки (иако беа слични во формата и опфатот) докажува дека пазарот брзо учи и ја вградува ниската реализација во своите очекувања. Пазарот останува резервиран во однос на секоја најава на мерки поради ниската реализација, иако иницијално позитивно реагираше на најавата на вториот пакет мерки. Секоја наредна најава на мерки ќе биде слично консумирана, се додека не се подигне процентот на реализација.

## БИБЛИОГРАФИЈА

Dyckman, T., Philbrick, D., & Stephan, J. (1984). [A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach](#). *Journal of Accounting Research*, 22, 1–30. [JSTOR](#).

Kolari, J. W., & Pynnonen, S. (2011). [Non-parametric rank tests for event studies](#). *Journal of Empirical Finance*, 18(5), 953–971.

Pacicco, F., Vena, L., & Venegoni, A. (2018). Event study estimations using Stata: The estudy command. *Stata Journal*, 18(2), 461–476.



Finance Think е Институт за економски истражувања и политики.

### Нашата Визија

Да поттикнеме економско размислување за подобра благосостојба утре.

### Нашата Мисија

Да го подобриме влијанието на економските и социјалните трендови и политики врз граѓаните во Северна Македонија и регионот на Западниот Балкан, преку економски истражувања, застапување базирано на докази и водено од податоци, и поттикнување критичка дебата за економските процеси.

Истражувањето на Finance Think им помага на носителите на политиките, застапниците на политиките, креаторите на мислење, економските новинари и јавноста да ги разберат прашањата кои влијаат врз обичните граѓани.

Ул. Фредерик Шопен 1/2,  
1000 Скопје  
+389 2 6156 168,  
[www.financethink.mk](http://www.financethink.mk),  
[info@financethink.mk](mailto:info@financethink.mk)



Finance Think - Институт за економски истражувања и политики е корисник на финансиска поддршка од програмата Цивика мобилитас. Содржината на оваа публикација е единствена одговорност на Finance Think - Институт за економски истражувања и политики и на ниту еден начин не може да се смета дека ги одразува гледиштата на Цивика мобилитас, Швајцарската агенција за развој и соработка (SDC) или организациите што ја спроведуваат.