



Информација за измените кај инструментите на монетарната политика на земјите во подем и на земјите во развој

(втора половина на 2020 година)

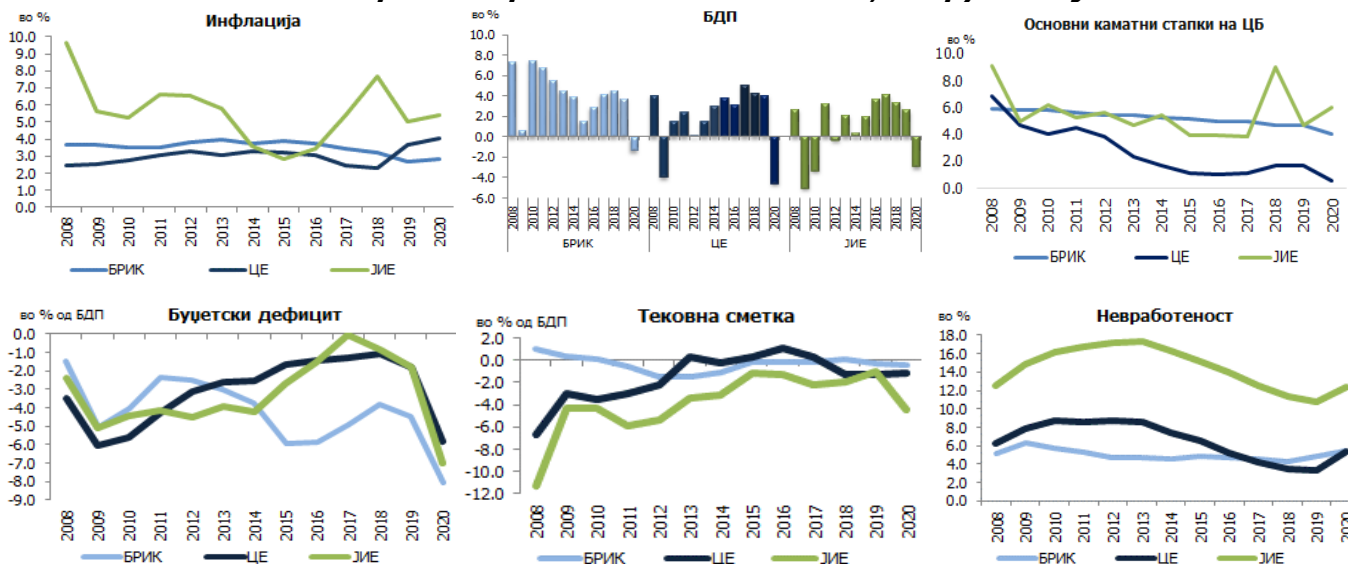
Дирекција за операции на финансиските пазари

април 2021 година

Вовед

И покрај значителната поддршка од фискалните и монетарните власти, здравствената криза предизвикана од вирусот ковид-19 ја турна глобалната економија во најдлабоката рецесија од Втората светска војна наваму. Првичните сигнали за заживување на глобалната економска активност во третиот квартал од годината (главно поврзани со најавите за вакцинација и надежите за пресврт во пандемијата) во четвртиот квартал од годината речиси и да исчезнаа, со оглед дека вториот бран на вирусот и неговата мутација ја зголемија неизвесноста и загриженоста за идниот економски раст. Во такви околности, продолжувањето на експанзивната монетарна и фискална политика беше карактеристика на речиси сите анализирани земји. Со оглед на поограничениот фискален стимул, рекордно ниските каматни стапки и изразените инфлациски притисоци (во Русија), централните банки на брзорастечките економии и натаму ја стимулираат реалната економија преку зголемена ликвидносна поддршка на реалниот сектор. Така, **Русија** и **Кина** сè уште ги користат редовните и неконвенционалните монетарни инструменти воведени во првата половина од годината за креирање ликвидност во домашна валута. Експанзивната монетарната политика беше карактеристика и за земјите од **Централна и Југоисточна Европа**. Така, централните банки на **Романија** и **Унгарија** продолжија со олабавување на монетарните услови преку дополнително намалување на каматните стапки, коешто беше придружено со натамошниот откуп на државни хартии од вредност на секундарниот пазар и примена на репо и кредитни операции за обезбедување ликвидност на краток и среден рок. Квантитативното олеснување беше дел од монетарниот инструментариум и на централната банка на **Полска**, којашто спроведе најагресивен откуп на државни хартии од вредност помеѓу земјите во регионот. Централната банка на **Чешка** ги задржа каматните стапки на историски најниското ниво и продолжи со примена на нестандартни инструменти за креирање ликвидни средства во домашна валута. И централните банки на земјите од **Југоисточна Европа** во втората половина од 2020 година ја приспособија монетарната поставеност како одговор на последиците од здравствената криза и случувањата во домашната економија. Централната банка на **Србија** дополнително ја намали основната каматна стапка, а по неколкумесечна пауза во периодот мај-септември, повторно започна со откуп на државни хартии од вредност на секундарен пазар и со спроведување репо и своп-аукции за обезбедување ликвидност во домашна и странска валута со рочност од 3 месеци. Монетарната власт на **Хрватска** продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките, а спроведуваше репо-аукции за обезбедување ликвидност на долг рок. Само централната банка на **Турција**, како резултат на високата и растечка инфлација, ја промени насоката на монетарната политика, преку остро неколкукратно намалување на каматните стапки, поедноставување на монетарниот инструментариум и заострување на условите за користење ликвидни средства од централната банка.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји



Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централните банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИК:** Русија и Кина; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија и Романија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција.

1. КИНА И РУСИЈА

Основни економски податоци



*Извор: база на податоци на ММФ

Макроекономско окружување во Кина и Русија

Непосредно по првиот квартал од годината кога **Кина** забележа пад на економската активност (од 6,8%) за првпат по 30 години, во вториот квартал се врати на патеката на раст благодарение на драстичните мерки за спречување на ширењето на вирусот, зголемените инфраструктурни инвестиции и силната странска побарувачка за кинески производи. Придонес кон заживувањето на економската активност, покрај силната отпорност и потенцијалот на економијата (видливи преку брзото реактивирање на производствениот и услужниот сектор, надворешната трговија и приватната потрошувачка), имаше и експанзивната монетарна и фискална политика, директно насочена кон поддршка на ликвидноста и реалната економија. Согласно со првичните податоци, се очекува дека вкупниот годишен раст на кинеската економија ќе изнесува околу 2,0%, којшто иако е најслаб во последните 40 години, најверојатно е единствениот раст помеѓу големите економии за 2020 година.

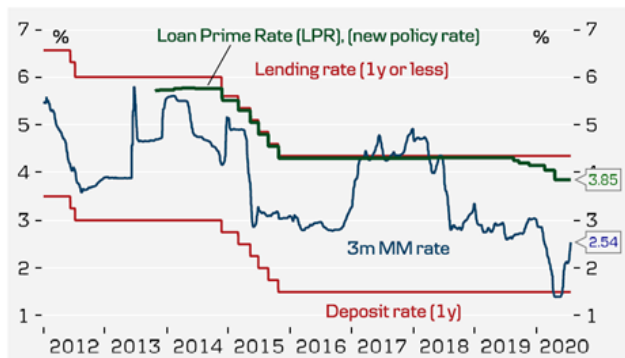
Здравствената криза придонесе за најдлабока рецесија и на **руската економија** во последните 10 години. Првичните податоци упатуваат на годишен пад на активноста од 3,0 % во 2020 година, предводен главно од значителниот пад на домашната побарувачка. Значителен придонес кон економското забавување имаше и надворешниот сектор, при намалена странска побарувачка (којашто дополнително забави по затворањето на економиите во еврозоната како одговор на вториот бран на вирусот ковид-19), ниски глобални цени на енергијата и ограничено домашно производство на нафта. Од друга страна, контрацикличната политика на фискалните власти, експанзивната монетарна политика, солидните макроекономски основи и социјалната политика воспоставена за ублажување на ефектите од кризата врз вработеноста и расположливиот доход на домаќинствата, помогнаа да се ограничи влијанието од здравствената криза врз вкупната економска активност. Сепак, кризата ја зголеми невработеноста во сите региони, иако повеќето загуби на работни места беа концентрирани во неколку економски активности (производство, градежништво и угостителство), коишто се најпогодени од здравствената криза. И покрај слабата економска активност, инфлацијата во втората половина од 2020 година имаше нагорна динамика (достигнувајќи 4,9% во декември, што е над инфлациската цел на централната банка од 4,0%), за што придонесоа изразените инфлациски притисоци предизвикани од послабата вредност на рубљата.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

1.1. Кина

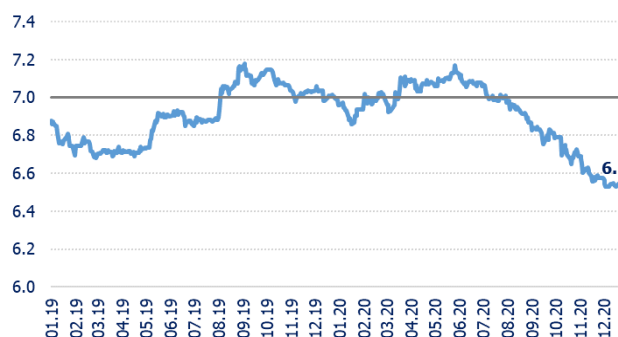
По силното, неколкукратно намалување на каматните стапки во првата половина од 2020 година, до крајот на годината **централната банка на Кина и натаму креира ликвидност во домашна валута и нуди кредитни линии за целно кредитирање на корпоративниот сектор по непроменети каматни стапки**. Така, централната банка спроведуваше **7-дневни репо-операции за креирање ликвидност** по непроменета каматна стапка од 2,20%, согласно со проценетите потреби за ликвидност во банкарскиот систем. Централната банка ги задржа **двете основни каматни стапки (англ. Loan Prime Rate – LPR)** на расположливата кредитна линија до 1 година и на расположливата кредитна линија до 5 години, на нивоата од 3,85% и 4,65%, соодветно, коишто служат како основа при одредување на каматните стапки на кредитните линии на централната банка и кредитите коишто ги одобруваат комерцијалните банки. Воедно, централната банка го зголеми износот на креирана ликвидност преку **среднорочните кредити (англ. Medium-term Lending Facility – MLF)**, коишто се со рочност од една година и со примена на каматна стапка од 2,95%), **долгорочните операции (англ. Pledged Supplementary Lending – PSL)** и **целните среднорочни кредити (англ. targeted medium-term lending facilities – TMLF)** заради засилување на целното кредитирање на малите и на средните претпријатија. Овие кредитни линии, заедно со **новите монетарни инструменти** коишто беа воведени во јуни како антикризни мерки, придонесоа за годишен раст на кредитите одобрени на малите и средните претпријатија за околу 40% крајот од декември¹. Централната банка на квартална основа и натаму откупува кредити одобрени од локалните банки на малите и средните компании (заклучно со третиот квартал, вкупниот износ на откупени кредити изнесува 4,7 милијарди кинески јуани), коишто банките треба да ги реоткупат назад во рок од една година. Исто така, централната банка побара од банките да го одложат рокот на враќање на т.н. инклузивни кредити² до 31 март 2021 година, а за да ги стимулира банките да обезбедат целосно покритие на овие кредити воведо месечни каматни своп-операции, преку кои на банките им се нудат средства во висина од 1,0% од главнината на кредитите со продолжен грејс-период на отплата. Третата мерка се однесува на поврзувањето на системот на задолжителна резерва со стапката на раст на т.н. инклузивни кредити, со која на малите и големите банки коишто имаат раст на инклузивните кредити се применува пониска стапка на задолжителна резерва за 0,5 п.п., додека за акционерските комерцијални банки коишто имаат зголемено инклузивно финансирање стапката на задолжителна резерва се намалува за 1 п.п. Во анализираниот период, централната банка продолжи со спроведувањето на месечните своп-трансакции со примарни дилери (на кои се заменуваат перпетуални обврзници издадени од комерцијалните банки со благајнички записи коишто ги издава централната банка) воведени во февруари 2019 година, по фиксна каматна стапка од 0,1% и рок на достасување од 3 месеци. Овие аукции ја зголемија ликвидноста на пазарот на перпетуални обврзници, што придонесе за раст на емисиите на овој тип должнички инструменти и зголемена капитализација на банкарскиот систем.

Каматни стапки



Извор: <https://danskebank.com/>

Валутен пар САД-долар/кинески јуан



Извор: <https://www.bloomberg.com>

¹ Вкупната стапка на кредитен раст во 2020 година изнесува околу 13%.

² Во инклузивни кредити влегуваат кредитите одобрени на: земјоделци, потрошувачки кредити одобрени на сиромашниот дел од населението, студентски кредити, загарантирани заеми за основање на бизнис (англ. start-ups), кредити за самовработени, трговци и кредити на малите и средните претпријатија до 10 милиони јуани.

Во најголемиот дел од анализираниот период кинескиот јуан ја јакнеше вредноста во однос на САД-доларот, при натамошно зајакнување на водечката улога на Кина во глобалното економско закрепнување, солидниот извоз, како и слабењето на САД-доларот. Во такви околности, од 7,14 јуани за САД-долар во април и мај, на крајот на годината вредноста на јуанот изнесуваше 6,5 јуани за САД-долар.

1.2. Русија

И покрај првичните сигнали за постепено стабилизирање на движењата на домашните финансиски пазари видливи при крајот на вториот квартал, намалувањето на економската активност и зголемената неизвесност од ширењето на вториот бран на пандемијата беа причина централната банка на Русија и во втората половина од годината да продолжи со експанзивна монетарна политика и примена на контрациклични мерки за поддршка на економијата. Во јули, **основната каматна стапка (на еднеделните аукции на депозити) беше намалена за дополнителни 0,25 п.п., на историски најниско ниво од 4,25%**. Изразените инфлациски притисоци (особено во последниот квартал) коишто произлегуваа од повисоките цени на прехранбените производи, преносниот ефект од ослабената рубља, како и зголемените инфлациски очекувања на економските субјекти беа причина централната банка до крајот на годината да ја задржи истата основна каматна стапка. Вишокот ликвидност во анализираниот период дополнително се намали главно поради зголемената побарувачка за готовина во домашна валута, што предизвика намален интерес на банките на **еднеделните аукции на депозити**, чијашто просечна состојба во втората половина од годината забележа пад од околу 30% во однос на просекот за првото полугодие. За задоволување на краткорочните ликвидносни потреби, банките повремено ги користеа и **расположливите кредити преку ноќ**, на кои се применува каматна стапка од 5,25% (1 п.п. повисока од основната стапка). Во анализираниот период централната банка продолжи со спроведувањето и на **редовните едномесечни репо-аукции за обезбедување ликвидност по фиксна каматна стапка еднаква на основната и повремени репо-аукции за фино регулирање на ликвидноста (англ. fine-tuning) до една година по варијабилна каматна стапка**, за коишто банките немаа побарувачка. Ликвидносната поддршка беше зголемена и преку дополнително **намалување на понудата на хартиите од вредност со рочност од 3, 6 и 12 месеци**. За натамошна поддршка на финансискиот сектор и реалната економија, **централната банка ја намали каматната стапка на кредитната програма за финансирање на малите и средните претпријатија од 2,50% на 2,25% и го задржа износот на расположливи средства до 500 милијарди рубљи**. Исто така, за стимулирање на кредитниот раст, ги **намали додатоците на каматната стапка (коишто зависат од степенот на ризичност на кредитобарателот) на новоодобрените необезбедени потрошувачки кредити и ја задржа стапката на противцикличен заштитен слој на капиталот на 0%**.

Руската рубља во текот на годината имаше променлива динамика, во најголем дел условена од цената на нафтата на меѓународните пазари, но и од политичките тензии во соседните земји (Белорусија, Ерменија). Така, по остриот пад на вредноста во периодот март-април од околу 28,3% во однос на САД-доларот, рубљата до крајот на годината имаше раст на вредноста, но на крајот од декември и натаму беше пониска за 19,3% на годишна основа. Солидната девизна ликвидност на банките во втората половина од годината придонесе за намалена побарувачка за **девизни своп-трансакции во САД-долари**, така што **централната банка ја намали понудата на овие операции** (од 5 на 3 милијарди САД-долари).

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Русија, www.cbr.ru

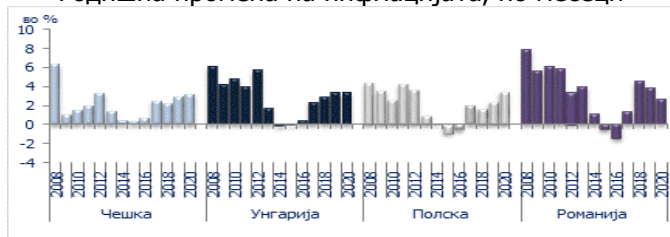
Девизен курс рубља/САД-долари



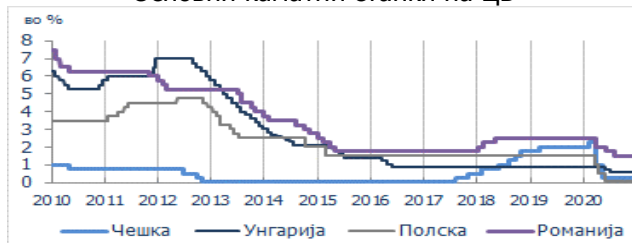
2. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

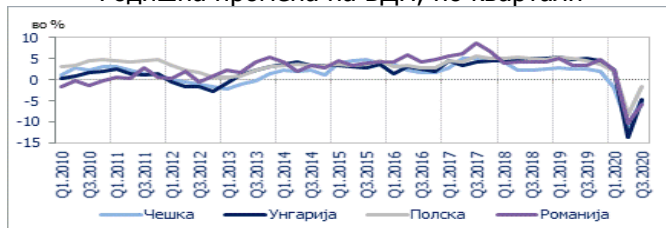
Годишна промена на инфлацијата, по месеци



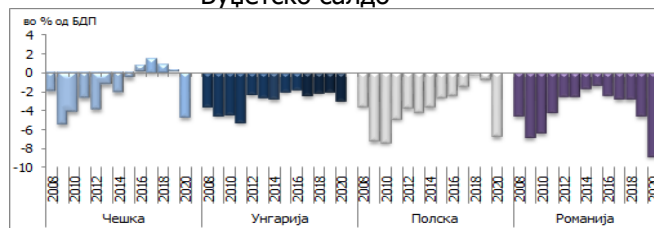
Основни каматни стапки на ЦБ



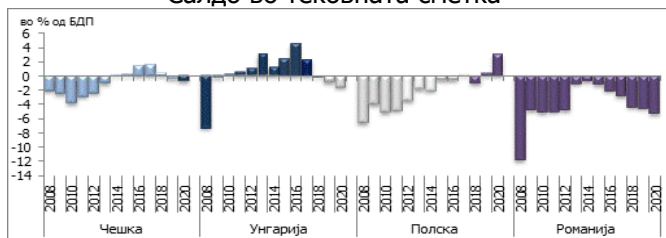
Годишна промена на БДП, по квартали



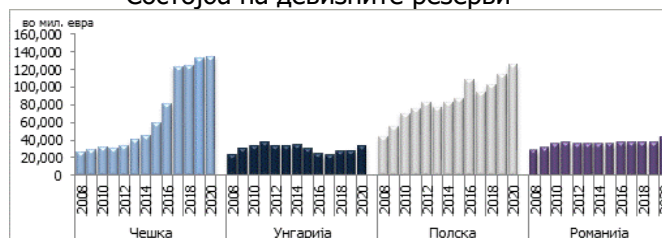
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



*Извор: база на податоци на ММФ

Макроекономско окружување во земјите од Централна Европа

Сигналите за постепено закрепнување на економиите од **Централна Европа** видливи во третиот квартал од годината, како резултат на значителното олеснување на мерките за заштита од пандемијата на ковид-19 во мај-јуни, но и оптимизмот на приватниот сектор којшто позитивно се одрази на домашната и глобалната побарувачка, беа прекинати со силниот втор бран на заразени лица во есенските месеци. Во такви околности, сите земји од Централна Европа беа принудени да воведат нови ограничувања, коишто беа насочени претежно кон секторите чувствителни на здравствената криза (домашна трговија, транспорт, хотели и ресторани, образование, рекреација, спортски и социјални активности, додека индустрискиот сектор, градежништвото и земјоделството речиси и да немаа никакви ограничувања). Со тоа, се проценува дека негативниот ефект на мерките врз економската активност е послаб за 30-50%, во споредба со затворањето на економиите во вториот квартал од годината. Како одговор на економските и финансиските последици предизвикани од здравствената криза, фискалните и монетарните власти во сите земји од овој регион и во втората половина од годината продолжија со спроведувањето експанзивна политика, но поумерено имајќи ги предвид ограничениот простор за контрациклична фискална политика (особено во Романија, Унгарија и Полска)³ и рекордно ниските каматни стапки. Согласно со првичните податоци, за 2020 година највисок пад на економската активност се очекува во **Чешка (-5,6%)**, по што следи **Унгарија (-4,8%)** и **Романија (-3,7%)**, додека најмало забавување на активност се проценува за **Полска (-2,7%)**, поради нејзините подобри макроекономски основи, во споредба со земјите во регионот. Во однос на инфлацијата, по умерената нагорна динамика во летните месеци предизвикана од заживеаната домашна побарувачка и повисоките цени на прехранбените производи, до крајот на годината нивото на цените во најголем дел од анализираниите земји имаше надолна динамика (исклучок е Романија каде што инфлацијата беше релативно стабилна) во рамките на инфлациските цели на одделните централни банки.

³ Согласно со првичните податоци, во 2020 година се очекува дека буџетскиот дефицит во однос на БДП ќе достигне -9,0% во Полска, -8,0% во Романија, -7,3% во Чешка и -6,8% во Унгарија, додека јавниот долг во однос на БДП се проектира на ниво од околу -80,0% во Унгарија, -60,0% во Полска, -50,0% во Романија и -40,0% во Чешка.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

2.1 Чешка

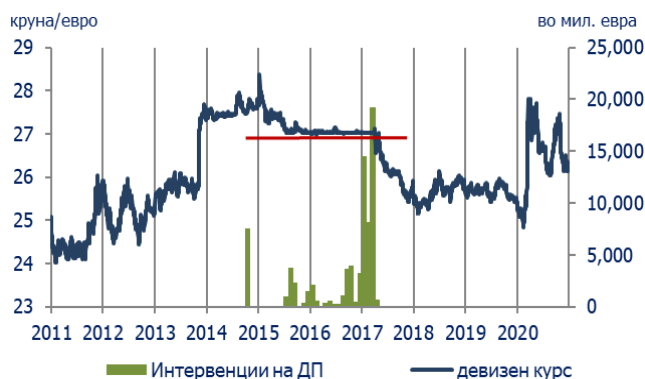
По остро неколкократно намалување на основната каматна стапка на чешката централна банка во првата половина од годината, коешто претставуваше и едно од најголемите конвенционални монетарни олеснувања, до крајот на 2020 година кај оваа централна банка немаше измени во каматните стапки и монетарните инструменти. Така, **основната каматна стапка којашто се применува на двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност беше задржана на 0,25%, а непроменети беа и каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ, 0,05% и 1,00%, соодветно.** Банките ги неутрализираа краткорочните ликвидносни флукуации во најголем дел преку основниот инструмент (**двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност**), којшто имаше умерен пад на просечната состојба. На овие аукции централната банка применува тендер со максимална каматна стапка еднаква на основната каматна стапка, при што просечната остварена каматна стапка во анализираниот период се задржа на нивото на максималната стапка. Централната банка во анализираниот период продолжи со спроведувањето на **редовните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од две недели и привремените репо-операции за креирање ликвидност со рочност од три месеци** (воведени во мај) на кои покрај банките, можат да учествуваат и останатите финансиски институции (осигурителни компании, пензиски фондови и друштва за управување). На репо-аукциите за креирање ликвидност, централната банка применува тендер со неограничена понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната каматна стапка. Со оглед на солидната ликвидносна позиција во банкарскиот систем⁴, банките и останатите финансиски институции немаа побарувачка на аукциите. Покрај мерките за приспособување на ликвидноста во банкарскиот систем, централната банка повторно ја ревидира **стапката на противцикличен заштитен слој на капиталот**, којашто ја намали за дополнителни 0,50 п.п., на 0,50% со примена од 1 јули 2020 година (вкупното намалување во 2020 година изнесува 1,70 п.п.). Еден дел од вишокот ликвидност, којшто постојано се зголемуваше како резултат на зголемената буџетска потрошувачка, банките го пренасочија на примарниот пазар на државни хартии од вредност, каде што и покрај ниските каматни стапки⁵, инвеститорите имаа повеќекратно повисока побарувачка во однос на понудените износи. Побарувачката беше главно условена од домашни инвеститори, додека нерезидентите ја намалија сопственоста на 35% од вкупно издадените ДХВ (40,5% на крајот од 2019 година).

Во втората половина од годината, вредноста на домашната валута имаше нагорна динамика со што се неутрализира околу половина од изгубената вредност во март и април, така што на крајот од декември беше пониска за само 3,14% на годишна основа. Централната банка во 2020 година не интервенира на девизниот пазар.

Монетарни инструменти



Девизен курс и интервенции на ЦБ



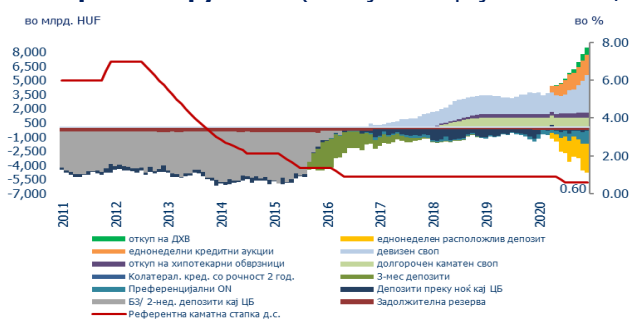
⁴ Ликвидноста во банкарскиот систем забележа висок раст во периодот 2015-2017 година (поврзано со интервенциите за откуп на девизи заради користењето на девизниот курс како монетарен инструмент), што е видно и преку учеството на билансот на централната банка во БДП.

⁵ Просечните остварени каматни стапки на овој пазарен сегмент, иако во 2020 година забележаа значително надолно поместување, се задржаа во позитивната зона (во периодот 2015-2017 година просечните остварени каматни стапки на пократките рочности беа негативни) и се движеа од 0% за 12-месечните записи до 1,0% за најдолгата понудена рочност од 20 години.

2.2. Унгарија

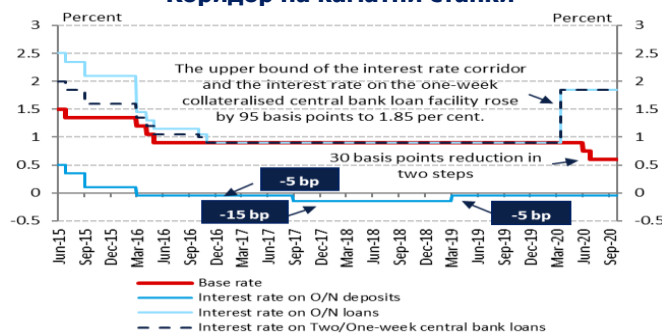
Централната банка на Унгарија и во втората половина од годината преземаше мерки за зголемување на ликвидноста во домашна валута и поддршка на реалната економија преку целно кредитирање на домашниот корпоративен сектор. Имено, во јули продолжи со олеснување на монетарните услови преку **намалување на референтната каматна стапка за дополнителни 0,15 п.п., на 0,60%**, додека **каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ до крајот на годината беа задржани на нивоата од -0,05% и 1,85%, соодветно**. За зголемување на ефикасноста на монетарната политика врз подолгиот сегмент од кривата на принос, централната банка го зголеми учеството на монетарните инструменти за креирање ликвидност на подолг рок. Така, го намали износот на **еднонеделните кредитни аукции за обезбедување ликвидност со рочност од 1 недела, 3, 6, 12 месеци и 3 и 5 години** (кај кои околу 95% од побарувачката е со рочност од 5 год.) и го зголеми **откупот на неделните аукции на државни хартии од вредност** (каде што преовладуваа обврзници со рочност над 15 год.). Исто така, ја прошири програмата за квантитативно олеснување со откуп и на **државно гарантирани должнички хартии од вредност** и го зголеми лимитот на откуп од 33% на 50% од вкупната примарна емисија на хартиите од вредност во рамки на програмата. Во анализираниот период централната банка ги донесе и следниве мерки: 1) ја зголеми каматната стапка којашто се применува на **расположливите депозити со рочност од една недела** од 0,60% на 0,75% преку коишто се повлекува најголемиот дел од краткорочниот вишок ликвидни средства на банките, 2) ја прошири **програмата за финансирање на раст (англ. Funding for Growth Scheme Go – FGS GO)** со дополнителни 1.000 милијарда форинти и го прошири опсегот на проекти коишто можат да бидат финансирани со овие средства; 3) заради зголемена поддршка на финансирањето на нефинансискиот сектор го зголеми и максималниот лимит на **програмата за откуп на корпоративни обврзници (англ. Bond Funding for Growth Scheme-BGS)**, од 450 на 750 милијарди форинти. Ликвидноста креирана преку овие две програми и натаму ја стерилизира преку **преференцијалните депозити преку ноќ** на кои се применува скалест систем на каматни стапки⁶. При крајот на годината, централната банка привремено го стопира **откупот на хипотекарни обврзници** на примарен пазар (додека не се создадат услови за откуп на „зелени“ хипотекарни обврзници, согласно со иницијативата на ЕУ за енергетски ефикасни хипотекарни кредити (англ. Energy Efficient Mortgages Initiative), но продолжи со учество на секундарниот пазар за зголемување на нивната ликвидност. Покрај мерките за монетарно олеснување како одговор на здравствената криза, во рамките на споменатата иницијатива за поддршка на одржливото финансирање, централната банка го продолжи времетраењето на **програмата за зелена, повластена стапка на адекватност на капиталот** за уште една година (до 2024 година, првично воведена на крајот на 2019 година). Оваа програма овозможува повластена стапка на адекватност на капиталот на хипотекарните кредити за енергетска ефикасност одобрени по пониски вкупни трошоци за минимум 0,30 п.п. од просечната годишна стапка на вкупните трошоци⁷.

Монетарни инструменти (состојби на крајот на месецот)



Извор: Централна банка на Унгарија (www.mnb.hu)

Коридор на каматни стапки

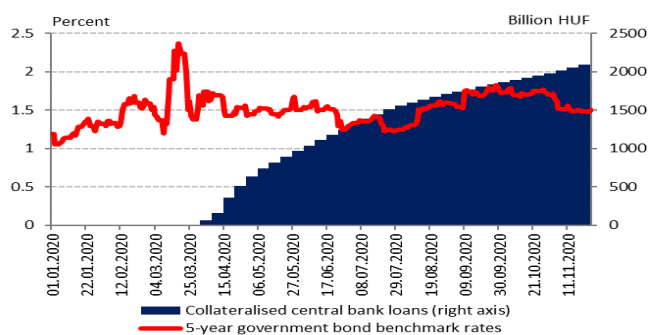


Извор: Централна банка на Унгарија (www.mnb.hu)

⁶ На дневна основа се пресметува каматна стапка еднаква на референтната каматна стапка, а на крајот од месецот, покрај дневната, банките добиваат и месечна камата од 4,00%, којашто се пресметува на просечниот износ на средствата пласирани во овој инструмент. Стимулативната каматна стапка од 4,00% ќе се применува од 4 мај 2020 година до крајот на јуни 2021 година.

⁷ Стапката на адекватност на капиталот зависи од категоријата на енергетска ефикасност и точната намена на кредитите коишто ги исполнуваат условите на програмата: 5% за рејтинг на енергетска ефикасност од ББ категорија, 7% за рејтинг на енергетска ефикасност од АА категорија во случаите на купување или изградба на објект и 5% за реновирање на објект. Извор: <https://www.mnb.hu/letoltes/notice-preferential-green-capital-requirement.pdf>

Еднонеделни кредитни аукции



Извор: Централна банка на Унгарија (www.mnb.hu)

Индексирани девизни курсеви на земјите од централна Европа



Извор: <https://danskebank.com/>

За зачувување на вредноста на домашната валута, којашто во 2020 година имаше најизразена депрецијација во споредба со валутите на земјите од Централна Европа (на крајот на декември форинтот имаше пониска вредност во однос на еврото за 9,4%), централната банка во септември и декември спроведе неколку девизни своп-трансакции за креирање ликвидност во странска валута и привремено ги стопира девизните своп-трансакции за креирање ликвидност во домашна валута. Исто така, централната банка склучи договор со ЕЦБ за обезбедување ликвидност во евра преку репо-линија во износ од 4 милијарди евра, коишто ќе бидат достапни до март 2022 година.

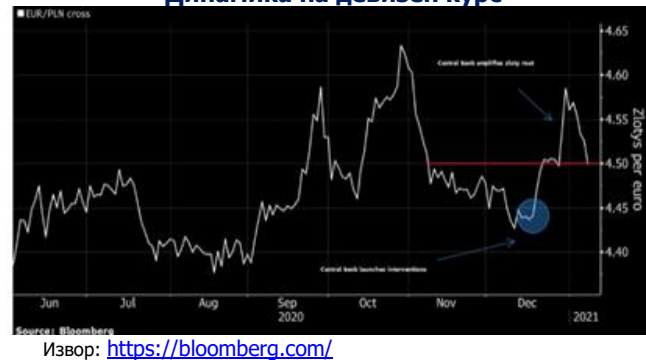
2.3. Полска

По значителното олабавување на монетарните услови во првото полугодие, **до крајот на 2020 година централната банка на Полска не направи измени во монетарната политика**, имајќи предвид дека тековната поставеност ја стабилизира инфлацијата до ниво коешто е конзистентно со краткорочната цел на централната банка. Воедно, беше оценето дека мерките на централната банка имаат позитивен придонес за ублажувањето на ефектите од здравствената криза и зголемувањето на економската активност. Во такви околности **централната банка ја задржа основната каматна стапка на благајничките записи на историски најниското ниво од 0,1%, а непроменети беа и каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ, 0,0% и 0,5%, соодветно. На непроменето ниво (0,5%) беше и стапката на задолжителна резерва** (којашто се применува на сите обврски), а за надомест за задолжителна резерва и натаму се применува основната каматна стапка. Централната банка и натаму ја спроведува **програмата за откуп на краткорочни и долгорочни државни хартии од вредност (ДХВ) на секундарниот пазар**, но во помал обем во споредба со првото полугодие од годината, така што на крајот на декември состојбата на откупени ДХВ по оваа основа достигна вредност од околу 107 милијарди или 4,5% од БДП. Програмата за квантитативно олеснување придонесе и за пад на каматните стапки на ДХВ на примарен пазар, коишто на крајот од годината беа пониски во просек за по околу 1 п.п., во споредба со нивоата во март и април. Централната банка го нудеше и **дисконтниот кредит за целно кредитирање** (наменет за рефинансирање на корпоративни кредити), по непроменета дисконтна стапка од 0,12%, за кој банките речиси и немаа интерес (овој инструмент има учество од околу 0,03% во вкупната состојба на монетарните инструменти). Послабиот интерес од страна на корпоративниот сектор централната банка го објаснува со големиот број антикризни владини мерки коишто се директно насочени кон компаниите погодени од здравствената криза. Ослободената ликвидност преку мерките на централната банка и зголеменото буџетско трошење, коешто дополнително се зголеми во последниот квартал од годината како одговор на вториот бран на пандемијата, придонесе за раст на ликвидноста во банкарскиот систем повлечена преку **благајничките записи**, чијашто состојба достигна историски највисоко ниво. Притоа, околу 75% од ликвидноста креирана преку програмата за квантитативно олеснување е повлечена преку овој инструмент.

Монетарни инструменти



Динамика на девизен курс



Вредноста на домашната валута во најголем дел од периодот имаше нагорна динамика. Централната банка заради намалување на вредноста, при крајот на годината, интервенира на девизниот пазар со откуп на девизи, што предизвика пад на вредноста до нивото од 4,50 полски злоти за едно евро, што согласно со изјавите на централната банка е неформална цел на девизниот курс којшто е соодветен за поддршка на економската активност.

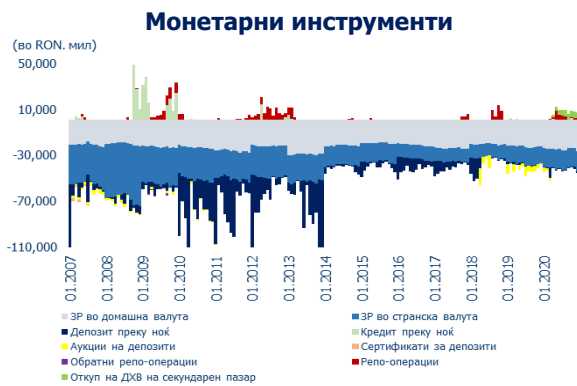
2.4. Романија

Надолната динамика на инфлацијата, падот на економската активност, ограничената можност за фискална експанзија, како и зголемената неизвесност од здравствената криза беа причина централната банка на Романија и во втората половина од годината да продолжи со олеснување на монетарните услови. **Основната каматна стапка во јули беше намалена за дополнителни 0,25 п.п., на историски најниско ниво од 1,50%.** Оваа промена соодветно се одрази на каматните стапки на **расположливите депозити и кредити преку ноќ**, коишто на крајот од годината изнесуваа 2,00% и 1,00%, соодветно. Со оглед на намалувањето на ликвидноста во банкарскиот систем, како резултат на високите интервенции за продажба на девизи во март и април, но и натамошниот нагорен тренд на готовите пари во оптек, централната банка продолжи да креира ликвидни средства во домашна валута преку **редовните 7-дневни репо-операции**, на кои применува тендер со неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната камата. Исто така, продолжи да **откупува државни хартии од вредност на секундарниот пазар на дефинитивна основа**, така што на крајот од декември овој нестандартен инструмент учествуваше со околу 25% во вкупната креирана ликвидност во домашна валута. Примената на квантитативното олеснување како нестандартен инструмент на монетарната политика позитивно се одрази на интересот на банките за нови инвестиции во државни хартии од вредност на примарниот пазар, што соодветно придонесе за значително надолно поместување на каматните стапки како на примарниот, така и на секундарниот пазарен сегмент⁸. Од друга страна, намалувањето на каматните стапки на централната банка и мерките за зголемена ликвидносна поддршка придонесоа за натамошна надолна динамика на каматните стапки на пазарот на пари⁹. При крајот на годината, во услови на солидно ниво на девизни резерви, усогласување со практиката на ЕЦБ, но и индиректно влијание врз кредитирањето во странска валута коешто во изминатите години бележи тренд на пораст, централната банка на Романија ја намали стапката на задолжителна резерва за обврските во странска валута до 2 год. за 1 п.п., на 5,00%, притоа задржувајќи ја стапката на задолжителна резерва за обврските во домашна валута за истата рочност на нивото од 8,00%¹⁰.

⁸ Каматните стапки на издадените државни записи и обврзници на крајот на декември беа пониски во просек за по 1,15 п.п., во споредба со втората половина на март. Остварените каматни стапки на секундарниот пазар ја следеа динамиката на каматните стапки на примарно издадените хартии од вредност.

⁹ По нагорната динамика и изразената флукуација во втората половина на март, остварените краткорочни каматни стапки на пазарот на пари (ROBOR - просечна каматна стапка по која банките се подготвени да им позајмат на други банки и ROBID - просечна каматна стапка по која банките би се задолжиле на пазарот на пари) на крајот на годината беа пониски во просек за по 1,00 п.п. во однос на декември 2019 година.

¹⁰ Овие диференцирани стапки се применуваат и за обврските во домашна и странска валута над 2 год. но со клаузула за предвремено повлекување. На обврските во домашна и странска валута со рочност над 2 год. и без клаузула за предвремено повлекување се применува стапка на задолжителна резерва од 0%.



Извор: Централна банка на Романија (www.bnr.ro)

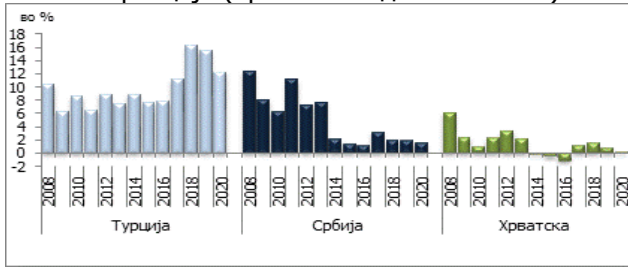


Вредноста на домашната валута и во втората половина од годината бележеше намалување (на крајот од декември беше пониска за 1,9% во однос на 2019 година), поради неизвесноста на меѓународните пазари, но и влошените економски остварувања на домашната економија и политичките тензии поврзани со парламентарните избори на крајот од годината. Во анализираниот период, ЕЦБ ја продолжи важноста на репо-линија со која на централната банка на Романија ѝ се овозможува пристап до девизна ликвидност (во износ од 4,5 милијарди евра) до март 2022 година.

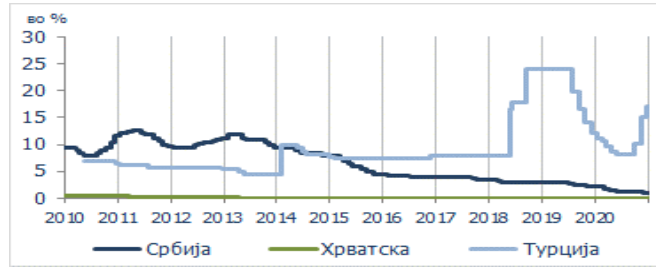
3. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

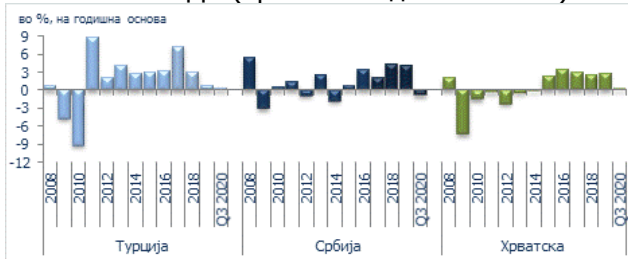
Инфлација (просечна годишна стапка)



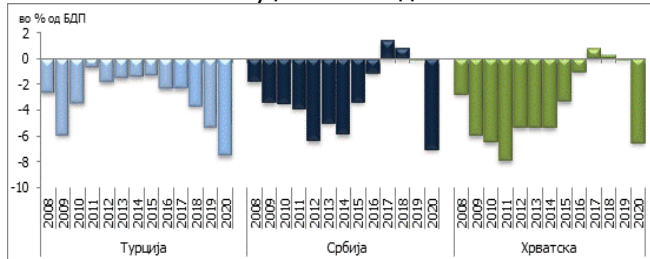
Основни каматни стапки



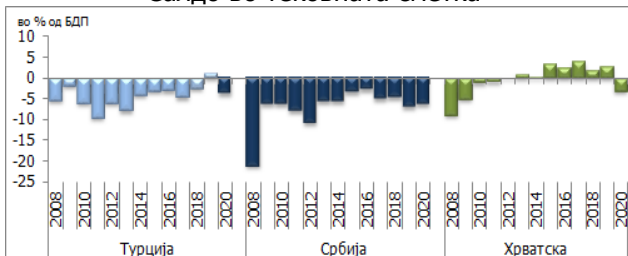
Раст на БДП (просечна годишна стапка)



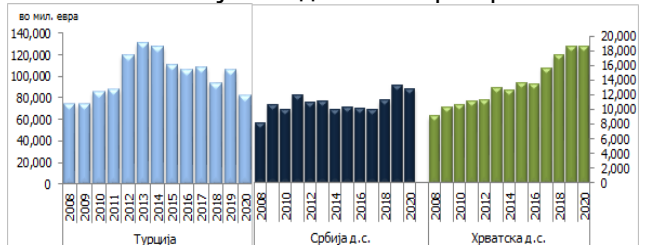
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



* Извор: Базата на податоци на ММФ, податоците за 2020 година се проекции за целата година

Макроекономско окружување во земјите од Југоисточна Европа

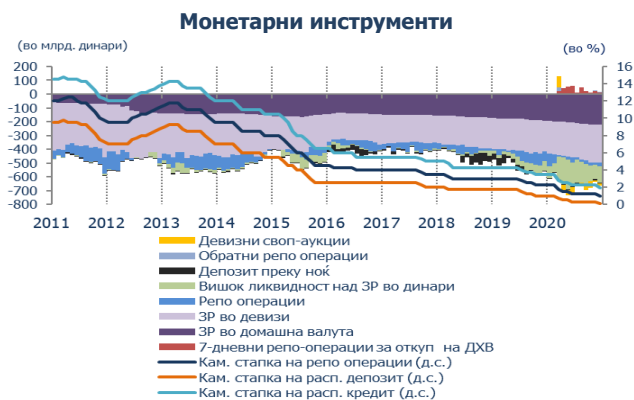
Во **Србија** и **Хрватска**, сигналите за закрепнување на економијата се јавуваат во третиот квартал од годината, по историски највисокиот пад на БДП во вториот квартал. Заживувањето на економиите беше главно предводено од индустриското производство, заживеаната домашна и странска побарувачка, а во **Хрватска** умерен позитивен придонес имаше и секторот туризам. Согласно со првичните податоци, во 2020 година се очекува пад на економската активност од околу 1,0% во Србија и 8,1% во Хрватска. Во однос на инфлацијата, во Србија се задржа на стабилно годишно ниво од 1,6%, додека нивото на цени во Хрватска имаше надолна динамика и на крајот на декември изнесуваше -0,7% (0,1% просек за 2020 година).

Поттикната од фискалниот стимул на владата, заживеаната туристичка активност по укинувањето на мерките за ограничување на движењето, зголемената домашна побарувачка, како и позитивниот придонес на услужниот сектор (дури и на дејностите коишто се најчувствителни на здравствената криза), **турската економија** во третиот квартал забележа годишен раст на активност од 6,3%. Ваквата промена, заедно со солидните економски остварувања, при крајот на годината би овозможила Турција во целост да го надмине економскиот пад во првата половина на годината, со што економијата во 2020 година би остварила умерен раст од 1,6%. И покрај значително подобрените економски остварувања во однос на првичните јунски проекции (со кои се очекуваше годишен пад на БДП од 3,9%), вкупната макроекономска слика за Турција е и натаму неизвесна, имајќи ја предвид сè повисоката инфлација (којашто во декември достигна 14,6%), зголемената ранливост на корпоративниот и финансискиот сектор, геополитичките тензии и слабата вредност на лирата, којашто во втората половина од годината имаше историски најниска вредност во однос на САД-доларот.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

3.1. Србија

Централната банка на Србија и во втората половина на 2020 година продолжи со спроведувањето мерки за ублажување на негативните ефекти од здравствената криза предизвикана од вирусот ковид-19. **Во декември беше намалена основната каматна стапка (на еднонеделните репо-операции за повлекување ликвидност) за 0,25 п.п., на историски најниското ниво од 1,00%.** Воедно, **по втор пат централната банка го стесни коридорот на каматни стапки од +/-1 п.п. на +/-0,9 п.п.** Соодветно на оваа промена, **каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ на крајот на декември изнесуваа 0,10% и 1,90%, соодветно.** Покрај намалувањето на каматната стапка, централната банка на Србија од септември до декември, по тримесечна пауза, **повторно откупуваше државни хартии од вредност на секундарниот пазар.** За обезбедување дополнителна ликвидност за поддршка на реалната економија во ноември и декември, покрај редовните неделни аукции на девизни своп-операции со рочност од две недели, по неколкумесечна пауза повторно беа одржани **неделни аукции на девизни-своп операции со рочност од 3 месеци.** За овие операции се применува фиксна каматна стапка, којашто на крајот на полугодieto изнесуваше 0,2% за обезбедување динарска ликвидност (каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ + 0,1 п.п.) и 0% за обезбедување ликвидност во евра. Во последните два месеци од годината, за првпат по март, беа одржани и **дополнителни обратни репо-операции за креирање ликвидност со рочност од 3 месеци,** на кои се применува фиксна каматна стапка којашто ја одредува централната банка (на крајот на декември каматната стапка беше пониска од основната каматна стапка за 0,90 п.п.). Централната банка преземаше мерки и за зголемена кредитна поддршка на корпоративниот сектор, особено на компаниите погодени од здравствената криза, **преку стимулативен надомест на задолжителна резерва за оние банки коишто во рамките на гарантната шема за поповолни корпоративни кредити во домашна валута (за финансирање на редовното работење и набавка на обртни средства) ќе ги намалат каматните стапки за минимум 0,5 п.п.** Исто така, **листата на обезбедување за кредитни операции ја прошири и со корпоративните обврзници.** По високите интервенции за продажба на девизи на спот-сегментот од февруари до јуни (1.045 милиони евра), во периодот јули-октомври централната банка продаде дополнителни 705 мил. евра. Во ноември и декември, при повисоки девизни приливи поврзани со приватизацијата на најголемата државна банка („Комерцијална банка“), како и при подобрени движења на сегментот со клиентите, централната банка за првпат по јануари 2020 година интервенира со откуп на 300 милиони евра. Со тоа, на годишна основа вкупните нето-продажби на девизи во 2020 година достигнаа 1.450 милиони евра, што е историски највисок износ.



Извор: Централна банка на Србија (www.nbs.rs)

Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс на динарот



Извор: Централна банка на Србија (www.nbs.rs)

Централната банка на Србија во јули 2020 година склучи договор за репо-линија со ЕЦБ за обезбедување девизна ликвидност во вкупен износ од 1 милијарда евра, чијашто примена е продолжена до март 2022 година.

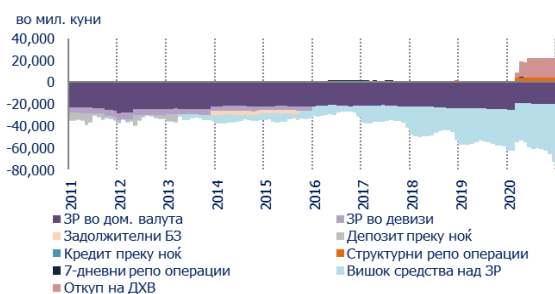
3.2. Хрватска

Експанзивната монетарна политика беше карактеристика и за централната банка на Хрватска. Имено, по значителното намалување на основната каматна стапка којашто се применува на редовните репо-

операции за креирање ликвидност (за 0,25 п.п.) и стапката на задолжителна резерва (за 3 п.п.) во првата половина од годината, до крајот на второто полугодие беа задржани на нивоата од 0,05% и 9,00%, соодветно. На **редовните репо-операции за креирање ликвидност**, во втората половина од годината банките немаа интерес со оглед на солидната ликвидносна позиција. За долгорочно регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем, централната банка и натаму спроведува и **структурни репо-операции за креирање ликвидност со рочност од 5 години**, по репо каматна стапка од 0,25%. На овие операции банките имаа слаб интерес само во ноември, со што на крајот на годината овој инструмент учествуваше со околу 9% во вкупниот вишок на ликвидност над обврската за задолжителна резерва. Од друга страна, по релативно високиот **откуп на државни обврзници на секундарниот пазар во првата половина од годината** (околу 17,8 милијарди куни), во второто полугодие централната банка не се јави на секундарниот пазар на државни хартии од вредност, што придонесе за стабилизирање на учеството на овој нестандартен инструмент на околу 38% во вкупниот вишок на ликвидност над обврската за задолжителна резерва.

Високите интервенции за продажба на девизи во првата половина од година ја стабилизираа вредноста на домашната валута, којашто на крајот на декември имаше пониска вредност за околу 1,5% на годишна основа. Заради зголемена девизна ликвидност во евра, во август, ЕЦБ ја продолжи достапноста на свој-линијата за централната банка на Хрватска за обезбедување девизна ликвидност во износ од 2 милијарди евра, до март 2022 година.

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Хрватска (www.hnb.hr)

Интервенции на девизен пазар и номинален девизен курс на куната



Извор: Централна банка на Хрватска (www.hnb.hr)

3.3. Турција

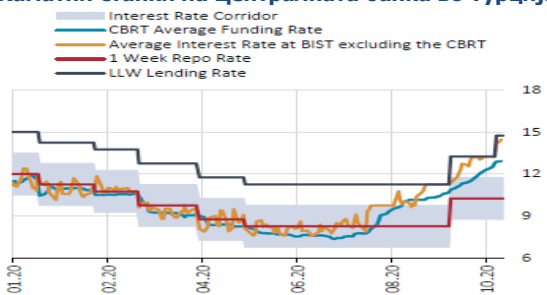
По враќањето на економијата на патеката на раст во третиот квартал, смирувањето на растот на инфлација беше главен предизвик на централната банка на Турција во втората половина од годината. За таа цел, **таа ја промени насоката на монетарната политика и во три наврати ја зголеми основната каматна стапка (на еднеделните репо-операции за креирање ликвидност) за вкупно 8,75 п.п., на нивото од 17% на крајот од декември**. Заложбата на централната банка за силно и транспарентно монетарно затегнување, вклучуваше низа мерки на монетарната политика: **најпрво во август ги укина дополнителните, расположливи линии за целно кредитирање на приватниот сектор** воведени во втората половина на март; **ја укина можноста за креирање ликвидност преку ноќ за примарните дилери** (во форма на репо-трансакција по каматна стапка пониска за 1,00 п.п. од основната), коишто се применуваа од јуни 2019 година; ги укина **репо-трансакциите за обезбедување ликвидност преку ноќ** и за останатите банки, а за сметка на тоа овозможи банките да позајмуваат средства преку **расположливите кредитни линии преку ноќ** во неограничен износ¹¹; ја зголеми каматната стапка на **расположливиот кредит достапен на крајот на денот** на повисоко ниво за 3,00 п.п. од каматната стапка на **расположливиот кредит преку ноќ** (или повисока за 4,50 п.п. од основната каматна стапка); во август го промени тендерот на **репо-аукциите за обезбедување ликвидност, од тендер со износи, ограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка, во тендер со варијабилна каматна стапка и ограничен износ на понуда**, а при крајот на ноември заради поедноставување на оперативната рамка на монетарната политика, донесе одлука со која **вкупниот износ на средства којшто се нуди на еднеделните репо-операции по варијабилна каматна стапка и преку расположливиот кредит на крајот на денот ќе се обезбедува преку еднеделни репо-операции на кои ќе се применува тендер**

¹¹ Репо-операциите за креирање ликвидност преку ноќ се спроведуваа преку тендер со неограничен износ и максимална каматна стапка, којашто се движеше околу основната каматна стапка на централната банка. Од друга страна, на расположливите кредитни линии се применува повисока каматна стапка од основната, којашто зависно од инструментот (расположлив кредит преку ноќ и расположлив кредит одобрен на крајот на денот) се движи во распон од 1,00 до 1,50 п.п. повисока од основната каматна стапка.

со износи, ограничен износ на понуда и каматна стапка еднаква на основната каматна стапка. Со тоа, овој инструмент има функција на основен инструмент на монетарната политика. Во контекст на поедноставувањето на монетарната рамка и согласно со затегнувањето на монетарните услови, централната банка направи **измени** и **во задолжителната резерва (ЗР)**: 1) ги укина повластените стапки и надоместот на ЗР коишто беа поврзани со стапката на кредитен раст, така што за сите банки се применуваат исти стапки и надомест на ЗР; 2) ги зголеми стапките за ЗР во домашна и странска валута за сите обврски коишто влегуваат во основата за пресметка¹²; 3) го зголеми надоместот на ЗР во домашна валута од 5,00% на 12%; 4) ја намали провизијата којашто се применува на ЗР каде што основа се депозитите деноминирани во САД-долари/обврските на т.н. „учествувачки банки“ (англ. participating banking)¹³ од 1,25% на 0,00%. Промената на системот на задолжителна резерва придонесе за зголемување на обврската којашто се исполнува во лири за околу 12,3 милијарди и околу 5,7 милијарди во САД-долари и злато, за обврската којашто се исполнува во девизи. Имајќи ја предвид нагорната динамика на каматните стапки во економијата, **централната банка воведе максимални каматни стапки на кредитните картички за физички лица**, така што утврдувањето на договорната и казнената каматна стапка ги поврза со основната каматна стапка на монетарната политика¹⁴.

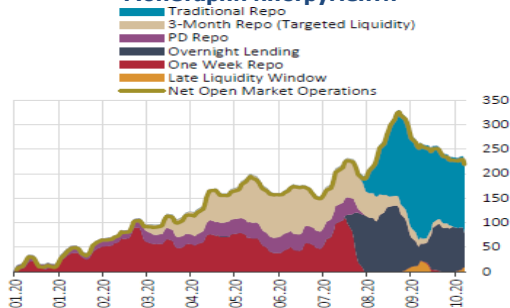
И покрај обемните интервенции на централната банка за продажба на околу 101 милијарда САД-долари во текот на годината, преносниот ефект од растечката инфлација, геополитичките тензии (во Кавказ и Источниот Медитеран) заедно со неизвесноста на финансиските пазари и зголемената побарувачка за резервни валути, придонесоа за најостра депрецијација на турската лира (на крајот на 2020 година имаше пониска годишна вредност за 35,9%) од економската криза во 2018 година наваму.

Каматни стапки на Централната банка во Турција



Извор: Извештај за инфлација (www.cbtr.tr)

Монетарни инструменти



¹² Извор: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en/main+menu/announcements/press+releases/2020/ano2020-71>.

¹³ Овој термин ги опфаќа исламските банки во Турција и регионот на Блискиот Исток и Северна Африка коишто се занимаваат со исламски банкарски активности, како дел од „исламското банкарство“. Извор: <https://www.turkiyefinans.com.tr/en-us/about-us/participation-banking-system/how-does-participation-banking-operate/pages/how-does-participation-banking-operate.aspx>.

¹⁴ Извор: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en/main+menu/announcements/press+releases/2020/ano2020-71>.

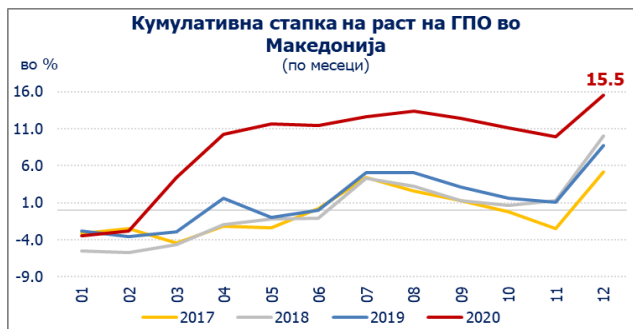
Прилог 2. Динамика на промена на готовите пари во оптек во избрани земји

Високиот раст на готовите пари во оптек којшто започна во март како последица на здравствената криза и непрекинато се одржуваше во текот на целата година не е карактеристика само за нашата економија, што се потврдува и со податоците за развиените економии и земјите од Централна и Југоисточна Европа. Во овој краток осврт се разгледани трендовите кај готовите пари во оптек кај земјите од Централна и Југоисточна Европа: Чешка, Полска, Романија, Србија, Хрватска, Албанија, Унгарија, Турција, брзорастечките економии (Кина и Русија), но и кај развиените економии (САД, еврозоната, Австралија, Шведска и Велика Британија).

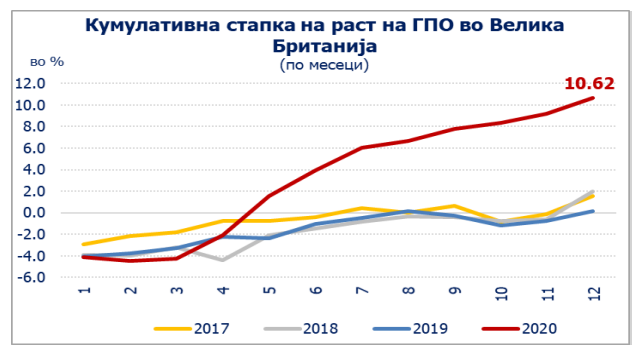
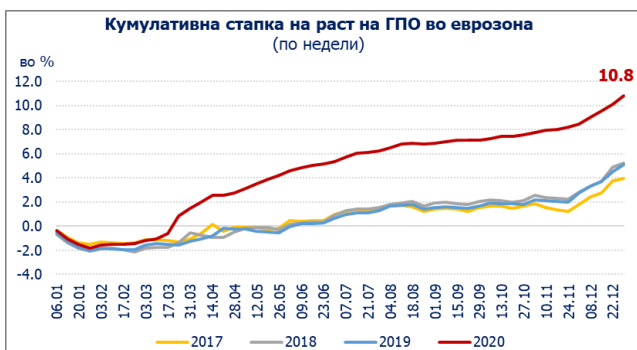
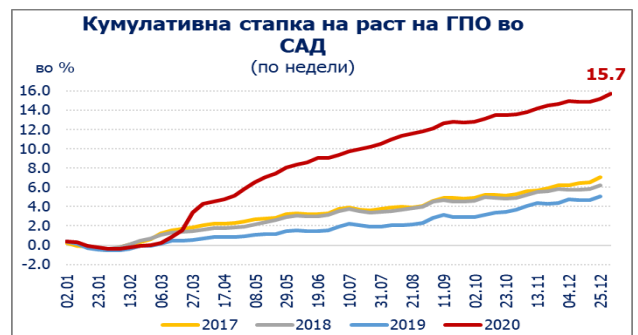
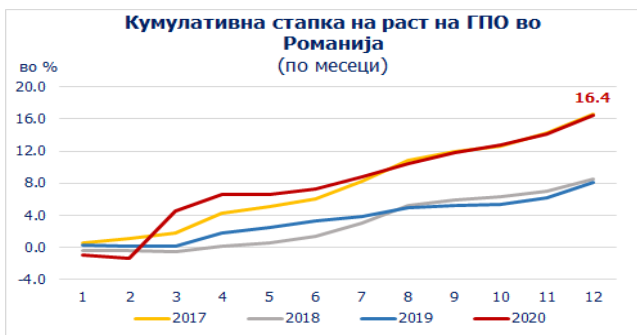
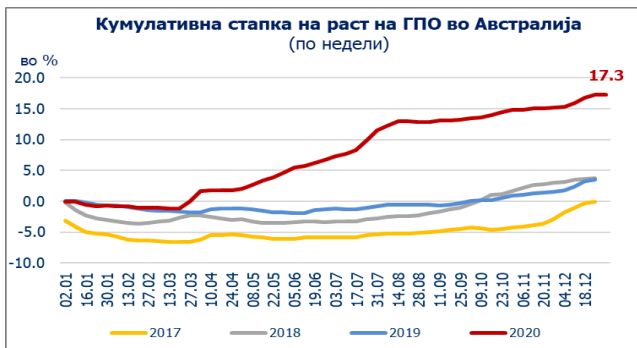
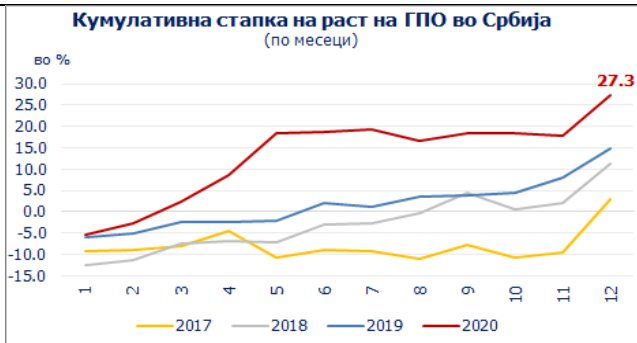
Во анализата се користени збирните стапки на раст на готовите пари во оптек од почетокот на годината, за утврдување заеднички споредлив показател за промената на динамиката на раст на побарувачката за домашна валута по одделни земји¹⁵. Резултатите од компаративната анализа покажуваат дека високиот раст на готовите пари во оптек во периодот март-јуни којшто беше карактеристика речиси за сите анализирани земји (со исклучок на Шведска), во најголем дел од економиите се стабилизира кон средината на годината, а со видливо продолжување на нагорниот тренд во декември, непосредно пред новогодишните празници. Исклучок се неколку земји каде што е присутен тренд на стабилизирање на побарувачката за готовина во домашна валута. Така, највисока кумулативна стапка на раст имаат готовите пари во Полска, којашто во декември изнесува околу 35% и е повисока за околу 4 пати од просечната, стабилна годишна стапка на раст во изминатите три години (околу 8,4%), по што следи Србија, со кумулативна стапка на раст на готовината во српски динари од 27,3% во декември, Русија со 26,4%, Чешка со 18,4%, Австралија и Албанија со 17,3%, а релативно висок годишен раст во споредба со просекот за изминатите три години се забележува и во Романија (16,4%), САД (15,7%), Република Северна Македонија (15,5%), еврозона (10,8%), Кина (9,2%) и Велика Британија (9,16%).

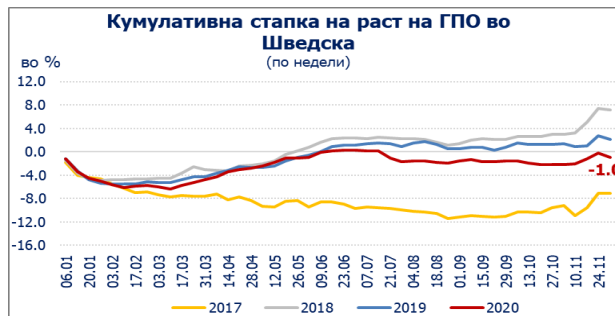
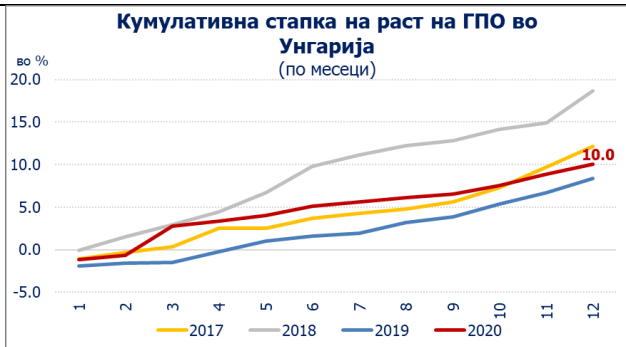
Од друга страна, во втората половина од годината значително намалување на склоноста за ефективни средства во домашна валута и следствено, пад на состојбата на готовина се забележува во Унгарија, Хрватска и Турција, така што годишната стапка на раст на готовите пари во оптек во декември се стабилизира до нивото на вообичаениот просек за одделните економии. Имено, во Унгарија и покрај посилен пораст во март (од -0,7% на 2,7%), нивото на форинти во оптек постепено се стабилизира, така што годишната стапка на раст во декември (10%) е пониска од годишниот просек за изминатите три години (13,1%). Слична динамика имаат и издадените куни во Хрватска, коишто по релативно високиот раст во март (од -1,7% на 3,5%) од април наваму се стабилизираат со умерена надолна динамика во преостанатиот дел од годината и сведување годишната стапка на раст на 7,9%, пониско од просекот за изминатите три години (11,5%). Во Турција, по високиот збирен раст на готовите пари во оптек започнат во март, во јули достигна околу 61%, по што следеше нагло враќање на готовината во домашна валута назад во банкарскиот систем, така што годишната стапка на раст во декември (22,8%) беше само умерено повисока од годишниот просек во изминатите три години (7,9%). Враќањето на готовината во банкарскиот систем најверојатно е поврзано со повисоките каматни стапки на депозитите во домашна валута како резултат на зголемувањето на каматните стапки на централната банка во втората половина од годината. Имено, од првото зголемување на основната каматна стапка во јули, до крајот на годината каматните стапки на депозитите во домашна валута во просек се зголемени за 4,6 п.п. за депозити до една година и 3,0 п.п. за депозити со рочност над една година.

Исклучок од анализираниите земји е Шведска (земја со највисок степен на безготовинско плаќање во светот) каде што во првата половина од годината не се забележуваа промени во динамиката на готовите пари во оптек, а во втората половина од годината имаа поизразена надолна динамика од просекот за истиот период претходните три години.



¹⁵ Вообичаено како показател за готовите пари во оптек се користи учеството на готовината во БДП и во паричната маса, но со оглед на неизвесноста од ефектите на кризата врз економската активност и монетарните агрегати, во оваа анализа тие намерно не беа опфатени.





Извор: веб-страници на централни банки