

Народна банка на Република Северна Македонија



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

(прва половина на 2019 година)

Дирекција за операции на финансиските пазари

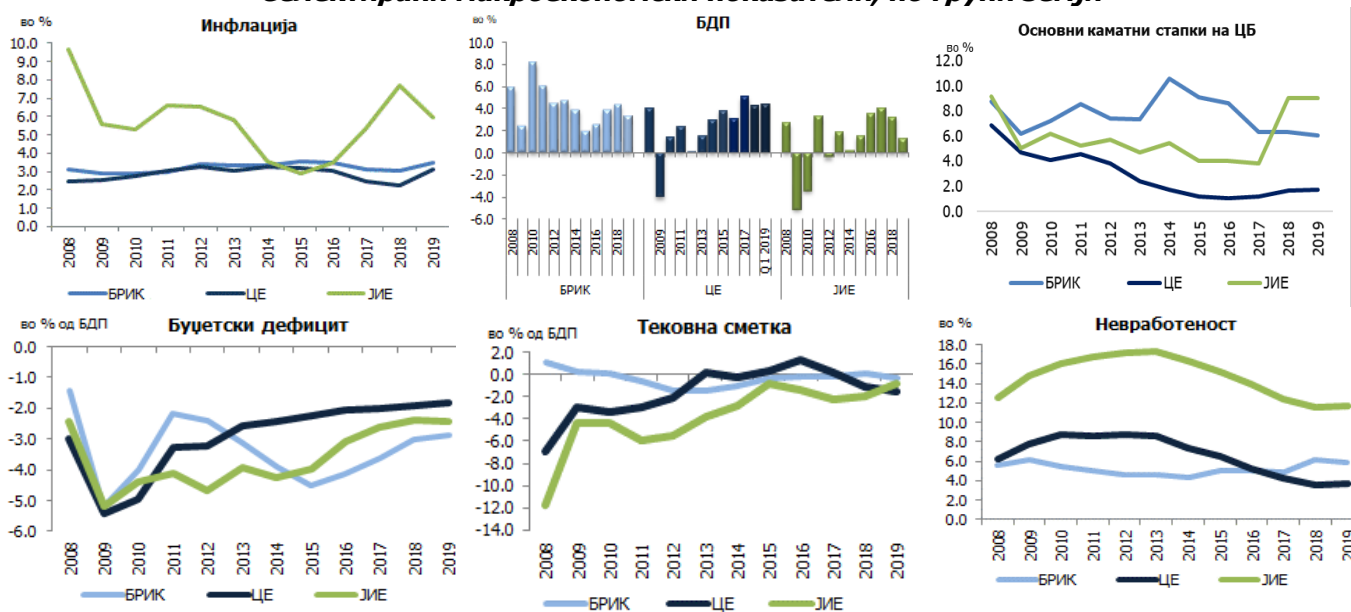
август 2019 година

Вовед

Во првата половина на 2019 година, релативно поповолните движења на глобалните и на домашните финансиски пазари, како и послабиот економски раст кај брзорастечките економии овозможија централните банки на овие земји да применуваат генерално експанзивна монетарна политика. Така, **Бразил** ја задржа основната каматна стапка на историски најниско ниво, централните банки на **Индија** и **Русија** реагираа со намалување на каматните стапки, додека централната банка на **Кина** во услови на забавување на растот поради трговската војна со САД, создаваше услови за стимулирање на домашната активност преку намалување на стапките на задолжителна резерва и примена на програмите за поддршка на таргетираното кредитирање на малите и средни претпријатија.

Во **Централна и Југоисточна Европа** високата домашна побарувачка и натаму придонесуваше за солидниот економски раст, а инфлацијата имаше умерен нагорен тренд, што влијаеше одредени централни банки да реагираат преку расположливите монетарни инструменти. Така, централната банка на **Чешка**, како одговор на зголемените инфлациски ризици, и во првата половина од годината ги зголеми каматните стапки, а во истата насока беше и одлуката на централна банка на **Унгарија**, којашто еднократно реагираше со пораст на основната каматна стапка. Исто така, централната банка на Унгарија започна да ја применува новата програма за стимулирање на долгорочното кредитирање на малите и на средните претпријатија во домашна валута по фиксна каматна стапка и ја најави примената на новата програма за откуп на корпоративни обврзници. Централната банка на **Полска** не направи измени кај каматните стапки, при што и натаму повлекуваше ликвидност преку основниот инструмент 7-дневните благајнички записи. Во **Романија** најголемиот дел од вишокот ликвидност беше стерилизиран преку задолжителната резерва, а управувањето со краткорочните промени кај ликвидноста се спроведуваше преку репо-операциите за креирање ликвидност и аукциите на депозити. Постапеноста на монетарните инструменти кај централните банки на земјите од **Југоисточна Европа** во првата половина од 2019 година беше во согласност со случувањата во домашната економија. Така, смирувањето на натамошниот тренд на депрецијација на лирата, кој создаде притисок врз високата инфлација беше главниот предизвик на монетарните власти во **Турција**, коишто не ја променија основната каматна стапка, но презедоа бројни мерки за управување со ликвидноста на банкарскиот систем. Централната банка на **Србија** ги задржа истите каматни стапки, а монетарната власт на **Хрватска** продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

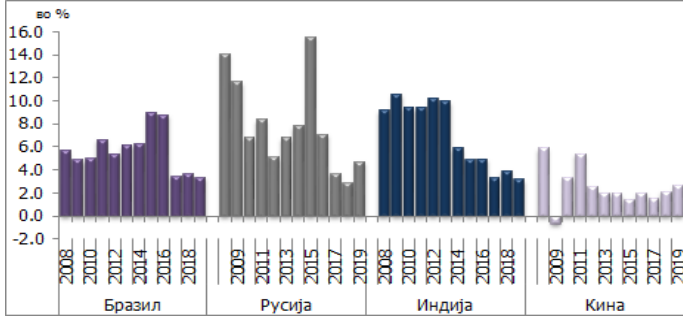


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централните банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИК:** Бразил, Русија, Индија, Кина; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија и Романија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција.

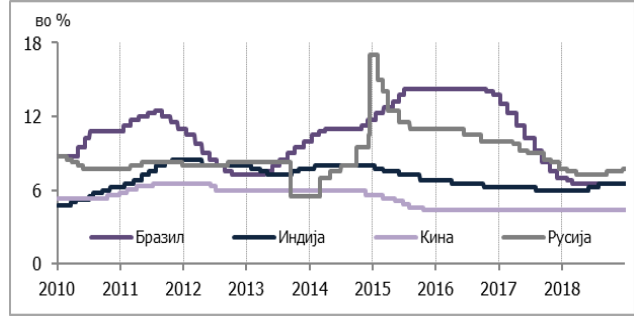
1. БРИК

Основни економски податоци

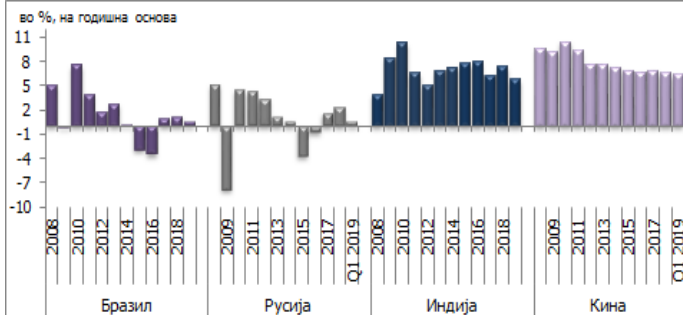
Инфлација



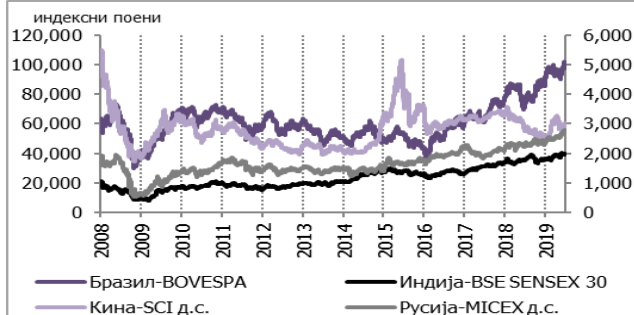
Основни каматни стапки на ЦБ



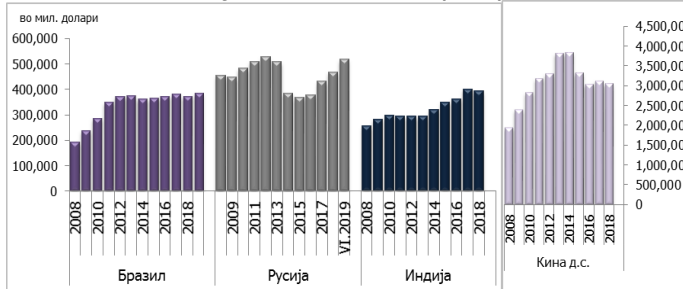
Раст на БДП



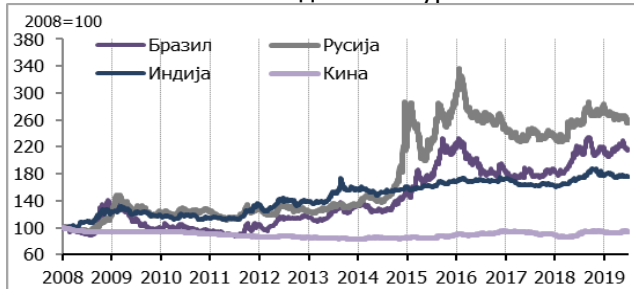
Берзански индекси



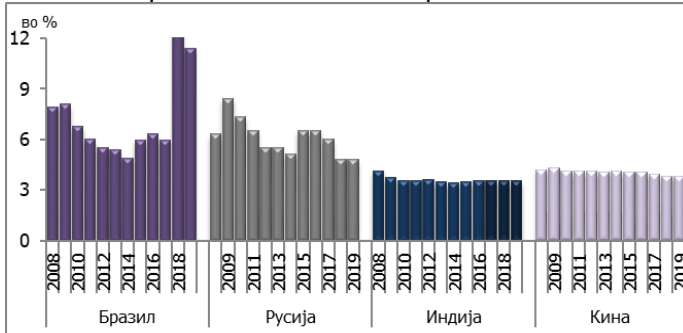
Состојба на девизните резерви



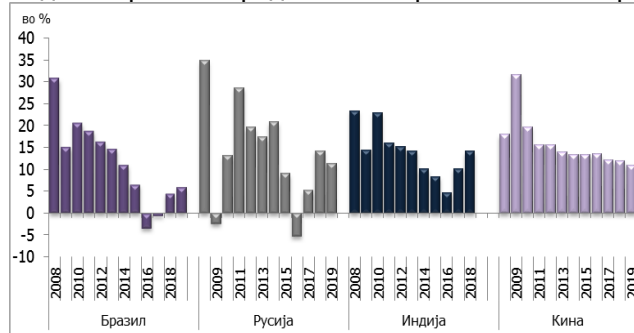
Номинални девизни курсеви



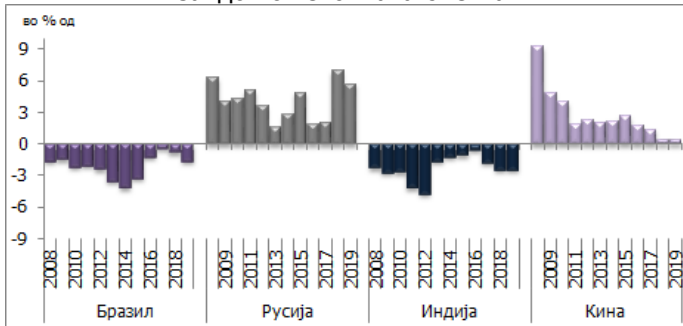
Просечна стапка на невработеност



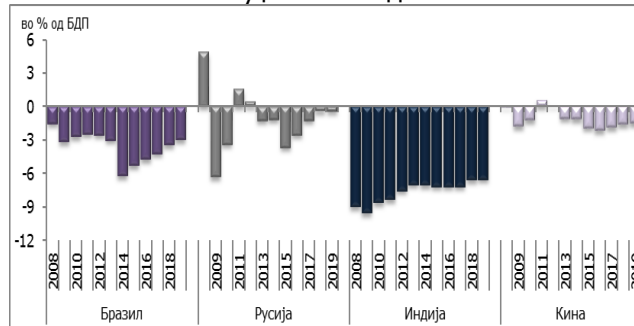
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2019 се проекции за цела година.

*Извор: база на податоци на ММФ. За Индија се однесуваат на фискалната година (извор: www.tradingeconomics.com).

1.1. Бразил – забавување на активноста и натамошно олабавување на монетарна политика

Макроекономско окружување

По минатогодишните знаци на закрепнување од петгодишната рецесија, на почетокот на 2019 година економската активност во Бразил беше релативно слаба за што сведочи промената на **БДП** за првиот квартал од годината (пад од 0,2% во однос на кв. 4 од 2018 година и минимален раст од 0,5% на годишна основа)¹. Овие економски остварувања се одраз на забавениот раст на личната потрошувачка, при зголемување на невработеноста на 12,3% во мај и пад на реалните плати со оглед на растечката **инфлација** (која во мај достигна 4,9%)². Дополнителен придонес имаше и намалувањето на извозот, инвестициите и индустриското производство поврзано со проблемите во рударскиот гигант³, ниската глобална побарувачка (главно од најголемиот трговски партнер Аргентина) и намалената деловна доверба во економијата. Слабите остварувања на економијата имаа притисок врз буџетските приходи, а придонесоа и за намалување на расходите за јавни инвестиции⁴. Воедно, неодржливиот раст на **буџетскиот дефицит** (проектиран на околу 7,4% од БДП во 2019 година) и **јавниот долг** (околу 90% од БДП во 2019 година), ја наметнаа потребата и од реформа во пензискиот систем⁵, со оглед на тоа дека пензиите и социјалните придонеси зафаќаат околу 57% од вкупните буџетски расходи (8,5% од БДП).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

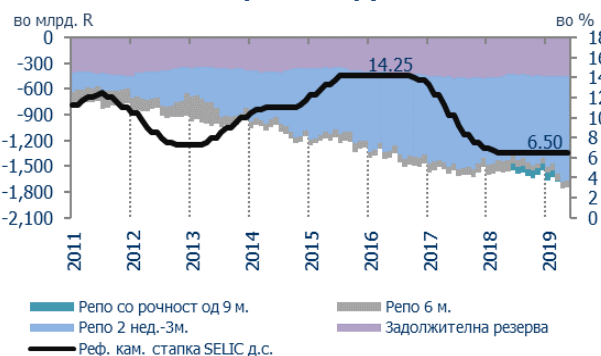
Ризикот од продолжување на економската стагнација беше главната детерминанта којашто влијаеше централната банка на Бразил да ја задржи целната каматна стапка на пазарот на пари – СЕЛИК на историски најниско ниво од 6,5%. Во рамки на процесот на нормализирање на задолжителната резерва којшто започна во 2017 година преку постепено враќање на стапките на нивоата коишто се применуваа пред глобалната финансиска криза⁶, централната банка ја намали стапката на задолжителна резерва за орочените депозити, овојпат за 2 п.п., на 31% (со почеток на примена од јули 2019 година). Во анализираниот период, трансакциите на државата придонесоа за зголемување на вишокот ликвидност во банкарскиот систем, кој претежно беше повлекуван преку редовните репо-операции со рочност од две недели до три месеци (коишто учествуваат со околу 70% во вкупниот вишок), за кои просечната каматна стапка изнесува 6,37%. Оптимизмот на пазарите поради изборот на нов претседател во јануари само привремено го зајакна реалот, а до крајот на првата половина на годината вредноста на реалот постепено почна да се намалува. Овој тренд беше одраз на слабата доверба кај инвеститорите поради неизвесноста околу спроведувањето на социјалната реформа и изгледите за продолжување на економската стагнација на земјата. Последната декада од јуни, непосредно по најавите на ФЕД за продолжување на експанзивната монетарна политика во следниот период, вредноста на реалот се зголеми, коригирајќи дел од загубата во претходниот период.

Номинален девизен курс и интервенции со девизни своп - трансакции



Извор: Централна банка на Бразил (www.bcb.gov.br)

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Бразил (www.bcb.gov.br)

¹ Прогнозите за раст на економијата во 2019 година се намалија од 2,2% на 0,8%-1,2%. Извор: <https://www.reuters.com>.

² Таргетот на централната банка за инфлацијата изнесува 4,5% со дозволени граници на флукуација од +/-1,5 п.п.

³ Несреќата во рудникот Вале, најголемиот светски производител и извозник на железна руда го стопираше производството и извозот (кој се намали за 18% за првите шест месеци), што силно се одрази на индустриското производство каде што рударството учествува со околу 20% и на прогнозите за раст на економијата. Извор: <https://www.efe.com/efe/english/business/brumadinho-disaster-takes-a-toll-on-brazil-s-economy/50000265-3968388#>.

⁴ До март беа скратени околу 7,4 милијарди долари од планираните јавни расходи, а до крајот на годината се очекува да се намалат за дополнителни 5 милијарди долари, така што јавните инвестиции ќе забележат рекордно ниско ниво од 0,5% од БДП. Извор: <https://www.reuters.com>.

⁵ Измените предвидуваат промени во условите за пензионирање: тековно, жените и мажите остваруваат право за пензија по наполнети 30 и 35 години работен стаж, соодветно, а со измената критериумот е минимална старосна возраст од 62 и 65 години соодветно, или само со стаж од 40 години; зголемување на стапките на придонес и намалување на одредени бенефиции за бремена жени и воени лица. Реформата се очекува да ги намали буџетските трошоци за околу 260 милијарди долари во наредните 10 години. Извор: <https://www.telesurengh.net/news/Brazil-Lawmakers-Approve-Privatization-of-Pension-System-20190710-0018.html>.

⁶ Во периодот 2017 - 2018 година стапката на задолжителна резерва на депозитите по видување беше намалена од 45% на 21%, а на орочените депозити за само 3 п.п., на 33%.

1.2. Русија – олеснување на монетарната политика и измени кај задолжителната резерва

Макроекономско окружување

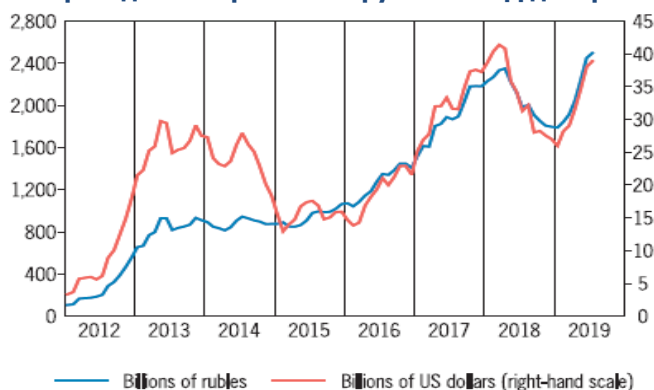
Примената на повисоката стапка на ДДВ (за 2 п.п.) од јануари 2019 година придонесе за раст на **инфлацијата** во Русија (во просек 5,1% за првото полугодие) и значително забавување на годишната стапка на раст на **БДП** (од 2,7% во кв. 4 2018 година и 2,3% во 2018 година, на 0,5% во кв. 1 2019 година). Врз домашната побарувачка, која имаше најголем придонес за забавување на активноста, покрај повисоките стапки на ДДВ влијаеја и растот на каматните стапки на банките, непосредно по затегнувањето на монетарните услови кон крајот на 2018 година поради неповолните надворешни фактори. Во такви околности, растот на **депозитите** на домаќинствата имаше умерен нагорен тренд (6,5% во мај) и беше насочен пред сè кон долгите рокови, а **кредитирањето** на приватниот сектор беше релативно стабилно. Имено, растот на кредитите одобрени на корпоративниот сектор се задржа на релативно ниско ниво од околу 5,4%, со забележителен тренд на дедоларизација, додека растот на кредитирањето на домаќинствата и натаму беше висок, околу 23,5%, со постепено зголемување на придонесот на потрошувачките кредити. **Буџетскиот суфицит** продолжи да се зголемува, при поинтензивен раст на приходите, поврзан со повисоките приходи од нафта и гас, но и од примената на повисоката стапка на ДДВ и ефектот од повисоките профити на корпоративниот сектор.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Со оглед на инфлациските притисоци коишто произлегуваа од примената на повисоката стапка на ДДВ, Централната банка на Русија во првиот квартал од годината ја задржа основната каматна стапка (на еднонеделните аукции за депозити за повлекување ликвидност) на непроменето ниво. Во вториот квартал од годината, при поинтензивна надолна динамика на инфлацијата од проектираната, централната банка ја намали каматната стапка за 0,25 п.п., на ниво од 7,5%⁷. Во анализираниот период беше направено и поедноставување на системот на задолжителна резерва преку зголемување на стапката на задолжителна резерва за девизните депозити на домаќинствата од 7% на 8%, колку што изнесува и за останатите девизни депозити, и намалување на стапката на задолжителна резерва за обврски кон правните субјекти во рубљи од 5% на 4,75%. Вишокот ликвидни средства во банкарскиот систем во првата половина на годината имаше надолен тренд главно поради поинтензивната реализација на буџетските приходи. Во такви околности, централната банка ја приспособување понудата на неделните аукции на депозити во зависност од вишокот ликвидност, а состојбата на тримесечните купонски хартии од вредност остана релативно стабилна.

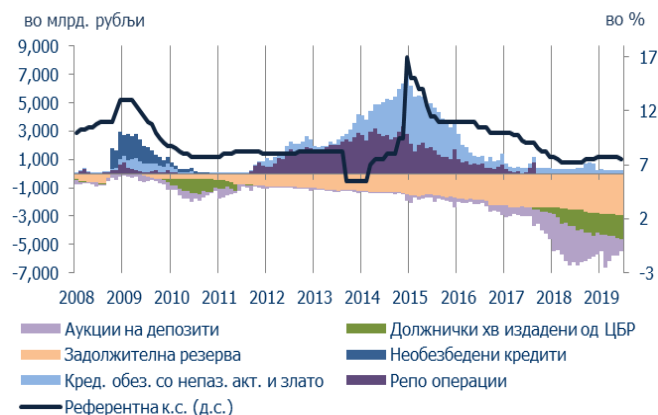
Движењата на финансиските пазари главно беа поволни и се карактеризираа со израмнување на кривите на принос и висок интерес на странските инвеститори за државните хартии од вредност како на примарниот, така и на секундарниот пазар⁸. Овие движења, во комбинација со ефектот од растечката цена на нафтата овозможија зголемена атрактивност на рубљата, којашто во првите шест месеци од годината апрецираше за околу 9% во однос на американскиот долар. Поволните движења кај рубљата влијаеја централната банка од почетокот на февруари да продолжи со откуп на вишокот девизи, којшто го спроведува за сметка на државата, а беше стопиран во септември 2018 година.

Номинален износ на ДХВ во сопственост на нерезиденти изразени во рубљи и САД долари



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

Монетарни инструменти



⁷ Во јули 2019 година референтната каматна стапка беше дополнително намалена за 0,25 п.п.

⁸ На крајот на јуни 2019 година, сопственоста на државни хартии од вредност издадени од Русија од страна на нерезидентите во апсолутен износ изразени во рубљи беа највисоки, надминувајќи го нивото од април 2018 година, кога беа воведени санкциите кон Русија.

1.3. Индија – забавување на растот и експанзивна монетарна политика

Макроекономско окружување

Во првиот квартал од годината, индиската економија растеше најбавно во последните пет години, заради што го загуби приматот на најбрзорастечка економија во светот. Годишниот раст на **БДП** од 5,8% беше понизок од пазарните очекувања, при забавен раст на личната и пад на инвестициската потрошувачка (којашто во изминатите неколку квартали бележеше двоцифрени стапки на раст). Ваквите движења се поврзуваат со зголемената политичка неизвесност и заострените услови за финансирање (кои следеа по ликвидносната криза во банкарскиот систем во септември 2018 година), што влијаеја за забавување на интензивната **кредитна активност** (12% во јуни, наспроти 14,6% во декември 2018 година), особено од страна на небанкарските финансиски институции. Имајќи ја предвид улогата на овие институции во финансирањето на домаќинствата и на малите и средните претпријатија, и заради подобрување на нивната ликвидност Владата воведо еднократна шестмесечна финансиска помош за тековната година (вкупно 1 милијарда долари) за покривање евентуална финансиска загуба (до 10%) за државните банки коишто ќе откупат висококвалитетни пласмани од небанкарските финансиски институции. Овие расходи, заедно со послабата наплата на даночни приходи и засилената јавна потрошувачка (особено за руралните средини) го зголемуваат ризикот за надминување на таргетот за **буџетски дефицит** од 3,4% од БДП за фискалната 2019/2020 година. **Инфлацијата** имаше умерена нагорна динамика и во јуни беше највисока (3,2%) во последните осум месеци и постепено се приближи кон таргетот од 4% (со дозволени граници на промена од +/- 2 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Движењето на инфлацијата под целното ниво, како и изгледите за забавување на економската експанзија создадоа простор централната банка на Индија да спроведе најагресивна монетарна политика во Азија во насока на олеснување на монетарните услови. Имено, оваа централна банка во три наврати ја намали референтната каматна стапка на репо-операциите за креирање ликвидност за вкупно 0,75 п.п., на 5,75%, а сразмерно намалување имаше и кај каматната стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност, на 5,5%. Исто така, ликвидносните потреби коишто произлегуваа од уплатата на даноци на крајот од фискалната година (прв квартал на календарската 2019 година) и зголемената побарувачка за готовина поврзана со изборите во мај, беа задоволени преку редовни репо-операции за креирање ликвидност. Воедно, за обезбедување на подолгорочна ликвидност во домашна валута, централната банка во март и април спроведе и две аукции на валутни свопови, преку кои емитираше ликвидност во рупии во противвредност од 10 милијарди долари со рочност од три години. Активирањето на овој инструмент беше со цел намалување на побарувачката на репо-операциите за креирање ликвидност покриени со обезбедување, со оглед на искривувањето на кривата на приноси на подолгите рокови, и заради намалување на премијата на валутен ризик со цел јакнење на вредноста на рупијата.

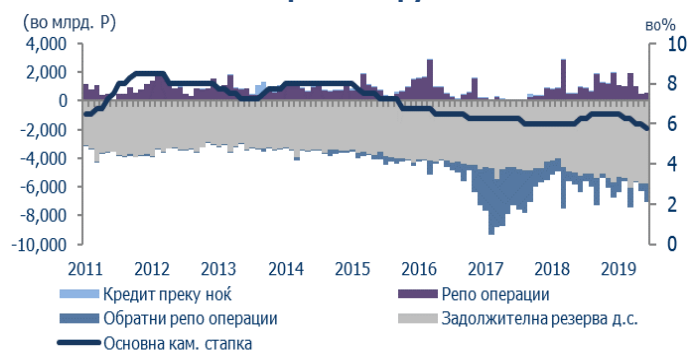
Изгледите за решавање на политичката нестабилност во земјата и намалените тензии помеѓу Индија и Пакистан придонесоа за враќање на довербата на инвеститорите и прилив на капитал во економијата, што заедно со откупот на долари преку аукциите на валутни свопови⁹ влијаеја за раст на вредноста на валутата за околу 1,6%. Оттука, индиската рупија премина од имаше највисок раст на вредноста помеѓу азиските земји во првата половина од 2019 година, а девизните резерви на оваа земја достигнаа историски највисоко ниво.

Девизен курс и интервенции



Извор: www.rbi.org.in

Монетарни инструменти



Извор: „Блумберг“.

⁹ По објавата за отпочнување со аукциите на валутни свопови, рупијата ја зголеми својата вредност за 1,8%.

1.4. Кина – забавување на растот и монетарна политика насочена кон поддршка на економијата

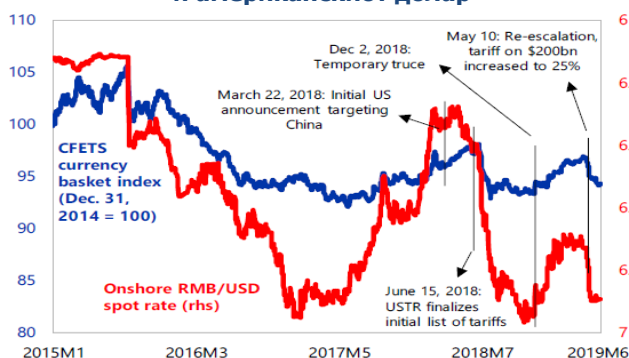
Макроекономско окружување

Под влијание на трговската војна со САД, кинеската економија забележа најслаб економски раст во последните 27 години, за што сведочи и годишното зголемување на **БДП** од 6,3% во првата половина од 2019 година. Трговските тензии продолжија со негативниот ефект на динамиката на надворешниот сектор, така што суфицитот во **тековната сметка** беше минимален и се одржуваше околу 1% од БДП. Воедно, растот на инвестициите во фиксни средства се намали, главно заради послабата инвестициска потрошувачка. Од друга страна, податоците за продажбите на мало упатуваат дека приватната потрошувачка (поддржана со измените во законот за персонален данок на доход, коишто се применуваат од јануари 2019 година) и натаму е двигател на економската активност. Пакетот на фискални олеснувања вклучува и намалување на стапките на данокот на додадена вредност (општата стапка од 16% на 13% и повластената стапка од 13% на 9%) и зголемување на квотата за задолжување на локалните власти (за околу 40%) заради поддршка на инвестициите во локалната инфраструктура. Со оглед на ваквата контрациклична фискална политика, Владата го зголеми таргетот за **буџетски дефицит** од 2,6% на 2,8% за 2019 година. Примената на кредитната линија на централната банка за банките коишто кредитираат точно одредени сектори од крајот од минатата година овозможи задржување на солидниот **кредитен раст**, којшто во просек изнесуваше околу 11%. Растот на цените на храната беше главен фактор за нагорната динамика на **инфлацијата**, која во јуни достигна 2,7%.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

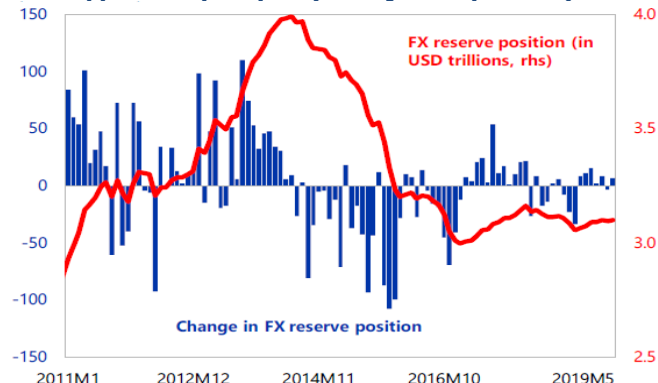
Со оглед на предизвиците со коишто се соочи кинеската економија, централната банка на Кина и во првите шест месеци од 2019 година преземаше мерки за олабавување на монетарната политика и зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем. Така, оваа централна банка го продолжи циклусот на намалување на стапките на задолжителна резерва (за 1 п.п.), коишто беа одредени на 13,5% за големите банки и 11,5% за малите банки, додека за банките од руралните средини е намалена на 8%, колку што изнесува стапката на задолжителна резерва за кредитните задруги од овие области. Во првиот квартал од годината, банкарскиот систем имаше зголемена побарувачка за ликвидност поради уплатата на даноци во Буџетот непосредно пред кинеската нова година, повисоката побарувачка на готовина заради пролетната фестивалска сезона, како и зголемената емисија на општински обврзници, што услови централната банка да ја зголеми понудата на седумдневните репо-операции за креирање ликвидност, по каматна стапка од 2,55%. Воедно, централната банка го зголеми износот на креирана ликвидност преку среднорочните кредити (англ. MLF-Medium-term Lending Facility), долгорочните операции (англ. PSL-Pledged Supplementary Lending) и таргетираните среднорочни кредити (англ. TMLF-targeted medium-term lending facilities) заради засилување на таргетираното кредитирање на малите и на средните претпријатија. За зголемување на ликвидноста на пазарот на перпетуални обврзници издадени од комерцијалните банки, централната банка во февруари започна да спроведува и аукции на свопови со благајнички записи. На овие аукции примарните дилери по фиксна каматна стапка од 0,25% ги заменуваат перпетуалните обврзници издадени од комерцијалните банки со благајнички записи коишто ги издава централната банка во оваа трансакција, којашто има рочност од една година. Кинескиот јуан имаше променливи движења водени од трговските тензии и неизвесноста за идниот економски раст, при што до крајот на јуни неговата вредност беше речиси иста како и на крајот на 2018 година. Состојбата на девизните резерви не упатува на интервенции на централната банка на девизниот пазар во анализираниот период.

Девизен курс на јуанот во однос на кошница валути и американскиот долар



Извор: IMF country report Country Report No. 19/266 (www.imf.org)

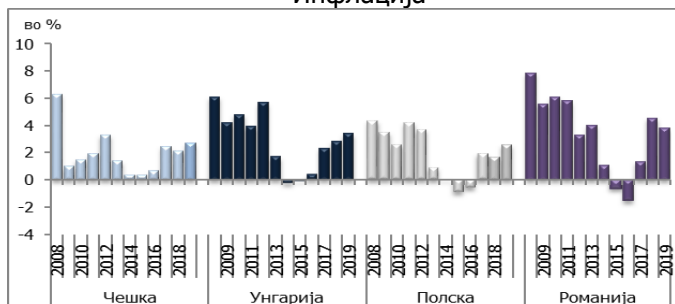
Девизни резерви (состојба и промени)



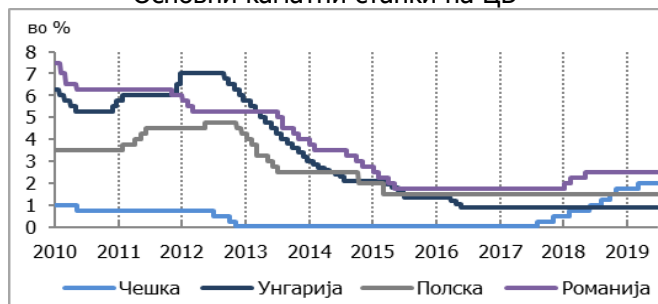
2. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

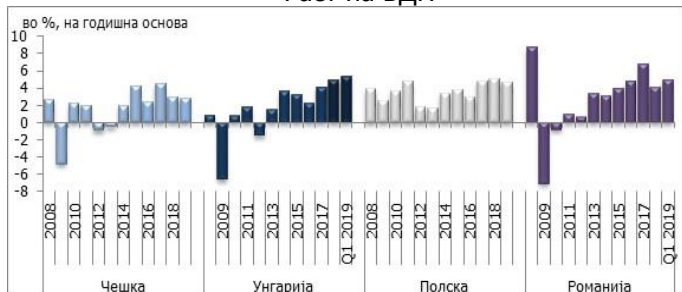
Инфлација



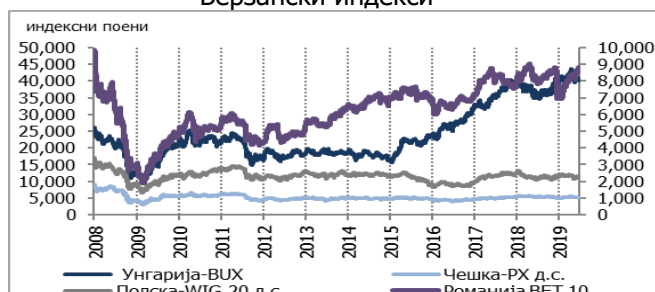
Основни каматни стапки на ЦБ



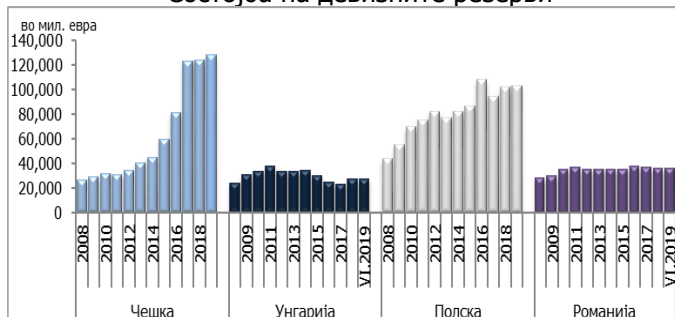
Раст на БДП



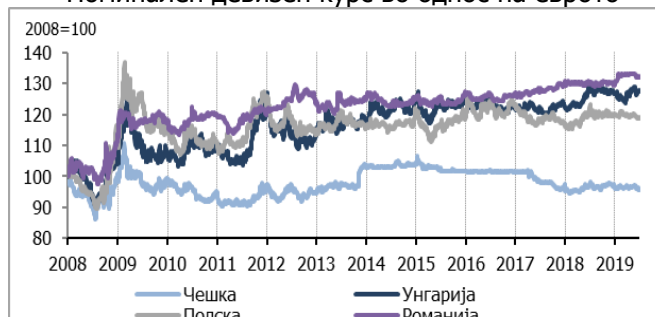
Берзански индекси



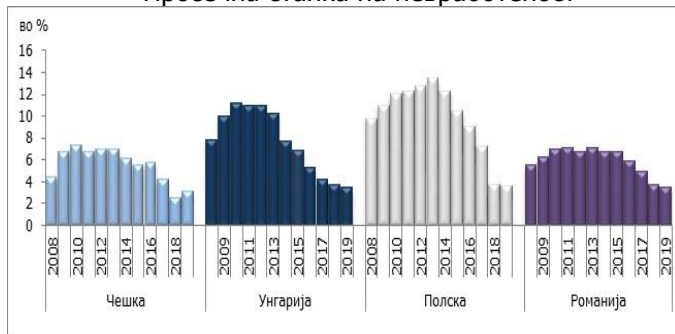
Состојба на девизните резерви



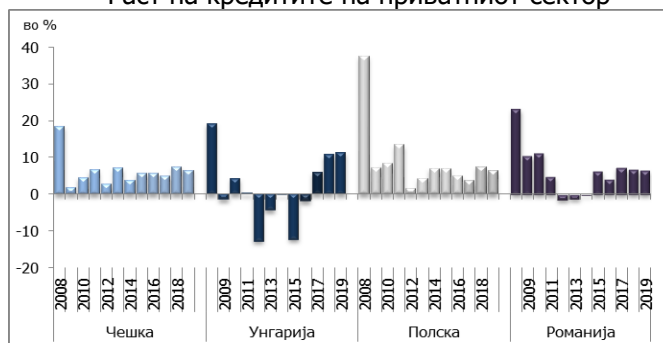
Номинален девизен курс во однос на еврото



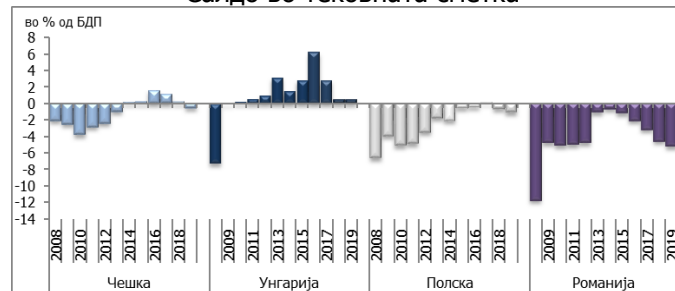
Просечна стапка на невработеност



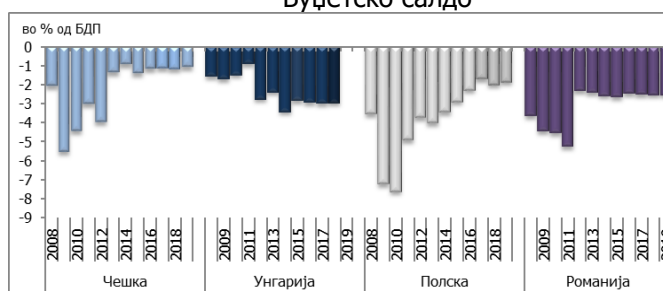
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2019 се проекции за целата година

*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2019 се проекции за целата година.

2.1. Чешка – натамошно затегнување на монетарните услови преку раст на каматите

Макроекономско окружување

На почетокот на 2019 година фокусот на централната банка на Чешка беше насочен кон **инфлацијата**, којашто го продолжи нагорниот тренд (3% во март и 2,8% за првите шест месеци од годината) и ја достигна горната граница од целната зона (2%+/-1 п.п.). Ваквата динамика главно се поврзува со солидната лична потрошувачка за што потврда е растот на продажбите во трговијата на мало, поддржан од зголемувањето на платите (над 7%), континуираното намалување на **невработеноста** (околу 2%) којашто е најниска помеѓу земјите од ЕУ и зголемената побарувачка за работна сила, при натамошен стабилен раст на економијата (во просек 2,8% во прва половина од годината). Силен придонес кон растот на економската активност покрај стабилната лична потрошувачка имаше и јавната потрошувачка (којашто и покрај умереното забавување, сè уште беше солидна), додека надворешниот сектор имаше генерално неутрален придонес. **Кредитирањето на приватниот сектор** од почетокот на годината забави во сите сегменти на кредитниот пазар (под 6% на крајот на првиот квартал). Кај корпоративните кредити (кои растеа со стапка од 5%) послабата динамика на кредитирањето е поради пониската побарувачка главно од индустријата, иако во иста насока делуваше и побарувачката од останатите сектори. Кај домаќинствата, послабиот интерес го одразува ефектот на макропрudentните мерки¹⁰, но и растот на цените на недвижностите.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Како одговор на ризиците коишто произлегуваа од растечката инфлација, централната банка на Чешка во првата половина на 2019 година ја зголеми каматната стапка на двенеделните репо-операции за повлекување ликвидност за 0,25 п.п., од 1,75% на 2,0%. Истовремено, за 0,25 п.п. беа зголемени и каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ и на расположливите депозити преку ноќ, на 3,00% и 1,00%, соодветно. Вишокот на ликвидност централната банка и во анализираниот период го повлекуваше главно преку основниот инструмент (двенеделни репо-операции), за кои се применува тендер со максимална каматна стапка. Просечната остварена каматна стапка на репо-аукциите во анализираниот период беше на ниво на референтната каматна стапка, а состојбата на основниот инструмент во просек имаше ново историски највисоко ниво, коешто опфаќа околу 80% од билансот на состојба на централната банка.

Во првата половина на 2019 година, вредноста на чешката круна се задржа на релативно стабилно ниво. На домашните финансиски пазари забележително беше постепеното израмнување на кривата на приноси на ДХВ, што го искористи Министерството за финансии за засилување на понудата на долгорочните ДХВ. Така, најкраткиот понуден рок на државните хартии од вредност издадени во домашна валута изнесуваше 10 години, најголем прираст е забележан кај 11-годишните, 15-годишните и 16-годишните обврзници, а се нудеа и обврзници со рочност од 30 и 50 години.



¹⁰ Мерките коишто се применуваат од октомври 2018 година се однесуваат на индикаторите за учество на долгот во приходите: долгот не треба да биде повисок од деветкратниот износ на нето годишен приход на корисникот на кредитот и месечното отплаќање на долгот не треба да надминува 45% од месечниот приход.

2.2. Унгарија - примена на едноставна оперативна рамка на монетарната политика и воведување нови програми за кредитирање на приватниот сектор

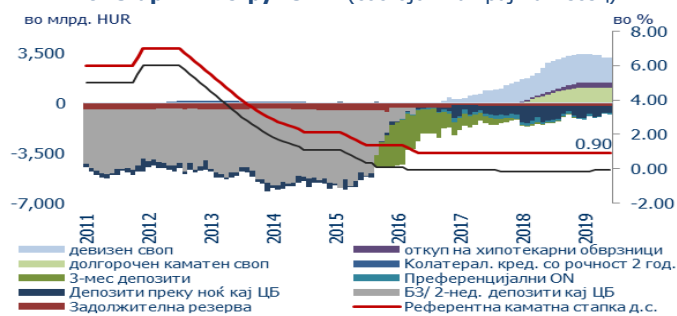
Макроекономско окружување

Во првата половина на 2019 година, унгарската економија имаше стабилен раст од 5,1% на годишна основа, кој и натаму беше поддржан од домашната побарувачка, со оглед дека покрај експанзијата на инвестициската потрошувачка, релативно солидна нагорна патека следеше и личната потрошувачка. Поволните трендови кај домашната побарувачка, следени од поволните кредитни услови, овозможија задржување на солидниот **раст на кредитите** одобрени на домаќинствата и на корпоративниот сектор, на околу 6% и 14%, соодветно. Поттик за личната потрошувачка доаѓаше и од двоцифрените стапки на раст на платите и порастот на вработувањата во приватниот сектор, поради што новото историски најниско ниво на **невработеност** на крајот на првиот квартал се сведе на 3,4%. **Инфлацијата**, којашто на почетокот на годината беше позиционирана околу таргетот (3%), до крајот на вториот квартал, при пораст на цените на нафтата, имаше нагорна динамика (3,9% во мај и 3,4% во јуни) и се приближи кон горната граница на целната зона (3% +/- 1 п.п.). Солидните остварувања на домашната економија овозможија солидна реализација на даночните приходи, што заедно со умереното намалување на буџетските расходи се очекува да доведат до натамошно намалување на **буџетскиот дефицит** (околу 1,6%-1,7% за 2019 година) и на **јавниот долг**, околу 68% од БДП.

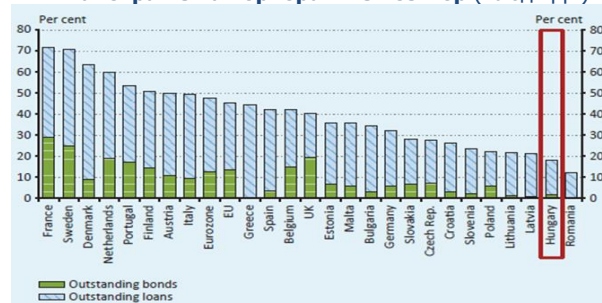
Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во првата половина на годината, централната банка на Унгарија ја задржа референтната каматна стапка на ниво од 0,9%¹¹. По нормализирањето на сетот монетарни инструменти на крајот на 2018 година, во првата половина на 2019 година оваа централна банка ја зголеми каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ (за 0,10 п.п.), но нејзината вредност и натаму е негативна, -0,05%¹². Сетот монетарни инструменти за управување со ликвидноста од почетокот на годината е едноставен и вклучува: задолжителна резерва којашто има незначително учество во билансот и вкупните инструменти, расположливи депозити преку ноќ и преференцијални депозити¹³ и доминантните девизни своп-трансакции за креирање ликвидност во домашна валута. Со оглед на ваквата структура, централна банка (почнувајќи од крајот на 2017 година) и натаму на нето-основа креира ликвидност во системот. На почетокот на 2019 година започна примената на програмата Финансирање за раст (Funding for Growth Scheme Fix), која има за цел подобрување на портфолиото на кредити што им ги одобруваат банките на малите и на средните претпријатија, преку зголемување на долгорочните кредити во домашна валута по фиксна каматна стапка од 2,5%¹⁴. Како комплементарна на оваа програма, централната банка од јули 2019 година ќе ја применува и програмата за откуп на корпоративни обврзници (Bond Funding for Growth Scheme-BGS) со рочност од 3-10 години, во вкупен износ од 300 милијарди форинти. Целта на оваа програма, која е слична на програмата на ЕЦБ, е диверзификација на финансирањето на домашниот корпоративен сектор. Вишокот на ликвидност креиран преку откупот на обврзници банките ќе може да го пласираат во преференцијални депозити, на коишто се применува основната каматна стапка.

Монетарни инструменти (состојби на крај на месец)



Финансирање на корпоративен сектор (% од БДП)



Извор: Централна банка на Унгарија www.mnb.hu

¹¹ Оваа стапка се применува за надомест на задолжителната резерва и е еднаква со каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ. Воедно референтната каматна стапка се применува и на преференцијалните депозити преку ноќ.

¹² Преминот на оваа каматна стапка во негативна вредност беше во март 2016 година.

¹³ Со оглед на прекинувањето на МЛС (Market-based Lending Scheme) на крајот на 2018 година, преференцијалните депозити се расположливи за банките коишто учествуваат во програмата Финансирање за раст (FGS Fix), заради неутрализирање на краткорочниот вишок ликвидност.

¹⁴ Во првата половина од годината, банките имаат искористено 175 милијарди форинти од вкупниот планиран износ на програмата од 1.000 милијарди форинти, а резултатите од анкетата за кредитна активност упатуваат на очекувања за продолжување на високиот интерес на малите и средните компании за овој тип на кредити.

2.3. Полска – солиден раст на економската активност и непроменети монетарни услови

Макроекономско окружување

И покрај умереното забавување на економската експанзија¹⁵, полската економија на почетокот од 2019 година ги надмина пазарните очекувања остварувајќи годишен раст на **БДП** од 4,6% за првиот квартал од годината. Позитивните движења на пазарот на труд (при континуиран пад на невработеноста на 5,6% во април и растечките плати) и оптимизмот на домаќинствата продолжија да ја поттикнуваат личната потрошувачка, а солиден раст забележаа и фиксните инвестиции (8,6% во првиот квартал од годината), поддржани од ниските каматни стапки, солидниот кредитен раст (8,3% во април) и натамошна, иако поумерена, апсорпција на средства од фондовите на ЕУ. Послабиот глобален раст и намалената доверба на корпоративниот сектор не се одразија на индустриското производство кое растеше со 9,2% во април (наспроти просекот од 5% во 2018 година) и **надворешнотрговската размена**, коишто исто така имаа позитивен придонес кон растот. Во фискалната сфера, и покрај планираното зголемување на социјалните трансфери поврзано со реформата во програма-та 500+¹⁶, поволната економска клима овозможува солидна наплата на даночни приходи, поради што во 2019 година се очекува **буџетски дефицит** од околу 1,4% од БДП. За задржување на фискалната состојба беше најавена и реформа во пензискиот систем којашто ќе започне со примена од 2020 година и чијшто еднократен фискален ефект се проценува на околу 24 милијарди злоти¹⁷. **Инфлацијата** се зголемуваше како последица од растот на цената на нафтата и храната, и во мај достигна 2,4%, задржувајќи се во рамки на таргетот на централната банка (2,5% +/- 1 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во очекување инфлациските притисоци поврзани со високата искористеност на ресурсите во економијата, најавеното фискално олеснување и нагорната динамика на платите да се неутрализираат со забавувањето на економскиот раст на среден рок, во првата половина од годината, централната банка на Полска ја задржа каматната стапка (на благајничките записи со рочност од една недела) на истото, најниско ниво, од 1,5%. Согласно со најавите на монетарната власт, тековната поставеност на каматните стапки е погодна за задржување на одржливата патека на раст на полската економија и макроекономската стабилност, поради што не се очекуваат промени во монетарните услови во наредните неколку квартали. Во анализираниот период, вишокот ликвидност оваа централна банка главно го повлекуваше преку благајничките записи, чијашто состојба умерено се намали главно поради повлекувањето на ликвидни средства од автономните текови. Воедно, централната банка повремено спроведуваше операции за фино регулирање на ликвидноста заради одржување на пазарната каматна стапка на стабилно ниво.

Изгледите за натамошен раст на економијата и потврдата на кредитниот рејтинг на земјата во март ја засилија довербата на инвеститорите, што доведе до запирање на надолната динамика на вредноста на полската злота, којашто на крајот на полугодието имаше повисока вредност за 0,9% во однос на крајот на 2018 година.

Инфлација и основна каматна стапка



Извор: Централна банка на Полска (www.nbp.pl)

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Полска (www.nbp.pl)

¹⁵ Во 2018 година економијата порасна за 5,1%.

¹⁶ Реформата на програмата 500+ вклучува исплата на надомест и за првородено дете (до сега надомест од 500 злоти користеа семејствата со месечен приход до 800 злоти (184 евра) за секое второ и наредно дете до 18 годишна возраст) и ќе започне со примена од 1 јули 2019 година. Буџетските расходи за оваа намена се проценуваат на повисоко ниво за околу 50% во однос на 2018 година.

¹⁷ Реформата во пензискиот систем вклучува трансфер на средствата од вториот задолжителен столб кон третиот доброволен пензиски столб. Предвидено е овој трансфер да се оданочува со 15%, а за сметка на тоа пензионерите ќе бидат ослободени од плаќање данок по пензионирањето. Извор: <https://emerging-europe.com/voices/polands-latest-pension-reform-is-good-for-the-government-bad-for-savers/>.

2.4. Романија – солиден раст, инфлациски притисоци и непроменета монетарна политика

Макроекономско окружување

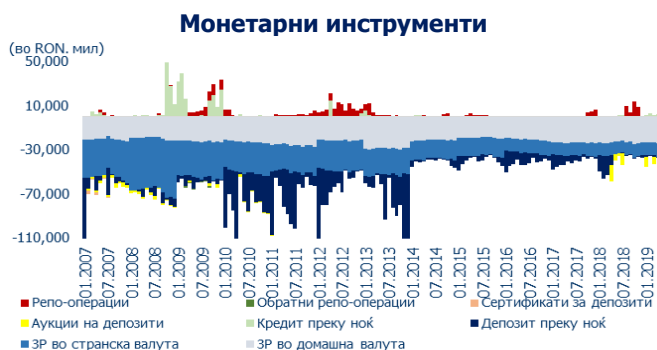
И покрај очекувањата за забавување на активоста во 2019 година, годишниот раст на **БДП** за првиот квартал (4,7%) ги надмина пазарните очекувања, овозможувајќи Романија и натаму да биде во групата земји со највисок раст во ЕУ. Главен двигател на растот беше приватната потрошувачка, поддржана од двоцифрениот раст на платите, рекордно ниската невработеност (3,9% во мај) и солидната **кредитна поддршка** (новоодобрените кредити на домаќинствата беа повисоки за 8,1% во март на годишна основа), а солиден придонес имаа и инвестициите, финансирани со средства од фондовите на ЕУ. Домашната побарувачка, во комбинација со повисоките цени на хранбените производи (под влијание на глобални фактори) и на дел од услугите¹⁸, влијаеја за нагорна динамика на **инфлацијата** (4,1% во мај) којашто ја надмина таргетираната зона (2,5% +/- 1 п.п.). Во услови на послаба побарувачка од ЕУ, засилената домашна потрошувачка влијаеше и за проширување на дефицитот во **тековната сметка**, којшто е и еден од главните ризици за идниот економски раст. Лошата наплата на даночните приходи и засилената јавна потрошувачка непосредно пред претседателските и парламентарните избори во ноември 2019 и во 2020 година придонесоа за највисок **буџетски дефицит** меѓу земјите од ЕУ во првиот квартал од годината (4,5% од БДП)¹⁹.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Романија, и покрај релативно високата инфлација, во првата половина на годината ги задржа каматните стапки на непроменето ниво: основната каматна стапка на репо-операциите за креирање ликвидност со рочност од 7 дена изнесува 2,5%, додека каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ 1,5% и 3,0%, соодветно. Најголем дел од вишокот ликвидност и натаму го повлекуваше преку задолжителната резерва, којашто во просек учествува со околу 90% од вкупниот износ на инструментите. Интензивното трошење на државата и намалувањето на состојбата на ДХВ на крајот на април, придонесоа за дополнителен раст на ликвидноста, поради што банките немаа интерес на редовните репо-операции за креирање ликвидност, а краткорочните ликвидносни потреби ги задоволуваа со расположливиот кредит преку ноќ. Во анализираниот период, централната банка изврши редовна ревизија на стапките на надомест на задолжителната резерва согласно со нивото на каматните стапки на депозитите по видување кај домашните деловни банки, одредувајќи ги на ниво од 0,15% за задолжителната резерва во домашна валута, 0,13% за делот којшто се исполнува во долари, а за задолжителната резерва во евра е непроменета, 0,01%. Воведувањето на новиот данок на банкарската актива²⁰ влијаеше за зголемена побарувачка за ликвидност на пазарот на пари и имаше неповолни ефекти на берзанските цени и вредноста на домашната валута во јануари, којашто за една недела депрецираше за околу 2%²¹. По измените во данокот на банките, во мај беше воведена нова референтна стапка за кредити на население (англ. reference index for consumer credits-IRCC) којашто го замени дотогашниот тримесечниот РОБОР и се пресметува квартално, како аритметичка средина од дневните реализирани стапки на пазарот на пари во изминатиот квартал (тековно 2,36%). Оваа стапка банките имаат обврска да ја применуваат при одредување на варијабилните каматни стапки на кредитите.



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



¹⁸ По воведувањето на данокот од 3% на прометот на телекомуникацискиот сектор, компаниите ги зголемија цените на овие услуги.

¹⁹ Реформите во пензискиот систем коишто ќе започнат во септември 2019 година, дополнително ќе го влошат буџетското салдо, со што се зголемува ризикот Романија да влезе во Процедурата на ЕК за прекумерен буџетски дефицит.

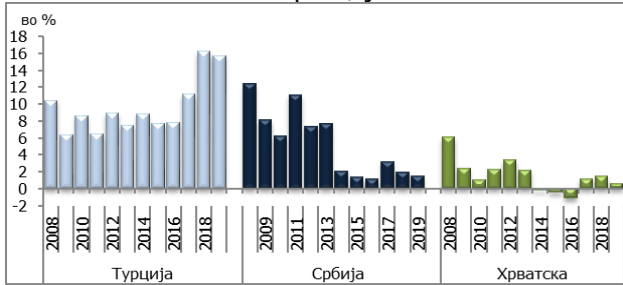
²⁰ Данокот се применува од 1 јануари, а даночните стапки (коишто беа поврзани со котираните каматни стапки РОБОР со рочност 3 и 6 месеци, како референтни за кредитните производи на банките), се движеа од 0% (за просечна вредност на котациите до 1,5%) до 0,9% ако РОБОР има просечна вредност помеѓу 3% и 3,5%. Во март, со оглед на острата пазарна реакција, даночните стапки беа одредени врз основа на пазарното учество на банката (0,4% за банки со учество од најмалку 1% и 0,2% за банки со учество помало од 1%), а беа воведени и други олеснувања: изземање на ДХВ, средствата кај ЦБ, готовината и државните заеми од основата за оданочување и воведување можност данокот да не се плати доколку банките го зголемат кредитирањето на приватниот сектор за 8% во текот на годината или ја намалат каматната маргина. Извор: www.bloomberg.com и <https://home.kpmg/ro/en/home/insights/2019/04/tax-financial-assets.html>

²¹ До крајот на полугодieto, со оглед на неизвесноста околу идниот економски раст, валутата ја продолжи генерално надолната динамика, и беше пониска за 1,7% во однос на крајот на 2018 година.

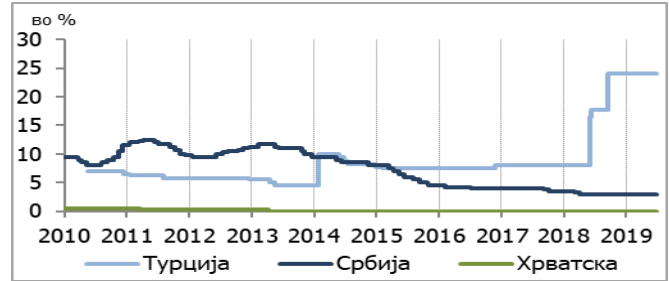
3. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

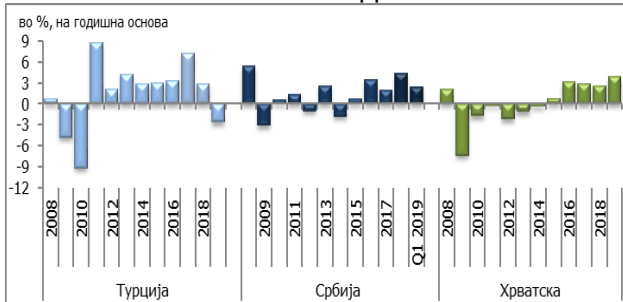
Инфлација



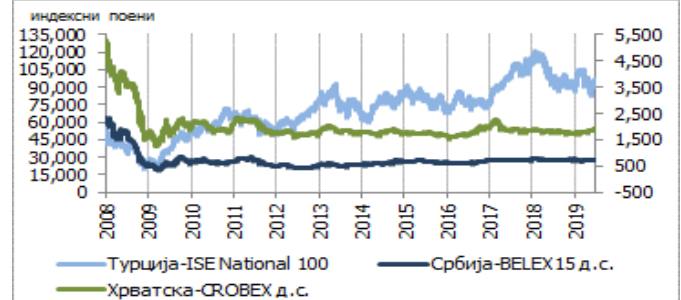
Основни каматни стапки



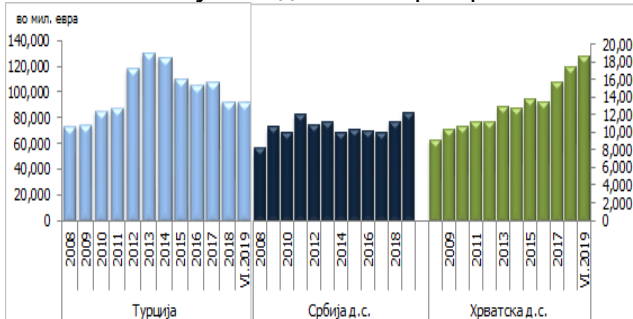
Раст на БДП



Берзански индекси



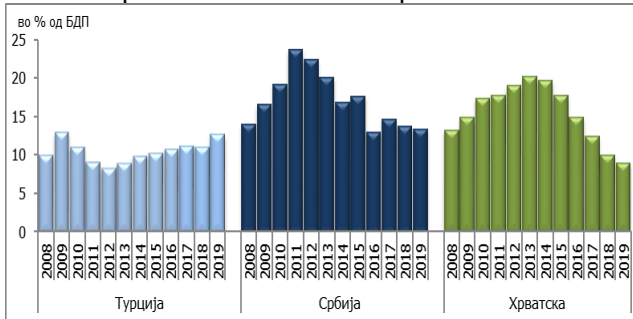
Состојба на девизните резерви



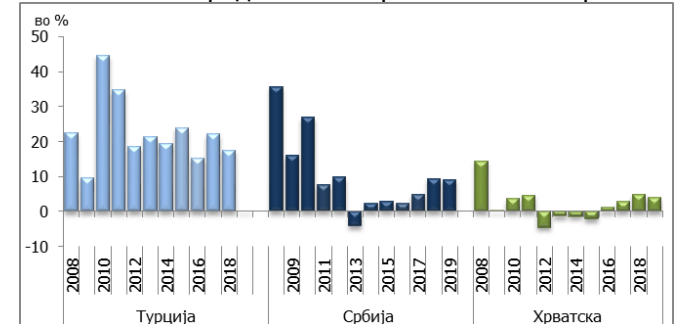
Номинален девизен курс во однос на еврото



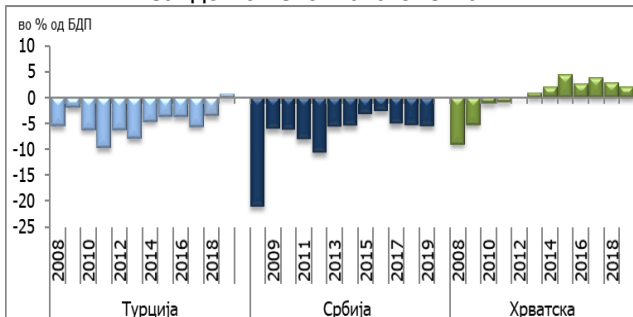
Просечна стапка на невработеност



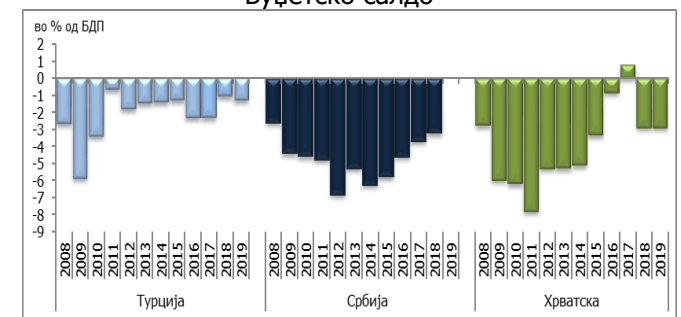
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2019 се проекции за целата година.

*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2019 се проекции за целата година.

3.1. Турција – висока инфлација и затегната монетарна политика

Макроекономско окружување

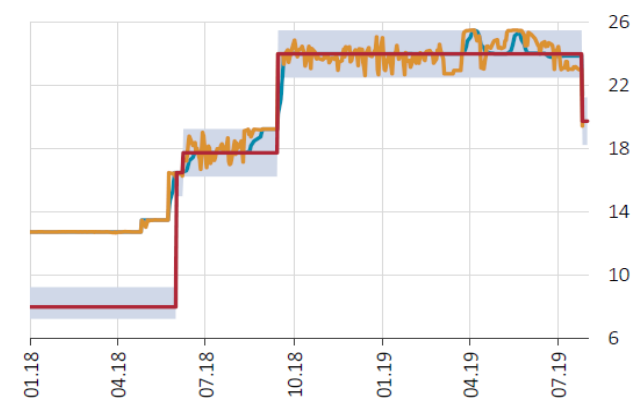
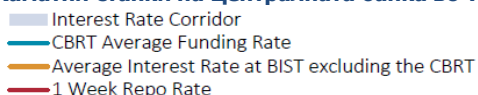
Високата **депрецијација** на лирата во 2018 година (од 33%) и на почетокот на 2019 година (8,4%), којашто беше поттикната од политичката неизвесност во земјата и геополитичките тензии, придонесе за затегнување на условите на финансирање, силен пад на домашната побарувачка и **намалување на турската економија** од 2,6% во првиот квартал од 2019 година²². Значителното намалување на домашната побарувачка беше предводено од личната потрошувачка, со оглед на растот на **невработеноста**, затегнувањето на условите за финансирање и намалување на реалниот доход при сè уште висока **инфлација** (иако имаше умерен надолен тренд, во првите шест месеци од годината инфлацијата во просек изнесуваше 18,9% и беше значително над целните 5%). **Кредитирањето на приватниот сектор** во првата половина на годината значително забави, така што на крајот на јуни годишната стапка на раст се сведе блиску до 0%. Ваквиот тренд беше главно детерминиран од намалувањето на состојбата на кредитите одобрени на корпоративниот сектор (-5%), а надолен тренд иако со поумерена динамика имаа и кредитите на домаќинствата (коишто се зголемија за околу 1%).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во анализираниот период, со оглед на изразените ризици коишто произлегуваа од високата инфлација во земјата, централната банка на Турција ја задржа основната каматна стапка (којашто се применува на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност) на непроменето ниво од 24%. Сепак, со оглед на променливите движења на домашните финансиски пазари монетарната власт во неколку наврати направи промени во сетот монетарни инструменти, и тоа: 1) ги стопира еднонеделните репо-аукции во периодот од 25 март до 8 април и од 10 до 21 мај, кога потребната ликвидност за банките ја обезбедуваше единствено преку расположливите кредити преку ноќ на кои се применува највисоката каматна стапка (25,5%); 2) ги намали стапките на задолжителна резерва во домашна валута за 1 п.п. за депозитите со рочност до една година и за останатите обврски со рочност до три години и за 0,5 п.п. за сите останати типови на обврски и ги зголеми стапките за задолжителна резерва во девизи за 3 п.п. за сите рочности; 3) ги запре аукциите на девизни депозити и ја зголеми понудата на аукциите за продажба на девизни термински трансакции, без испорака со кои се влијае кон идната вредност на лирата; и 4) воведо репо-операции за креирање ликвидност преку ноќ на примарните дилери по каматна стапка пониска за 1 п.п. од основната каматна стапка. Износот на овие операции за одделните примарни дилери е поврзан со прирастот на портфолиото на државни хартии од вредност од страна на примарните дилери.

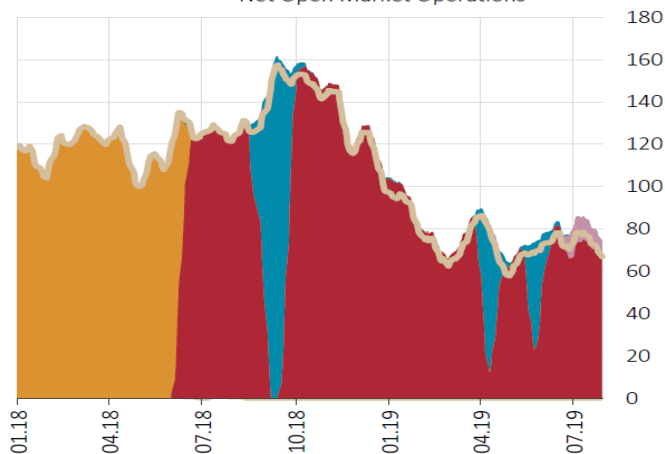
Преземените мерки овозможија смирување на притисоците на финансиските пазари, што заедно со умерениот надолен тренд на инфлацијата во јуни, овозможи во јули централната банка (на чело со новиот гувернер) да ја намали каматната стапка за 4,25 п.п., на ниво од 19,75%.

Каматни стапки на Централната банка во Турција



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

Монетарни инструменти



²² Во последниот квартал од 2018 година турската економија се намали за 3% на годишна основа, што влијаеше за најнизок раст (од 2,8%) во последните шест години. Намалувањето на БДП и во првиот квартал од 2019 година упатува на изгледите за навлегување на турската економија во рецесија.

3.2. Хрватска – солиден раст, експанзивна монетарна политика и интервенции за откуп на девизи

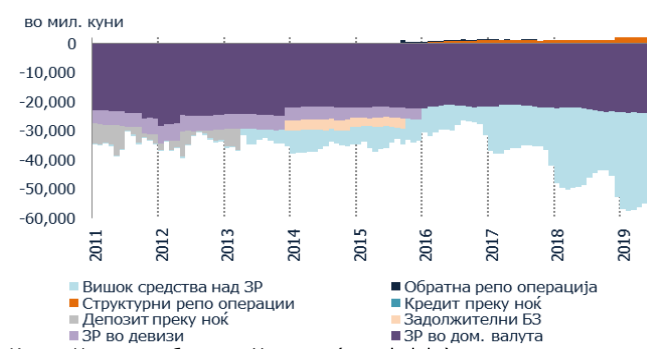
Макроекономско окружување

Хрватска во првиот квартал од годината забележа највисок **економски раст** (3,9% на годишна основа) од крајот на 2016 година наваму. Забрзувањето на растот е резултат на засилената личната потрошувачка, чие интензивирање беше поттикнато од солидниот раст на платите и силната кредитна активност. Инвестициската потрошувачка исто така даде дополнителен импулс кон економскиот раст, за што сведочи високиот годишен раст од 11,5%, поддржан од кредитирањето на корпоративниот сектор и користењето на структурните фондови на ЕУ. На годишно ниво, вкупните **кредитни пласмани** имаат нагорна динамика и заклучно со мај се повисоки за 6,8% на годишна основа, за што главен двигател е кредитирањето на населението, претежно со потрошувачки кредити. И покрај тоа што потрошувачките кредити се одобруваат главно во домашна валута и по фиксна каматна стапка, а со оглед на ризиците коишто произлегуваат од засиленiot раст на овие кредити во последните две години, централната банка во февруари на банките им даде Препораки за постапување при одобрување на потрошувачки кредити на домаќинствата²³. Од почетокот на годината на домашниот пазар на хартии од вредност, со оглед на високото ниво на ликвидност и ниските каматни стапки, Министерството за финансии издаваше долгорочни хартии од вредност во домашна валута и валутна клаузула. На меѓународните пазари беше издадена 10-годишна еврообврзница во износ од 1,5 милијарди евра по купонска каматна стапка од 1,32%, заради обезбедување на средства за исплата на доларска еврообврзница која достасува во ноември. **Инфлацијата** во првата половина на годината генерално имаше стабилна динамика (во просек 0,6% колку што изнесуваше и во јуни).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Хрватска продолжи да спроведува експанзивна монетарна политика преку одржување висока ликвидност на банките во домашна валута на високо ниво. Имено, од сетот монетарни инструменти, централната банка и натаму за повлекување на ликвидноста ја користеше само задолжителната резерва во домашна валута, а вишокот средства над оваа обврска банките и натаму го одржуваа на сметките кај централната банка. Во однос на динамиката, вишокот средства на банките бележеше пораст до февруари кога се интервенира на девизниот пазар за откуп на 450,3 милиони евра, заради спречување на апрецијациските притисоци на куната во услови на пораст на пласманите на банките во државни хартии од вредност со валутна клаузула. Во преостанатиот период, до крајот на јуни ликвидноста умерено се намали, поради повлекувањето ликвидни средства од страна на државата, растот на задолжителна резерва во куни и сезонскиот раст на готовите пари во оптек. Високата ликвидност во банкарскиот систем влијаеше за отсуство на тргување на меѓубанкарскиот пазар на депозити и во првиот квартал од годината. Во април 2019 година, по пауза од осум месеци, на меѓубанкарскиот пазар на необезбедени депозити банките склучија три трансакции со рочност преку ноќ, при што просечната каматна стапка за првпат имаше негативна вредност од -0,24%. Централната банка и во 2019 година ги спроведуваше редовните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од седум дена, но поради високата ликвидност, пазарните учесници немаа интерес за овие операции, со што состојбата на овој инструмент се задржа на непроменето ниво.

Монетарни инструменти



Интервенции на девизен пазар и номинален девизен курс на куната



²³ Согласно со препораките, при одобрување на потрошувачките кредити и утврдување на кредитната способност на барателите на кредити, банките треба: да ги замаат предвид минималните трошоци за живот, да воспостават единствена евиденција на сите потрошувачки кредити и да ги следат индикаторите за кредитната способност и задолженост на корисниците на кредити.

3.3. Србија – солидни економски индикатори и експанзивна монетарна политика

Макроекономско окружување

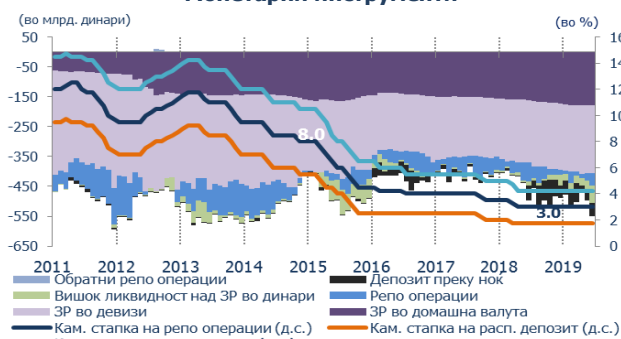
Српската економија на почетокот на годината умерено забави (од 4,3% во 2018 година, на 2,5% во кв. 1.2019 година), главно поради послабот екстерен сектор, со оглед дека и натаму стабилен позитивен придонес имаше домашната потрошувачка. И во анализираниот период главно поради позитивните изгледи за економијата, нето-приливите на **СДИ** беа релативно високи (во првите пет месеци од годината достигнаа околу 1,4 милијарди евра, остварувајќи раст од 14,6% на годишна основа). Поволните трендови во економијата се одразија и врз буџетот, каде што во првата половина од годината, и покрај интензивираниот капитални расходи беше реализиран **суфицит** од 0,4% од БДП, што овозможи натамошно намалување на **јавниот долг** на 51,4% од БДП во јуни 2019 година. Во јуни 2019 година, на меѓународните пазари Србија успешно ја издаде првата државна обврзница деноминирана во евра во вкупен износ од 1 милијада евра со рочност од 10 години и купонска камата од 1,5%. Средствата беа искористени за предвремен откуп на доларски евро-обврзници во износ од 700 милиони долари и 400 милиони долари, коишто достасуваат во 2020 година и 2021 година, а се издадени по купонски каматни стапки од 4,875% и 7,250%, соодветно. Одржливиот економски раст, поволните движења на пазарот на труд и олеснувањето на кредитните услови, придонесоа за задржување на стабилниот **кредитен раст** (9,8% во мај), кој освен кон домаќинствата (11,2%), беше насочен и кон корпоративниот сектор (раст на кредитирањето за 8,3%). **Инфлацијата** генерално се движеше под целното ниво и во јуни се сведе на долната граница на таргетот (3% со дозволени флукутации од +/-1,5 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во првата половина на 2019 година централната банка на Србија оцени дека поставеноста на монетарната политика е соодветна при што основната каматна стапка (на еднонеделни репо-операции за повлекување ликвидност) ја задржа на непроменето ниво од 3%²⁴. На аукциите на репо-операциите за повлекување ликвидност на кои се применува тендер со максимална каматна стапка, реализираната каматна стапка изнесуваше околу 1,83%, ниво коешто е блиску до долната граница од коридорот на каматни стапки (дефиниран со ширина од +/-1,5 п.п. во однос на основната каматна стапка од 3%). Реализираниот износ на овие операции, коишто сепак имаат релативно ниска застапеност во вкупните монетарни инструменти, во анализираниот период постепено се намали, главно поради повлекувањето средства од страна на државата и релативно нискиот износ на достасани ДХВ во домашна валута во првите два месеца од годината. Во такви околности, и заради обезбедување на потребната ликвидност на крајот на јануарскиот период на задолжителна резерва, централната банка почна да спроведува девизни своп-трансакции за обезбедување на ликвидност во домашна валута, со рочност од две недели. До крајот на првата половина од годината, централната банка одржа уште шест аукции на девизни своп-трансакции, на крајот на периодите на задолжителна резерва, што овозможи стабилна динамика на пазарните каматни стапки.

Повисоката понуда на девизи во економијата, којашто во значителен дел се поврзува и со зголемиот интерес на странските инвеститори за вложување во долгорочни динарски државни обврзници, придонесе централната банка на Србија да биде присутна со интервенции за откуп на вишокот девизи. Притоа, во првите шест месеци од годината беа откупени 1.215 милиони евра, од кои 735 милиони евра беа реализирани само во јуни, што претставува највисок износ на месечна интервенција.

Монетарни инструменти



Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс на динарот



²⁴ Во јуни 2019 година референтната каматна стапка беше намалена за 0,25 п.п. на ниво од 2,75%, што главно беше аргументирано со сè поизвесните изгледи за дополнително олабавување на монетарната политика од страна на водечките централни банки во следниот период.