

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 2024 година)

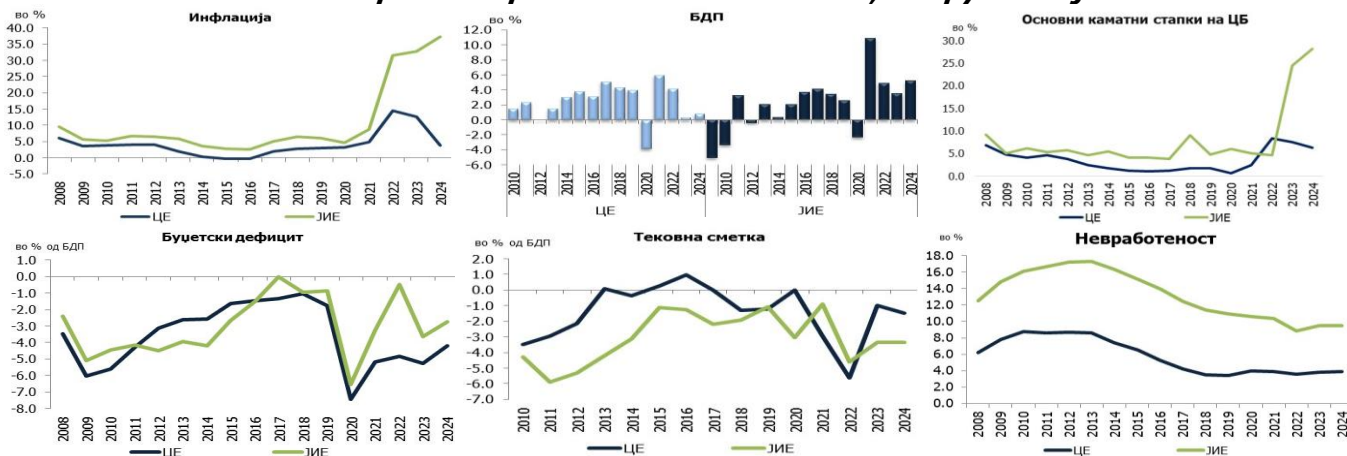
Дирекција за операции на финансиските пазари

август 2024 година

Вовед

Условите во домашното и меѓународното окружување во кои земјите ја водеа монетарната политика во првата половина од 2024 година сè повеќе ги поттикнуваа разговорите за тоа кога треба да се започне и со кое темпо треба да се спроведува олабавувањето на монетарните услови. Ваквите одлуки бараа внимателно разгледување на сите достапни информации и податоци, анализи на инфлациските трендови и монетарната трансмисија, со цел монетарното олеснување да не дојде прерано или да не се продолжи со пребрзо намалување на каматните стапки и со тоа да се загрози натамошното намалување на инфлацијата и стремежот кон приближување до целта на централната банка. И покрај постојаните геополитички ризици, ценовните движења се стабилизираат на глобално ниво. Поголемиот дел од централните банки предвидуваа дека инфлацијата во нивните земји ќе се врати во рамките на целниот опсег на толеранција во втората половина од оваа година или во првиот квартал наредната година, со оглед на намалувањето на инфлациските притисоци и ефектите од рестриктивните монетарни услови. Сепак, базичната инфлација, која продолжи да се движи над основната инфлација (главно поради ограничените услови на пазарот на трудот и растот на платите) наметнува претпазливост во еврозоната и САД. Ова е причината поради која ЕЦБ го одложи намалувањето на каматните стапки до јуни, а ФЕД сè уште не ги промени монетарните услови. Очекуваното повисоко ниво на каматните стапки во САД подолг временски период и очекувањата за поумерено намалување на каматните стапки од страна на ЕЦБ влијаат на можностите за управување со монетарната политика во економиите во развој. Во регионот на **Централна и Југоисточна Европа, централните банки на Чешка и Унгарија** продолжија со циклусот на намалување на каматните стапки отпочнат при крајот на 2023 година, а врз интензитетот на намалување, освен макроекономските основи на домашната економија и глобалните случувања, влијание имаа и перцепцијата и пристапот во однос на водењето на монетарната политика на одделните централни банки. Така, **централната банка на Унгарија**, освен што поагресивно ги намали каматните стапки, дополнително го поедностави сетот монетарни инструменти за повлекување ликвидност во домашна валута. **Централната банка на Полска**, по двократното намалување на каматните стапки во септември и октомври претходната година, оцени дека тековното ниво е соодветно за постигнување на целната инфлација на среден рок. **Централната банка на Романија**, чијашто инфлација во анализираниот период е највисока помеѓу земјите во регионот и ја надминува целната инфлација, исто така ги задржа каматните стапки непроменети. Претпазливоста во однос на монетарната политика беше карактеристична и за **централната банка на Србија**, којашто ги олабави монетарните услови во јуни. **Централната банка на Турција**, и по смената на гувернерот, продолжи со монетарното затегнување преку раст на каматните стапки, а во исто време преземаше мерки за зголемување на ефикасноста на трансмисијскиот механизам.

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. **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија и Романија; **ЈИЕ:** Србија и Турција.

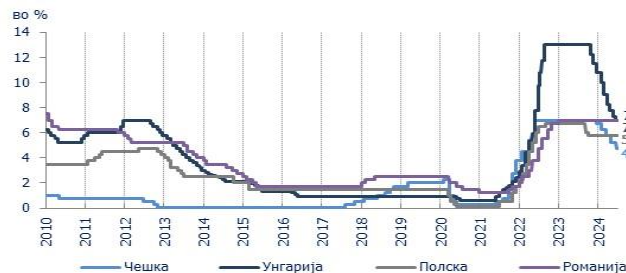
1. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

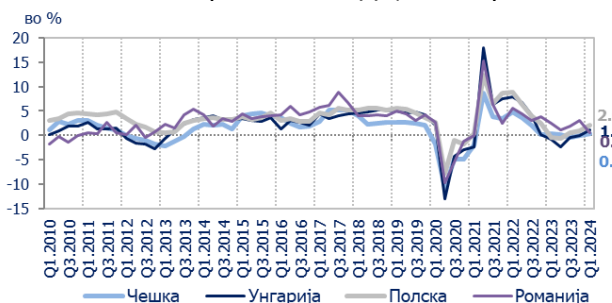
Годишна промена на инфлацијата, по месеци



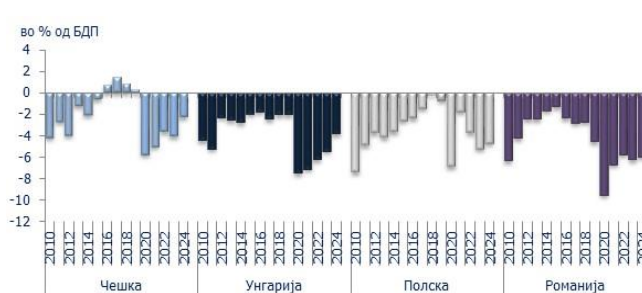
Основни каматни стапки на ЦБ



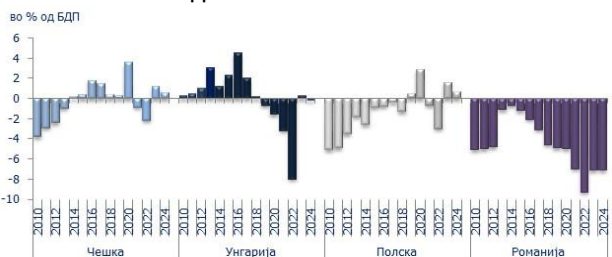
Годишна промена на БДП, по квартали



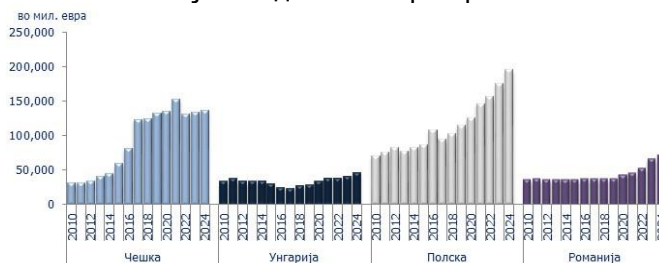
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



* Извор: базата на податоци на ММФ. Податокот за 2024 година е проекција на ММФ.

Макроекономско окружување во земјите од Централна Европа

Ризиците околу домашната и глобалната дезинфлација, променливото расположение на меѓународните инвеститори и очекуваните каматни политики на водечките централни банки налагаа внимателен и трпелив пристап кон монетарната политика во **земјите од Централна Европа**. И додека инфлацијата продолжи да се намалува и речиси во сите земји (со исклучок на Романија) се движеше во рамките на целната инфлација на централните банки, а изгледите за економскиот раст останаа неизвесни (при раст на домашната побарувачка, која во голем дел од земјите и натаму е под претпандемичното ниво, забавен извоз заради ослабената економска активност во Европа, особено во Германија, променлива доверба на економските субјекти и ограничен простор за фискална експанзија)¹, пазарот на труд остана силен во сите земји и заедно со геополитичките случувања е главниот ризик за темпото на намалување на инфлацијата и нејзиното одржување околу целта на среден рок. Очекуваната дивергенција помеѓу монетарните политики на ФЕД и ЕЦБ и политичката ситуација на европскиот континент влијаеја на перцепцијата за ризик на пазарите во земјите од регионот и се одрази врз нивните валути, коишто во најголем дел од анализираниите земји (освен во Полска) загубија дел од својата вредност.

¹ Покрај Романија, којашто е под процедура за прекумерен буџетски дефицит, Европската комисија препорачува процедурата да се започне и за Унгарија и Полска, што би значело дека земјите во наредните четири или седум години треба да се обврзат на фискална консолидација и сведување на буџетскиот дефицит на 3% од БДП.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

1.1 Чешка

Во првата половина од годината, централната банка на Чешка² го продолжи циклусот на намалување на каматните стапки отпочнат во декември 2023 година. Последователното четирикратно намалување на основната каматна стапка (којашто се применува на двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност) за вкупно 2,00 п.п., до нивото од 4,75%, ги надмина очекувањата на пазарните учесници, коишто интензитетот на намалување на каматните стапки го оценија како пресилен. Истовремено, во ист обем беа намалени и каматните стапки на расположливите депозити и на кредитите преку ноќ, на 3,75% и 5,75%, соодветно. Намалувањето на каматните стапки беше одраз на достигнувањето на целната инфлација во февруари³ и нејзиното одржување во рамки на целната инфлација во наредните месеци, како и умерената економска активност (при сè уште слаба потрошувачка на домаќинствата, пониска за околу 7% од нивоата пред здравствената криза и намалена инвестициска активност, која на почетокот од годината го забележа историски највисокиот пад од околу 8% на годишно ниво), којашто и натаму се одржува под потенцијалот за раст на економијата⁴. Сепак, според изјавите на претставници од централната банка, **монетарната политика и натаму е затегната** и борбата со инфлацијата не е завршена, затоа што и покрај изразеното намалување, реалните каматни стапки остануваат во позитивната зона, а рестриктивниот карактер на монетарната политика ќе се задржи сè додека инфлацијата не се стабилизира на 2,0% на долг рок. Централната банка продолжи да ја спроведува монетарната политика во услови на структурен вишок на ликвидност во банкарскиот систем, кој во најголем дел (околу 96%) беше повлечен преку **двонеделните репо-операции**, чијашто просечна состојба продолжи да се зголемува. На овие аукции се применува тендер со максимална каматна стапка еднаква на основната каматна стапка, при што просечната остварена каматна стапка и натаму е на ниво на максималната стапка. Солидната ликвидносна позиција во финансискиот систем беше причина и за отсуство на побарувачка на **двонеделните репо-аукции за креирање ликвидност**, на кои освен банките право на учество имаат и останатите финансиски институции (осигурителни компании, пензиски фондови и друштва за управување). Овие операции се спроведуваат на редовна неделна основа, преку тендер со износи, неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната каматна стапка + 1 п.п. за банките и + 2 п.п. за останатите финансиски институции. Намалувањето на монетарните каматни стапки брзо се пренесе и на **пазарот на пари**, каде што каматните стапки го следеа трендот на основната каматна стапка (котираната каматна стапка за заемите до две недели се движеше околу основната каматна стапка и на крајот од полугодieto во просек изнесуваше околу 4,54%), а наклонот на кривата на принос на пазарот на пари е негативен.

Монетарни инструменти



Извор: централната банка на Чешка (www.cnb.cz).

Девизен курс и интервенции на ЦБ



Умерен раст, во просек од околу 0,7 п.п., забележаа и приносите на **домашните државни хартии од вредност на примарниот пазар**, за што влијание покрај макроекономските движења во земјите од овој регион, имаше и комуникацијата на ЕЦБ и ФЕД во врска со почетокот на циклусот на

² Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

³ Во септември 2022 година, инфлацијата се намали од 18% на 2% во февруари 2024 година, а просечната годишна стапка на инфлација во првата половина од годината изнесуваше 2,3% и беше меѓу најниските во регионот.

⁴ Во првиот квартал од 2024 година, БДП порасна за околу 0,4% на годишна основа, но се очекува дека економијата нема да ги достигне нивоата на раст од пред 2020 година сè до втората половина на оваа година.

намалување на каматните стапки. Министерството за финансии продолжи со редовно задолжување⁵, а со цел намалување на ризикот од рефинансирање, продолжи со зголемување на рочноста на портфолиото. Така, учеството на хартиите од вредност со рочност над десет години се зголеми на 52,8% во март, од 23,4% во првиот квартал од 2023 година. Од аспект на инвеститорите, умерен раст на учеството во сопственичката структура на ДХВ забележаа банките (на 37%, од околу 33% во декември 2023 година), за сметка на намалувањето на учеството на нерезидентите (од 36% во декември 2023 година на 31% во јуни 2024 година), додека застапеноста на пензиските фондови (околу 13%), осигурителните компании (околу 6%) и физичките лица (околу 4%) беше релативно стабилна.

Постепеното стеснување на каматниот диференцијал во однос на еврозоната, којшто се очекува да се затвори до крајот на следната година, како и ревидираните очекувања за периодот на отпочнување и темпото на намалување на каматните стапки во САД, негативно се одразија на вредноста на домашната валута којашто продолжи да депрецира и во првата половина од годината, за околу 1,9%. Централната банка не интервенираше на девизниот пазар.

1.2. Унгарија

Во првата половина од годината, централната банка на Унгарија⁶ продолжи со циклусот на олабавување на монетарните услови отпочнат во октомври 2023 година. Имено, според оценките на Монетарниот совет, краткорочните изгледи за инфлацијата⁷ значајно се подобрија на почетокот од годината (при значителен пад на светските цени на нафтата во однос на очекувањата и намалени инфлациски очекувања), а макроекономските податоци упатуваат на закрепнување на економската активност (поттикната главно од потрошувачката на домаќинствата, при натамошен реален раст на платите). Исто така, девизните резерви се на историски највисоко ниво, салдото на тековната сметка постојано се подобрува, а дисциплинираната монетарна политика ги смирува инфлациските очекувања на економските субјекти (што позитивно се одразува на нивото на потрошувачките цени) и делува за подобрување на перцепцијата за ризик на земјата. Во такви околности, **централната банка, во шест последователни наврати, ја намали референтната каматна стапка за вкупно 3,75 п.п., до ниво од 7,00%, а сразмерно беа намалени и каматната стапка на расположливите депозити и кредити преку ноќ, така што на крајот од полугодието изнесуваа 6,00% и 8,00%, соодветно.** По големото намалување на каматните стапки⁸, на крајот од јуни централната банка изјави дека нестабилното окружување на меѓународните финансиски пазари, значајните геополитички тензии и инфлациските ризици (како последица од натамошниот силен реален раст на платите и релативно експанзивниот карактер на фискалната политика) налагаат внимателност и трпеливост при натамошното одредување на нивото на каматните стапки. Со цел зголемување на улогата и ефективност на основната каматна стапка во преносот на монетарните сигнали, централната банка продолжи со **поедноставување на монетарната рамка**, процес што првично беше започнат во октомври 2023 година. Имено, со оглед на тоа дека околу 70% од вишокот ликвидност во домашната валута е надоместен преку **задолжителната резерва**⁹, на којашто се плаќа надомест еднаков на референтната каматна стапка, улогата на долгорочните депозити (со рочност максимум од шест месеци¹⁰) во трансмисиjsкиот механизам значително се намали, поради што на крајот на јануари беше одлучено да се прекине употребата на овој инструмент. Централната банка продолжи да ги спроведува **девизните своп-трансакции** за креирање ликвидност во странска валута на редовна дневна основа и со фиксен износ, така што долната граница на каматните стапки служи како репер за каматната стапка којашто се плаќа на овие операции. На редовна неделна основа и натаму се спроведуваа **аукциите на седумдневните дисконтни записи**, преку тендер со износи и фиксна каматна стапка еднаква на

⁵ Нето-состојбата на ДХВ, збирно, во првите четири месеци од годината забележа раст од 104 милијарди чешки круни, што е околу една третина од планираниот раст (од 300 до 400 милијарди чешки круни) за 2024 година.

⁶ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаите на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

⁷ Просечната годишна стапка на инфлација во првите шест месеци изнесуваше 3,8% и се одржуваше во рамки на целната инфлација на централната банка, 3% +/-1 п.п..

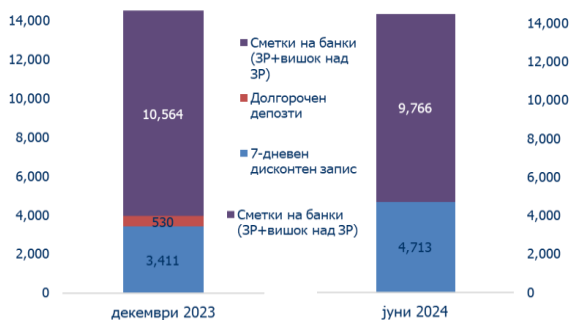
⁸ Збирно, од октомври 2023 до јуни 2024 година, каматните стапки се намалени за вкупно 5,25 п.п., но и натаму се значително повисоки од пред 2020 година, кога референтната каматна стапка изнесуваше 0,90%. На исто ниво беше и каматната стапка на расположливост кредит преку ноќ, а каматната стапка на расположливост депозит преку ноќ изнесуваше -0,05%.

⁹ Централната банка плаќа надомест на 7,5% од основната за задолжителна резерва, но и на вишокот средства на редовните сметки над обврската за задолжителна резерва.

¹⁰ Овој инструмент беше воведен во 2022 година заради поддршка на процесот на монетарно затегнување, преку апсорпција на ликвидни средства на подолг рок. Од неговото воведување до октомври 2023 година, се применуваше променлива каматна стапка, а од октомври до јануари, каматна стапка беше фиксна и еднаква со референтната каматна стапка.

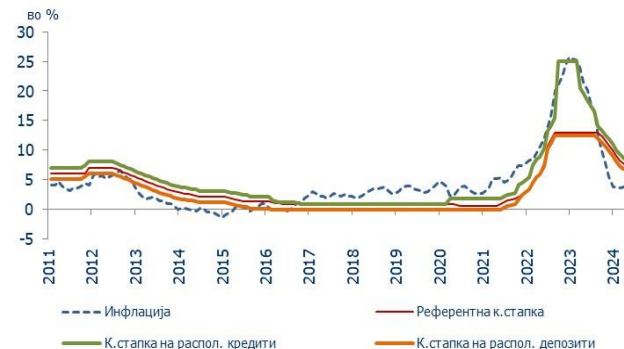
основната каматна стапка (пред октомври 2023 година централната банка ги одредуваше каматната стапка и планираната понуда во проспектоот, непосредно пред аукцијата).

Монетарни инструменти за повлекување ликвидност (состојби на крајот на месецот)



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

Распон на каматните стапки



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

Во првата половина од годината, унгарската форинта имаше најсилна депрецијација помеѓу земјите од регионот, за што покрај променливото инвестициско расположение, влијание имаа и случувањата во домашната економија. Имено, одлуката на Европскиот суд Унгарија да плати казна од 200 милиони евра и дополнително 1 евро секој ден (до исполнување на обврските) поради непочитување на одредбите од миграциската политика на ЕУ¹¹, како и предложените измени во Законот на централната банка, коишто се ризик за нејзината независност¹², силно се одразија на девизниот курс на форинтата во однос на еврото, кој во текот на полугодieto се зголеми за околу 3%.

1.3. Полска

По двократното намалување на каматните стапки во септември и октомври 2023 година, **во првата половина од 2024 година централната банка на Полска¹³ ги задржа истите монетарни услови.** Претпазливоста во однос на монетарната политика беше резултат на инфлациските притисоци¹⁴ коишто произлегуваа од затегнатите услови на пазарот на труд, при фрикциска невработеност и постојан реален раст на платите (кој се должи на растот на минималната плата и платите во јавниот сектор), кој го достигна историски највисокото ниво. Изгледите за инфлацијата беа под влијание и на очекуваниот раст на цените во втората половина од годината поради враќањето на ДДВ за одредени прехранбени производи на 3% (од 0%) во март и завршувањето на мерката за замрзнување на цените на гасот, електричната енергија и парното греење во јуни. Дополнителен фактор на ризик кој може да предизвика повисока побарувачка е и спроведувањето на најавените фискални мерки за зголемување на висината на социјалните надоместоци и воведувањето нови¹⁵, како и измената на владината програма за хипотекарно кредитирање,¹⁶ којашто влијае за висок раст на цените на недвижностите¹⁷. Имајќи ги предвид овие изгледи од домашното окружување, како и повторното разгорување на тензиите на Блискиот Исток, **централната банка ја задржа основната каматна стапка којашто се применува на благајничките записи со рочност од една недела на 5,75%, а непроменети беа и каматните стапки на расположливите депозити и кредити**

¹¹ Повеќе информации: <https://www.reuters.com/world/europe/eu-court-orders-hungary-pay-200-mln-euros-fine-over-immigration-policies-2024-06-13/>.

¹² Предложените измени ја зголемуваат улогата на надзорниот одбор (во кој мнозинството го сочинуваат членови избрани од владата) во донесувањето одлуки од страна на централната банка.

¹³ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаите на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

¹⁴ Годишната стапка на инфлацијата беше релативно стабилна во првата половина од годината и во просек изнесуваше 2,7%, што е второ најниско ниво (по Чешка) помеѓу анализираниите земји.

¹⁵ Спроведувањето на овие мерки е неизбежно поради ограниченото проширување на фискалната политика, особено во услови на зголемени јавни расходи за воени цели (проектирани на 4% од БДП во 2024 година), како и заради можното влегување на Полска во постапка за прекумерен буџетски дефицит.

¹⁶ Оваа програма беше воведена во јули 2023 и предвидено е да трае до 2027 година, наменета е за лица помлади од 45 години кои претходно не поседувале сопствен стан или кука и овозможува одобрување хипотекарен заем по фиксна каматна стапка од 2% за период од десет години. Поради големата побарувачка, од јули до декември 2023 година се искористи вкупниот лимит на средства за 2023 и 2024 година, поради што се направи дополнително олесување на условите (каматната стапка останува фиксна за период од десет години и ќе се движи од 0% до 1,5%, зависно од брачниот статус и бројот на деца) и која ќе стапи на сила наесен.

¹⁷ Во поголемите градови, цените на недвижностите во период помал од една година бележат раст од околу 20%.

преку ноќ, 5,25% и 6,25%, соодветно¹⁸. Во анализираниот период не беа направени измени во системот на задолжителната резерва, така што стапката на задолжителната резерва (којашто се применува на сите обврски) беше задржана на нивото од 3,5%, а стапката на надоместокот за задолжителната резерва е еднаква на основната каматна стапка. Централната банка и во анализираниот период ја спроведуваše монетарната политика во услови на структурен вишок ликвидност, којшто и натаму се зголемуваše поради повисоката буџетска потрошувачка за тековните расходи. Најголемиот дел од вишокот ликвидност (околу 60%) беше повлечен преку основниот инструмент, чијашто просечна состојба достигна ново, историски највисоко ниво.

Монетарни инструменти



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

Динамика на девизниот курс



Извор: „Блумберг“.

Полската злота беше меѓу ретките валути на пазарите во развој којашто ја продолжи апрецијацијата од претходната година. Очекувањата за задржување на каматните стапки на истото и на повисоко ниво во однос на земјите од регионот до крајот од годината, како и најавеното одблокирање на околу 18 милијарди евра од компензациските фондови на ЕУ¹⁹, го зголемија оптимизмот на инвеститорите, што влијаеше за зголемување на вредноста на злотата во однос на еврото за околу 0,8% во првото полугодие од 2024 година.

1.4. Романија

Во првата половина од годината, централната банка на Романија²⁰ продолжи да спроведува претпазлива монетарна политика²¹, а во услови на сè уште присутни инфлациски притисоци од домашното, но и надворешното окружување. Ризиците од домашното окружување главно произлегуваат од развојот на фискалната политика, којашто предизвика неизвесност и за идната динамика на економскиот раст, затоа што неспроведувањето на неопходните мерки за консолидација на буџетот го доведува во прашање користењето на средствата од компензациските фондови на ЕУ во наредните години²². Дополнителен ризик е и продолжувањето на владините мерки за ограничување на цените на одредени прехранбени производи, природниот гас и електричната енергија до крајот на годината²³ и очекуваното зголемување на цените по нивното завршување. Засилените инфлациски притисоци од домашното окружување, во комбинација со зголемената неизвесност поради геополитичките случувања и послабите економски остварувања во Европа, влијаеја инфлацијата во

¹⁸ На сите состаноци одржани во првата половина од годината, одредени членови на монетарниот совет се залагаа за зголемување на каматните стапки, затоа што според нив тековното ниво е ниско и не може да овозможи враќање на инфлацијата до нивото на целната инфлација на централната банка (2,5% +/- 1 п.п.) на среден рок. Според изјавите на гувернерот на централната банка, не се очекуваат дискусии за натамошно намалување на каматните стапки пред почетокот на 2025 година.

¹⁹ Најавата доаѓа по напорите на новоизбраната влада, која се залага за решавање на полската уставна криза (политички конфликт кој трае од 2015 година во кој полската влада е обвинета дека не го почитува европскиот и полскиот уставен закон).

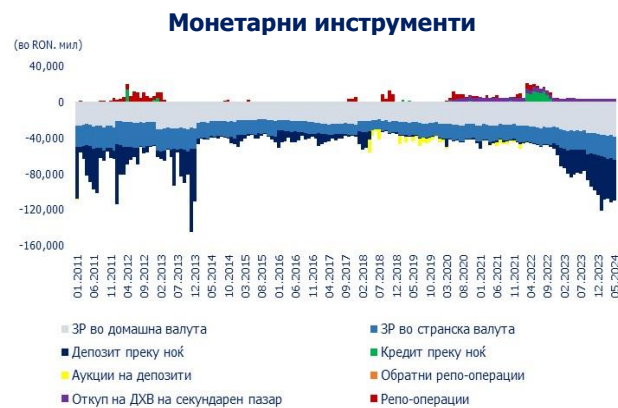
²⁰ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаите на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

²¹ Пазарните учесници очекуваа централната банка да го започне циклусот на намалување на каматните стапки при крајот на полугодие (мај - јуни).

²² И покрај тоа што од 2020 година Романија е под процедура за прекумерен буџетски дефицит, поради што беше обврзана да го сведе буџетскиот дефицит на 5% од БДП до 2024 година, засилената буџетска потрошувачка во февруари (при постојан раст на платите во јавниот сектор, усогласување на пензиите со инфлацијата, коешто се спроведува за првпат годинава, и најавеното ново зголемување во септември) која се очекува да продолжи до крајот на годината поради парламентарните избори во декември, воедно се очекува да придонесе за раст на буџетскиот дефицит на 6,9% од БДП во 2024 година (6,6% од БДП во 2023 година). Сведување на буџетскиот дефицит на 3% од БДП не се очекува пред 2027 година.

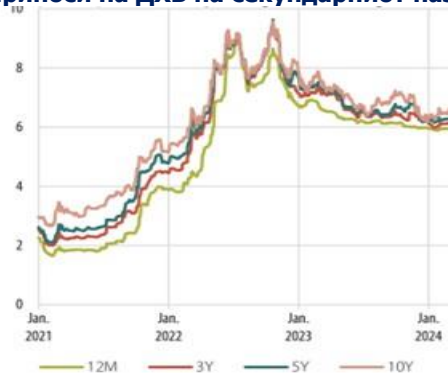
²³ Романија е една од ретките земји којашто и натаму ги продолжува мерките за ограничување на цените (коишто беа карактеристика за земјите во 2022 - 2023 година), што се поврзува главно со предизборниот период.

Романија (просечна годишна стапка од 6,2%)²⁴ да биде највисока помеѓу земјите во регионот во првата половина од годината. Во такви околности, **централната банка ја задржа непроменета референтната каматна стапка којашто се применува на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност, односно 7,00%, а непроменети беа и каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ, на ниво од 6,00% и 8,00%, соодветно.** На истото ниво беа задржани и **стапките на задолжителната резерва** за обврските во домашна и странска валута, коишто изнесуваа 8% и 5%, соодветно, за обврските со рочност до две години²⁵. Зголемената буџетска потрошувачка влијаеше за раст на ликвидноста во домашниот банкарски систем, така што централната банка и во анализираниот период го користеше **сетот монетарни инструменти за повлекување ликвидност од банкарскиот систем**. Банките го одржуваа најголемиот дел од вишокот ликвидни средства во расположливите депозити преку ноќ, чијашто просечна состојба и натаму растеше. Сolidната ликвидносна позиција во банкарскиот систем беше причина и за немањето интерес за **редовните седумдневни операции за креирање ликвидност во домашна валута**, коишто се спроведуваат преку тендер со неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната. Во анализираниот период банките немаа интерес ниту за **расположливите кредити преку ноќ**. Во услови на значителен вишок средства на пазарот на пари стерилизиран преку депозитите преку ноќ, краткорочните каматни стапки на меѓубанкарскиот пазар на необезбедените депозити и во анализираниот период се движеа околу долната граница на каматните стапки. Приносите на државните хартии од вредност имаа променлива динамика, а во услови на променливи очекувања на инвеститорите за идната поставеност на монетарната политика во САД, како и под влијание на политичките настани во Европа, коишто внесоа промени во расположението на глобалните финансиски пазари и во перцепцијата за ризик за инвестиции во земјите од регионот. Овие фактори ја предодредија и вредноста на домашна валута, романскиот леу, чијшто девизен курс, и покрај променливата динамика, на крајот од јуни во однос на еврото беше околу нивото од крајот на 2023 година.



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

Приноси на ДХВ на секундарниот пазар



Извор: Извештај за инфлацијата на ЦБ на Романија (www.bnr.ro)

²⁴ Во 2022 и 2023 година просечната годишна стапка на инфлација во Романија беше најниска помеѓу земјите од Централна и Југоисточна Европа.

²⁵ За обврските во домашна и странска валута над две години, стапката на задолжителна резерва изнесува 0%.

2. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

Инфлација (просечна годишна стапка)



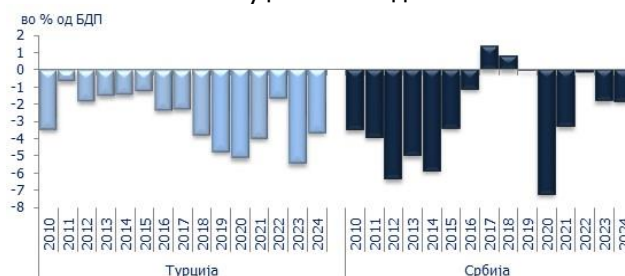
Основни каматни стапки



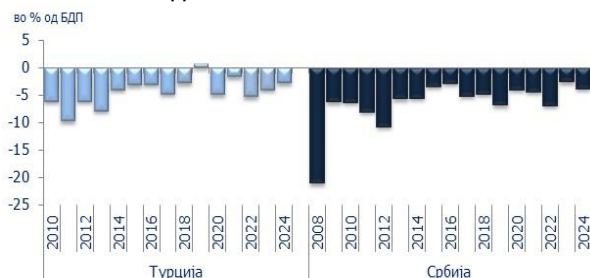
Годишна промена на БДП, по квартали



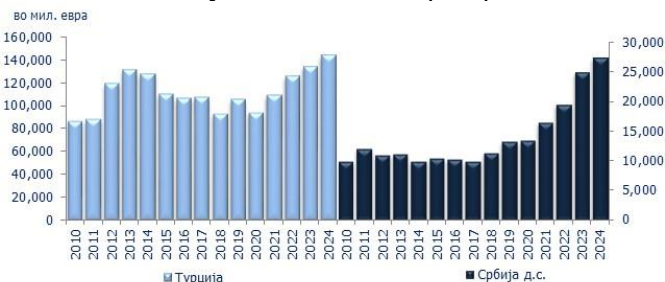
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



* Извор: базата на податоци на ММФ, податоците за 2024 година се проекции за целата година.

Макроекономско окружување во земјите од Југоисточна Европа

Економската активност во **Србија** се зголеми со посилено темпо во првиот квартал од годината (при годишен раст на БДП од 4,6%) во однос на последните три месеци од 2023 година и ги надмина пазарните очекувања. Движечка сила на растот и натаму е приватната потрошувачка, со оглед на тоа дека дезинфлацијата и двоцифрениот раст на платите го зголемија реалниот расположлив доход на домаќинствата. Позитивниот придонес од личната потрошувачка се очекува да се засили и во наредниот период, поради очекуваното олеснување на кредитните услови по намалувањето на монетарните каматни стапки во јуни. Исто така, и покрај првичните оценки за бавен раст поради слабите остварувања кај клучните европски партнери, индустријата покажува ветувачко ниво на активност, којашто исто така се очекува да го поддржи растот на економијата.

Економската активност во **Турција** покажува знаци на забавување (при годишен раст на БДП од 5,7% во првиот квартал од годината), додека нормализирањето на побарувачката продолжува да се одвива постепено. Инфлацијата и натаму се намалува, во услови на многу позаострена монетарна позиција на централната банка. Сепак, високите инфлациски очекувања и фискалната експанзија остануваат главните предизвици за изгледите за инфлација. Изјавите на централната банка дека доколку и понатаму не се постигне ефективната координација помеѓу макроекономските политики во борбата против инфлацијата и монетарната политика остане рестриктивна подолг временски период, позитивно се одразија на довербата на економските субјекти и инвеститорите, што придонесе за значајно забавување на острата депрецијација на турската лира.

3.1. Србија

Централната банка на Србија²⁶ ја промени насоката на монетарната политика во јуни, преку намалување на **основната каматна стапка** којашто се применува **на еднонеделните обратни репо-операции за повлекување ликвидност** за 0,25 п.п. на ниво од 6,25%, а во иста мера беа намалени и каматните стапки на **расположливите депозити и кредити преку ноќ**, на ниво од 5,00% и 7,50% соодветно. Олабавувањето на монетарните услови беше резултат на неколкумесечната надолна динамика на инфлацијата²⁷, којашто во мај се намали (на 4,5%) до горното ниво на целната инфлација (3% +/- 1,5 п.п.) на централната банка, намалените глобални инфлациски притисоци, влијанието на рестриктивните мерки од претходниот период, како и очекуваното движење на инфлацијата во следните месеци. Намалувањето на основната каматна стапка се одрази на **просечната пондерирана каматна стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност** (на коишто се применува тендер со фиксни износи и максимална каматна стапка), којашто во јуни забележа сразмерен пад (од 0,25 п.п.) и во просек изнесуваше околу 5,29%, притоа и натаму одржувајќи се под нивото на референтната каматна стапка. Централната банка не направи измени во **системот на задолжителна резерва** во текот на анализираниот период, така што и натаму ги применува стапките коишто стапија во сила во септември 2023 година: **стапката на задолжителната резерва за обврските во странска валута** до две години изнесува 23%, а за обврските во девизи над две години 16%²⁸, **стапката на задолжителната резерва за обврските во домашна валута** за обврските до две години изнесува 7%, а за обврски над две години 2%. Преку задолжителната резерва и натаму е повлечен доминантен дел (околу 60%) од структурниот вишок на ликвидност во домашна валута, којшто во анализираниот период забележа дополнителен раст поради интервенциите на централната банка за нето-откуп на девизи. Имено, заради зачувување на вредноста на динарот во однос на еврото, а во услови на изразени апрецијациски притисоци на домашната валута (коишто произлегуваа од зголемената понуда на девизи врз основа на странски директни инвестиции, зголемениот извоз и растечкиот број туристи), во првата половина од годината централната банка интервенира со нето-откуп на 1.330 милиони евра.



На домашниот пазар на ДХВ во првата половина од годината најмногу беа нудени хартии од вредност во домашна валута, сите со рочност од осум години, а релативно високата побарувачка влијаеше за пад на приносите (на околу 6,09%) во споредба со 2023 година (во просек 6,35% за истата рочност). Понудата на хартиите од вредност во странска валута беше значително помала и на пократка рочност (три години), а стапката на принос на понудените хартии изнесуваше 4,0%. На почетокот на

²⁶ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаите на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

²⁷ Годишната стапка на инфлација се намалуваше петнаесет последователни месеци и во просек во првата половина од годината изнесуваше околу 5,1%, што е значајно намалување споредено со просекот за 2023 година (12,5%). Централната банка очекува дека на почетокот од 2025 година инфлацијата ќе ја достигна целта од 3,0%.

²⁸ Притоа, 46% од девизните обврски до две години и 38% од девизните обврски над две години се исполнуваат во динари.

јуни, Србија ја издаде и **втората зелена еврообврзница** деноминирана во САД-долари²⁹, во вкупен износ од 1.500 милиони долари³⁰, купонска каматна стапка од 6,0% и стапка на принос од 5,60%. За ефикасно управување со јавниот долг, истовремено беше склучена и трансакција за заштита од ризик, со која обврските за издадената еврообврзница во долари беа конвертирани во евра. Со тоа, освен што беше намалена изложеноста на девизниот ризик, беа намалени и ефективните трошоци за задолжување на 4,754%.

3.2. Турција

Централната банка на Турција³¹ се соочуваше со растечка, двоцифрена стапка на инфлација и во првата половина од 2024 година (просечна годишна стапка во првите шест месеци од околу 69,5%) и покрај тоа што новиот гувернер го продолжи циклусот на монетарно затегнување отпочнат во јуни 2023 година. Така, во јануари и март централната банка ја зголеми **референтната каматна стапка** за вкупно 7,50 п.п³², до историски највисокото ниво од 50%, а во март го прошири и **распонот на каматните стапки** од +/-1,5 п.п. на +/-3,0 п.п. од основната каматна стапка. Истовремено, беше донесен **нов сет макропрудентни мерки заради зајакнување на трансмисијскиот механизам, беа преземени мерки за повлекување на вишокот ликвидност во домашна и странска валута, а од централната банка истакнаа дека затегнатата монетарна позиција ќе се задржи сè додека инфлацијата и инфлациските очекувања не забележат позначителен одржлив надолжен тренд**. Мерките на монетарното затегнување вклучуваа: намалување на месечниот лимит за раст на комерцијалните кредити деноминирани во домашна валута и на кредитите за општа намена на 2% од 2,5% и 3,0%, соодветно; предвидени казнени одредби (главно преку заострување на условите за исполнување на задолжителната резерва) за оние банки коишто ќе го надминат месечниот лимит за раст на кредитната активност; зголемување на максималната месечна каматна стапка за повлекување готовина од кредитна картичка на 5% (од 4,42%) и максималната месечна каматна стапка за извршени трансакции со кредитни картички до 4,25% (од 3,66%). Централната банка преземаше и **мерки за поддршка на растот на депозитите во домашна валута**: ја зголеми казнената провизија (од 2% на 3%) за банките чиешто учество на депозитите во лири во вкупните депозити е пониско од 50%; за банките коишто го исполнуваат овој лимит го прошири плаќањето на **надомест и на задолжителната резерва** којашто банките ја издвојуваат за депозитите по видување и депозитите со рок на достасување до еден месец³³, го зголеми надоместот на задолжителната резерва за обврските во домашна валута на 80% од основната каматна стапка (од претходни 76%), а надоместот на задолжителната резерва за депозитите заштитени од промена на девизниот курс³⁴ го зголеми на 60% (од 55%) од референтната каматна стапка; во насока на намалување на флукуациите во ликвидноста на пазарот на пари беше одлучено еден дел (15% или 25%, во зависност од големината на банката) од износот на задолжителна резерва за обврските во домашна валута да се одржуваат на фиксна основа, наместо на 14-дневна просечна основа. За зголемување на стерилизација на ликвидноста во домашна и странска валута (за околу 550 милијарди лири), централната банка ги зголеми стапките на задолжителна резерва за некои обврски³⁵. За креирање ликвидност во домашна валута и натаму главно беа користени **еднонеделните редовни своп-трансакции со американски долари и злато**, коишто се спроведуваат преку тендер

²⁹ Првата зелена еврообврзница беше издадена во септември 2021 година, во износ од 1.000 милиони евра, со рок на достасување од седум години и историски најниска купонска стапка од 1,0%. Средствата прибрани од овие емисии ќе се користат исклучиво за инвестиции во одржлив економски раст.

³⁰ Побарувачката беше четирипати повисока од номиналната вредност на обврзницата, за што влијание имаше зголемувањето на изгледот за кредитниот рејтинг на земјата (BB+, само едно ниво под инвестицискиот BBB-) во април годинава од стабилен на позитивен.

³¹ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

³² Во период од јуни 2023 до март 2024 година референтната каматна стапка збирно е зголемена за 35 п.п..

³³ Претходно, централната банка не плаќаше надомест на задолжителната резерва за овој тип депозити.

³⁴ Преку оваа програма, во случај кога на денот на достасувањето на депозитот, остварениот каматен приход поради депрецијацијата на домашната валута е понизок од приходот пресметан на денот на конверзијата на депозитот, банката ја плаќа првично договорената камата, а разликата ја покрива Министерството за финансии

³⁵ Стапката на задолжителната резерва на депозитите во домашна валута со рочност до три месеци е зголемена од 8% на 12%, за депозитите над една година стапката на задолжителна резерва е одредена на 8% (од 0%), за депозитите заштитени од промена на девизниот курс со рочност до шест месеци стапката е зголемена на 33% (од 25%), додека за депозитите заштитени од конверзија на девизниот курс со рочност подолг од една година, стапката е зголемена на 22% (од 10%).

со неограничен износ и варијабилна каматна стапка³⁶. Нето-ефектот на централната банка од операциите на отворен пазар во текот на анализираниот период беше речиси неутрален.

Мерките на централната банка влијаеја за раст на довербата на економските субјекти и позитивно се одразија на независноста на централната банка, што придонесе за забавување на динамиката на депрецијација на домашната валута во однос на доларот во првата половина од 2024 година на само 7,8% (60% во 2023 година).

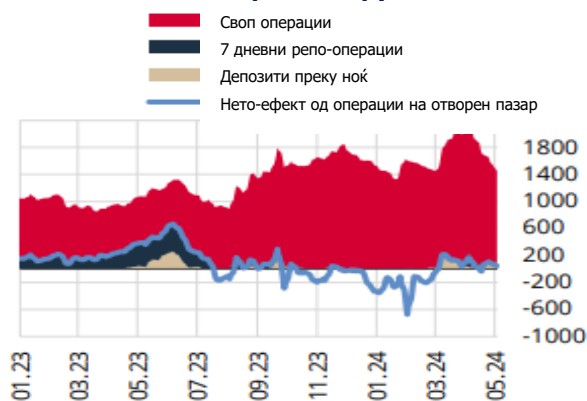
Каматни стапки на централната банка во Турција



Source: BIST, CBRT.

Извор: централната банка на Турција (www.tcmb.gov.tr)

Монетарни инструменти



Source: CBRT.

³⁶ Во своп-трансакциите за продажба на девизи за домашна валута се применува принципот на понудено највисоко ниво на своп-поени (англ. swap points), што го отсликуваа каматниот распон помеѓу домашната (турска лира) и странската валута (во случајот САД-долари) и најнизок девизен курс, а за своп-трансакциите за продажба на домашна валута во замена за девизи се применува принципот на најниско ниво на своп поени и највисок девизен курс.