

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 2023 година)

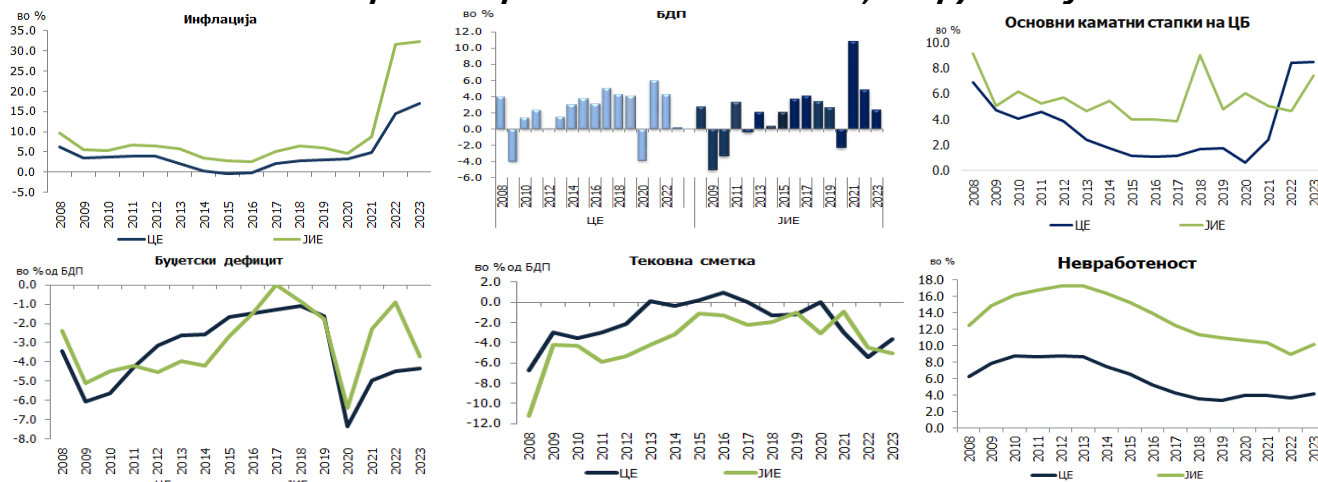
Дирекција за операции на финансиските пазари

октомври 2023 година

Вовед

Глобалната економија и на почетокот од 2023 година беше во многу непредвидлива позиција, со оглед на насобраните ефекти од различните економски и неекономски шокови во последните три години. Во анализираниот период, инфлацијата се намалуваше, главно како резултат на цените на храната и енергијата што бележат пад, како и намалената глобална побарувачка, но и натаму е далеку над посакуваното или целното ниво на одделните централни банки. Дистрибутивните канали полека се нормализираа, се намалија трошоците и времетраењето на испорака, а пониските цени за гас и електрична енергија, отпорната побарувачка за услуги и силниот пазар на труд спречија нагло забавување на глобалната економија. Макроекономската слика на глобално ниво се влоши со пропаѓањето на неколку регионални банки во САД, што создаде неизвесност на финансиските пазари низ светот, а загриженоста за банкарскиот сектор се пренесе и во Европа¹. И покрај ваквите случувања, ФЕД и ЕЦБ продолжија со зголемувањето на основните каматни стапки, но позабавено, што потврдува дека битката со инфлацијата сè уште не е завршена. Според носителите на монетарните одлуки во водечките централни банки, одлуките за каматните стапки ќе се носат врз основа на последните расположливи макроекономски податоци и ќе ги имаат предвид брзината и интензитетот на монетарната трансмисија. И за монетарните власти на земјите од Централна Европа предизвик беше инфлација којашто сè уште е висока, како и забавената економска активност во услови на релативно високи каматни стапки. Од анализираните земји **централната банка на Унгарија** започна со нормализирање на каматните стапки преку намалување на каматните стапки на расположливиот кредит преку ноќ и брзиот тендер за депозит преку ноќ, паралелно зајакнувајќи ја улогата на задолжителната резерва во структурното повлекување на ликвидност во домашна валута на подолг рок. Чешката и полската централна банка беа внимателни во однос на монетарното олеснување, ги задржаа истите каматни стапки и продолжија со повлекувањето ликвидност од банкарскиот систем само со стандардниот сет монетарни инструменти. **Централната банка на Романија** продолжи со зголемувањето на каматните стапки и на почетокот од 2023 година. Но, оваа централна банка меѓу последните започна со затегнувањето на монетарните услови, и тоа најслабо во споредба со останатите економии. И централните банки на земјите од Југоисточна Европа во втората половина од 2022 година ги носеа монетарните одлуки во согласност со макроекономските случувања во домашната економија. **Централната банка на Србија** и натаму ја зголемува основната каматна стапка, што се одрази и на просечната каматна стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност во домашна валута. Централната банка на Турција, по подолг период на ниски каматни стапки, во јуни ја промени насоката на монетарната политика преку раст на каматните стапки, но и со преземање мерки за поедноставување и зајакнување на ефикасноста на монетарната и макропрudentната политика.

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 Загриженоста за европскиот банкарски систем беше поттикната од информациите дека најголемиот инвеститор на швајцарската банка „Кредит свис“ нема да може да обезбедува повеќе финансиска поддршка за банката, а кулминира откако банката беше преземена од страна на најголемата банка во Швајцарија, УБС. Овој чекор беше финансиски поддржан од владата и централната банка.

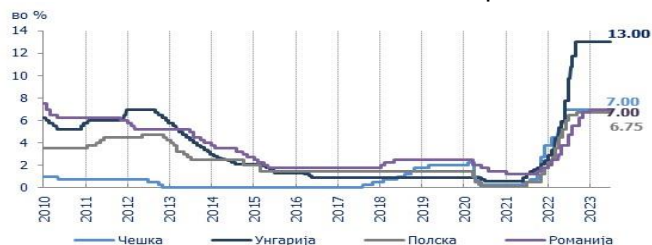
1. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

Годишна промена на инфлацијата, по месеци



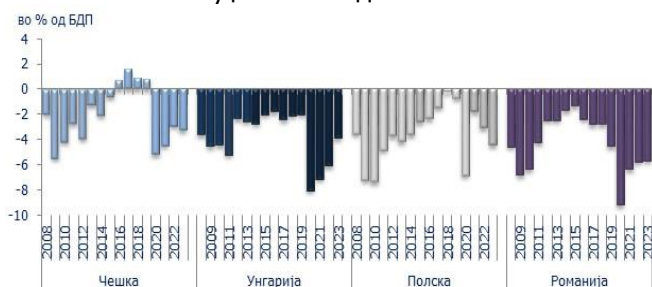
Основни каматни стапки на ЦБ



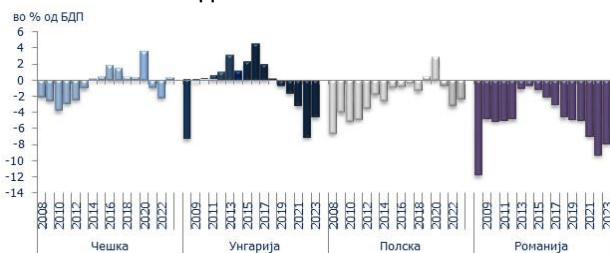
Годишна промена на БДП, по квартали



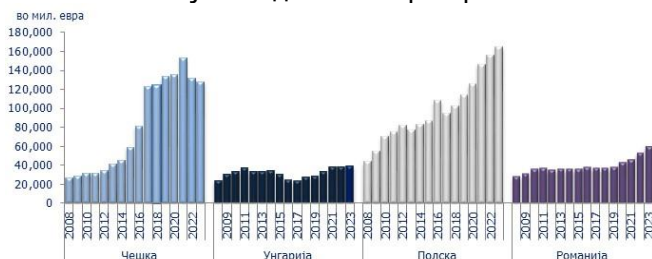
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



* Извор: базата на податоци на ММФ. Податокот за 2023 година е проекција на ММФ.

Макроекономско окружување во земјите од Централна Европа

Земјите од **Централна Европа** и во првата половина од 2023 година, при носењето на макроекономските политики се соочуваа со изразени предизвици од домашното и надворешното окружување. Со исклучок на Романија, останатите земји од овој регион (Чешка, Унгарија и Романија) ја започнаа 2023 година со пад на економската активност, а намалената надворешна побарувачка и натаму претставува ризик за овие отворени економии. Што се однесува до двигателите на растот, приватната потрошувачка, поради историски највисоките каматни стапки се намалува во сите анализирани земји, додека јавните инвестиции, поддржани од инвестициските фондови на ЕУ и натаму растат. Стапката на инфлација почна позначително да се намалува од вториот квартал на 2023 година, а брзиот пад ги подгрева очекувањата за монетарно олеснување кон крајот на оваа година и се очекува дека тоа ќе продолжи во 2024 и 2025 година. До крајот на годината инфлацијата би се свела на едноцифрено ниво во повеќето земји, така што се очекува дека просечната годишна стапка на инфлација за 2023 година во овој регион ќе изнесува околу 12%. Во анализираниот период, валутите на земјите од Централна Европа зајакнаа, при што унгарската форинта забележа најзначаителен раст на вредноста. И покрај неизвесното опкружување, пазарот на труд во сите анализирани земји и натаму има силни остварувања, со невработеност на најниско ниво во последните децении. Со оглед на недостатокот на работна сила, се очекува дека пазарите на труд и натаму ќе бидат отпорни на забавувањето на економската активност.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

1.1 Чешка

Во првата половина од годината, централната банка на Чешка² ја задржа истата каматна стапка (од средината на 2022 година), и покрај критиките дека треба да направи повеќе за да обезбеди враќање на инфлацијата до целта од 2,0%³. Така, основната каматна стапка којашто се применува на **двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност** беше задржана на историски највисокото ниво од **7,00%**, а не беа променети ниту каматните стапки на **расположливите кредити и депозити преку ноќ**, коишто изнесуваа **8,00% и 6,00%**, соодветно. Одлуките за задржување на каматните стапки на непроменето ниво во првата половина од годината беа донесени при натамошна оцена дека инфлацијата главно произлегува од фактори на страната на понудата на коишто централната банка не може да влијае. Покрај тоа, тековното ниво на каматни стапки доволно ја ограничува домашната побарувачка⁴ (којашто заклучно со вториот квартал од 2023 година се намалува шест последователни квартали и е значително пониска од претпандемичното ниво) и кредитниот раст⁵. Од централната банка очекуваат дека тековната поставеност на монетарната политика ќе се задржи подолг временски период и ќе придонесе за постигнување на инфлациската цел во првата половина од 2024 година, но подвлекуваат дека долгорочна ценовна стабилност е возможна само при одговорна фискална политика⁶ и умерен раст на платите. Централната банка и натаму повлекува ликвидност од банкарскиот систем преку **двонеделните репо-операции**, чијашто просечна состојба беше на ниво на просекот за 2022 година. На овие аукции се применува тендер со максимална каматна стапка еднаква на основната каматна стапка, при што просечната остварена каматна стапка во анализираниот период се задржа на ниво на максималната стапка. Силидната ликвидносна позиција во финансискиот систем беше причината и за отсуство на побарувачка на **репо-аукциите за креирање ликвидност**⁷, на кои освен банките право на учество имаат и останатите финансиски институции (осигурителни компании, пензиски фондови и друштва за управување). Овие операции се спроведуваат преку тендер со износи, неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната каматна стапка. За финансирање на зголемената буџетска потрошувачка, Министерството за финансии активно присуствуваше на примарниот пазар на ДХВ⁸, каде што побарувачката главно произлегуваше од домашните банки, коишто умерено ја зголемија сопственоста во вкупните издадени ДХВ на 41% на крајот од јуни (39% во декември 2022 година), за сметка на намалената застапеност на нерезидентите (на околу 28%), пензиските фондови (околу 15%) и осигурителните компании (околу 6%). Застапеноста на физичките лица се задржа на стабилно ниво од околу 3,8%. Кривата на приноси при крајот на полугодieto умерено се помести надолу (за околу 1,0 п.п.), притоа задржувајќи го инверзниот наклон.

Монетарни инструменти



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

Девизен курс и интервенции на ЦБ



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

³ Инфлацијата се намали од највисокото ниво, 18,0% во септември 2022 година, на 9,7% во јуни 2023 година. Просечната годишна стапка на инфлација во првата половина од годината изнесуваше 13,8% и беше една од најниските во споредба со земјите од регионот.

⁴ За што влијание има и релативно силниот трансмисиjsки механизам, со оглед на тоа дека од почетокот на циклусот на раст на каматните стапки (јуни 2021 година) заклучно со јуни 2023 година, каматната стапка на депозитите во домашна валута со договорна рочност (не ги вклучува средствата на тековни сметки) е зголемена од 0,5% на 6%, додека растот на каматните стапки на кредитите е поумерен: каматните стапки на потрошувачките кредити се зголемени од 7,0% на 9,5%, а на хипотекарните кредити на околу 5,40% од 2,0%.

⁵ Годишната стапка на кредитен раст во јуни забави сведувајќи се на 6,25%, од околу 9,0% во декември 2022 година.

⁶ Збирно од јануари до мај беше остварен вкупниот планиран дефицит за 2023 година, што е историски највисоко ниво за тој период, при зголемено буџетско трошење за субвенции за помош од енергетската криза, повисоки исплати за пензии и плати, како и сè повисоки трошоци за отплаќање на долгот.

⁷ На репо-операциите за креирање ликвидност, банките и останатите финансиски институции имаа многу мал интерес само во март, мај и јуни 2020 година.

⁸ Во првата половина од годината нето-состојбата на ДХВ забележа раст од 247 милијарди чешки круни, што е повеќе од половина од планот за 2023 година, од 400 до 500 милијарди круни.

Со оглед на умерениот раст на вредноста на валутата од околу 1,7%, од октомври 2022 година централната банка не интервенира на девизниот пазар, а на почетокот на август и официјално објави дека формално завршува со директни интервенции на овој пазарен сегмент.

1.2. Унгарија

Инфлацијата во Унгарија⁹ и во првата половина од годината беше највисока помеѓу европските земји¹⁰, за што покрај динамиката на цените на храната и енергијата, влијание имаше и олабавената фискална политика, високиот раст на платите (заради зголемувањето на минималната плата и недостатокот на работна сила во секторите за производство, логистика и земјоделство) и сè уште високите инфлациски очекувања. **На највисоко ниво во ЕУ се одржуваа и каматните стапки на монетарната политика.** Така, **референтната каматна стапка** беше задржана на непроменето, историски највисоко ниво од 13,00%¹¹, а непроменета беше и каматната стапка на **расположливите депозити преку ноќ**, којашто изнесуваше 12,50%. Според централната банка, одржувањето на тековното ниво на основната каматна стапка ќе обезбеди зацврстување на инфлациските очекувања и постигнување на целта на инфлацијата на одржлив начин. Од друга страна, при подобрување на домашниот и глобален економски амбиент, што влијаеше за намалување на согледувањата за ризик, централната банка го стесни коридорот на каматни стапки. Така, каматната стапка на **расположливите кредити преку ноќ** во три наврати беше намалена за вкупно 6,50 п.п. и на крајот на полугодieto изнесуваше 18,50%. Високите каматни стапки ги зголемија монетарните расходи, поради што централната банка побара измена на Законот, со која ќе се овозможи банката да ги покрие расходите од остварениот профит на среден рок¹². Со цел да ја зајакне ефикасноста на монетарната трансмисија и да обезбеди долгорочна апсорпција на ликвидноста во банкарскиот систем, централната банка ја зајакна улогата на задолжителната резерва и продолжи да ја применува ревидираната монетарна рамка од октомври 2022 година. Така, **стапката на задолжителна резерва** за кредитните институции ја зголеми од 5,00% на минимум 10,00%, а максимум 15%, во зависност од одделните одлуки на банките. Кредитните институции треба да ја исполнуваат минималната задолжителна резерва од 10,00% на фиксна основа, со што се обезбедува долгорочна апсорпција на ликвидноста. Дополнителната стапка до 5,00% се исполнува на просечна основа, со што на банките им се дава флексибилност во справувањето со ликвидносните шокови¹³. Централната банка направи измени и во надоместот на задолжителната резерва. Така, на 2,5% од основата за задолжителна резерва не плаќа надомест, а за останатите 7,5% од основата надоместот е еднаков на референтната каматна стапка. На доброволната задолжителна резерва и натаму се плаќа надомест еднаков на стапката на **брзиот тендер за депозит преку ноќ**, којашто во два наврати беше намалена од 18,0% на 16,0%. Примената на повисока стапка на задолжителна резерва придонесе за зголемување на обврската од 2,300 на 4,400 милијарди форинти. Како натамошна мерка за апсорпција на ликвидноста во домашна валута, покрај на редовна квартална основа, централната банка и натаму ги спроведува **девизните своп-транзакции за креирање ликвидност во странска валута** на редовна дневна основа, исто така во неограничен износ. На тој начин, централната банка на индиректен начин ја задоволува побарувачката за девизна ликвидност од енергетските компании. Централната банка и натаму ги применува **краткорочниот дисконтен запис со рочност до 1 месец**¹⁴ (воведен во ноември 2021 година) и **долгорочниот депозит (максимум со рочност од 6 месеци)** со променлива каматна стапка, со цел да се апсорбира

⁹ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

¹⁰ Просечната годишна стапка на инфлација во првата половина од годината изнесуваше 23,7% и беше значително повисока во однос на просекот за 2022 година, 14,5%.

¹¹ Зголемувањето на референтната каматна стапка од околу 12,4 п.п. (за периодот јуни 2021 – септември 2022 година) само делумно се пренесе на банкарските каматни стапки, со посилен ефект на активните каматни стапки. Имено, каматната стапка на депозитите на домаќинствата во домашна валута со рочност над една година на крајот од јуни во просек изнесува околу 3,52%, што претставува зголемување од околу 3 п.п. во однос на јуни 2021 година, каматната стапка на потрошувачките кредити е зголемена за околу 7,8 п.п. и во просек изнесува околу 15%, додека кај хипотекарните кредити растот изнесува околу 5,6 п.п., со што тековното ниво на каматни стапки на новоодобрените кредити во просек се движи околу 9,60%.

¹² Тоа значи дека загубите во работењето на банката не мора да се покриваат од државниот Буџет. Измената на Законот беше одобрена од ЕЦБ на почетокот на септември.

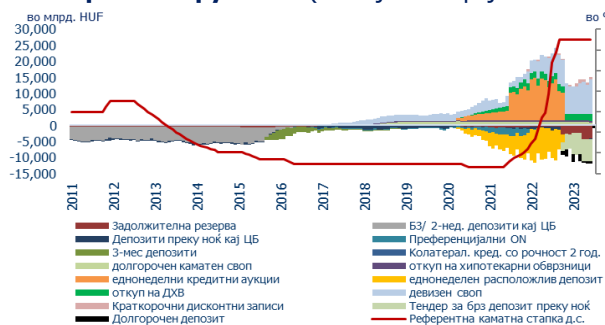
¹³ За дополнителната стапка на задолжителна резерва банките индивидуално можат да одлучат на квартална основа. За првиот квартал од годината, просечната стапка на задолжителна резерва изнесуваше 5,8%, додека за вториот квартал околу 11,0%.

¹⁴ Должнички инструмент, којшто се спроведува на дискрециона основа, преку тендер со износи и фиксна каматна стапка. Централната банка ги одредува каматната стапка и планираната понуда во проспектоот, непосредно пред аукцијата.

ликвидноста на подолг период од еден месец и со тоа да се намали нестабилноста на краткорочните приноси.

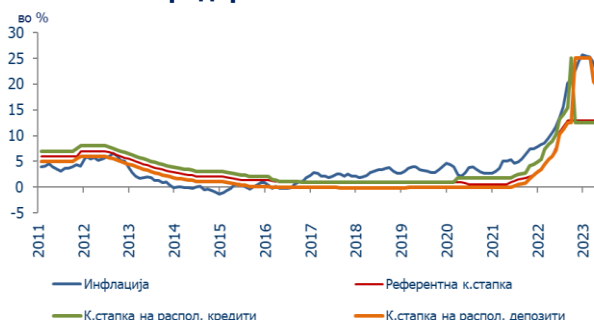
Релативно високите каматни стапки во унгарската економија, во споредба со земјите од регионот (каде што основната каматна стапка се движи околу 7,0%), како и подобрената надворешна позиција на земјата (којашто се потпира на увоз на енергија) и насоченоста на инвеститорите кон пазарите во развој ја зајакнаа вредноста на унгарскиот форинт, којшто во првата половина од годината имаше најсилна апрецијација во однос на еврото (6,74%), во споредба со валутите на земјите од Централна Европа.

Монетарни инструменти (состојби на крајот на месецот)



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

Коридор на каматни стапки



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

1.3. Полска

И централната банка на Полска¹⁵ од почетокот на годината ги задржа каматните стапки на монетарните инструменти на ниво од септември 2022 година, кога го запре циклусот на зголемување на каматните стапки. Така, **основната каматна стапка** којашто се применува на **благајничките записи со рочност од една недела** во првото полугодие од 2023 година изнесуваше 6,75%, **каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ** беше задржана на 7,25%, а **каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ** на 6,25%. Во првата половина од годината не беа направени измени ни во системот на задолжителна резерва, така што **стапката на задолжителна резерва** (којашто се применува на сите обврски) беше задржана на нивото од 3,5%. Централната банка на Полска и натаму плаќа надомест за задолжителна резерва со примена на основната каматна стапка. Мнозинството членови на Управниот совет сметаат дека силното затегнување на монетарната политика во изминатиот период¹⁶ има влијание на банкарските каматни стапки¹⁷ и придонесува за намалување на кредитната активност¹⁸ и раст на долгорочните заштеди на домаќинствата¹⁹. Исто така, релативно високото ниво на каматни стапки придонесува и за пад на инфлациските очекувања, што заедно со ослабените економски услови во домашното и надворешното окружување, намалените глобални шокови на страната на понудата и со тоа поумерениот притисок од трошоците за производство ќе придонесат за натамошен пад на инфлацијата, којашто по достигнувањето на највисокото ниво во февруари 2023 година (18,4% на годишно ниво), до јуни се намали на 11,5%²⁰. Во исто време, со оглед на силата и упорноста на надворешните шокови, коишто и натаму се надвор од влијанието на домашната монетарна политика, се очекува дека враќањето на инфлацијата до целта на централната банка (2,5% +/- 1 п.п.) ќе биде постепено²¹, затоа што брзото враќање до целта може да повлече значителни трошоци за макроекономската и финансиската стабилност. Фискалната експанзија придонесува и за раст на вишокот средства на банките во домашната валута, којшто во најголем дел беше повлечен преку **основниот инструмент – балајничките записи**, чијашто состојба достигнува историски највисоко

¹⁵ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

¹⁶ Збирно од октомври 2021 година до септември 2022 година основната каматна стапка беше зголемена за 6,65 п.п., што беше едно од најострите во регионот.

¹⁷ Од октомври 2021 година до јуни 2023 година, каматната стапка на депозитите во домашна валута со рочност над една година е зголемена за 4,6 п.п., а каматната стапка на потрошувачките кредити во домашна валута е повисока за 5,5 п.п.

¹⁸ Кредитите одобрени на домаќинствата во јуни беа пониски за 2,0% на годишна основа.

¹⁹ Од јануари до септември 2022 година, состојбата на депозитите по видување во сопственост на домаќинствата бележи мал раст од 2,0%, додека долгорочните депозити се зголемени за 15,0%

²⁰ Просечната годишна стапка на инфлација во првата половина од 2023 година изнесуваше 15,1% и беше повисока во однос на просекот за 2022 година, 14,3%.

²¹ Во согласност со мартовските проекции на централната банка, при непроменето ниво на каматните стапки, се очекува дека инфлацијата ќе ја достигне инфлациската цел во 2023 година, за кога се очекува дека ќе се движи во интервал од 2,1 до 5,1%.

ниво, што придонесе и за раст на неговото учество во стерилизацијата на ликвидноста од банкарскиот систем на 77%. На аукциите на благајнички записи централната банка применува тендер со ограничен износ и фиксна каматна стапка еднаква на основната.

Монетарни инструменти



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

Динамика на девизен курс



Извор: Блумберг.

Во текот на првото полугодие од 2023 година девизниот курс на еврото во однос на злотата имаше надолан тренд и изнесуваше 4,6262 злоти за едно евро, во просек, што претставува апрецијација од 5,35% од почетокот на годината. Апрецијацијата на злотата се должи на силниот извоз и суфицитот во тековната сметка.

1.4. Романија

Централната банка на Романија²² беше единствената помеѓу земјите од Централна Европа којашто го продолжи циклусот на зголемување на каматните стапки и на почетокот од 2023 година²³. Имено, годишната стапка на инфлација во Романија го достигна врвот во ноември 2022 година, 16,8%, што заедно со поголемиот економски раст во однос на планираниот за третиот и четвртиот квартал од годината, беа едни од водечките фактори коишто придонесоа за одлуката за натамошно зголемување на каматните стапки. Исто така, трговскиот дефицит на почетокот на годината и натаму забрзано се проширува, и покрај позначителниот пад на цените на енергентите. Следствено на овие случувања, а имајќи ги предвид и геополитичките случувања во регионот, централната банка во јануари ја зголеми референтната каматна стапка којашто се применува на **еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност, за 0,25 п.п., на 7,00%**. Паралелно со основната каматна стапка, сразмерно беа зголемени и **каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ**, до нивото од **6,00% и 8,00%**, соодветно. До крајот на првото полугодие каматните стапки беа задржани на истото ниво²⁴, коешто според централната банка е соодветно за враќање на инфлацијата²⁵ до целното ниво (2% +/- 1 п.п.) на потрајна основа, закотвување на инфлациските очекувања на среден рок и на начин поволен за постигнување одржлив економски раст. **Стапките на задолжителна резерва** за обврските во домашна и странска валута и во анализираниот период беа задржани на нивото **од 8% и 5%**, соодветно, за обврските со рочност до две години²⁶. Покрај зголемувањето на каматните стапки, централната банка се заложи и за одржување цврста контрола на ликвидноста на пазарот на пари. Ликвидноста во банкарскиот систем во првата половина од годината постојано се зголемуваше, а главно како резултат на засилената буџетска потрошувачка финансирана со средства од компензациските фондови на ЕУ, така што централната банка во анализираниот период поактивно ги користеше монетарните инструменти за повлекување ликвидност. Најголемиот дел од вишокот ликвидни средства беше насочен кон **расположливите депозити преку ноќ**, чијашто просечна состојба на крајот од годината значително го надмина преткризното ниво. Подобрената

²² Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

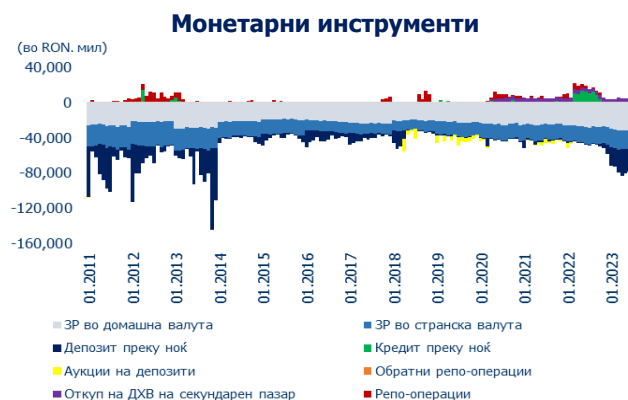
²³ Во споредба со останатите земји во регионот, оваа централна банка меѓу последните започна со циклусот на затегнување на монетарните услови, и тоа најслабо во споредба со останатите економии.

²⁴ Од почетокот на циклусот на затегнување на монетарните услови (октомври 2021 година) заклучно со јануари основната каматна стапка е зголемена за 5,75 п.п., што значително се одрази и на банкарските каматни стапки. Имено, каматните стапки на депозитите на домаќинствата во домашна валута над две години збирно од октомври 2021 година до јуни 2023 година се зголемени за околу 4,5 п.п. и тековно изнесуваат околу 6,34%, каматните стапки на потрошувачките кредити се зголемени во просек за 4,35 п.п., на нивото од околу 12%, додека на хипотекарните кредити се зголемени исто така за околу 4 п.п., на нивото од околу 8,24%.

²⁵ Просечната годишна стапка на инфлација во првата половина од годината изнесуваше 12,9% и беше најниска помеѓу балтичките и земјите од регионот.

²⁶ За обврските во домашна и странска валута над две години, стапката на задолжителна резерва изнесува 0%.

ликвидносна позиција во банкарскиот систем беше причина и за отсуство на интерес на **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 првата половина од година, банките немаа интерес и за **расположливите кредити преку ноќ**. Вишокот ликвидност во банкарскиот систем беше причина и за пад на меѓубанкарските каматни стапки, коишто се стабилизираа околу каматната стапка на расположливиот депозит преку ноќ²⁷.



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



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

Централната банка во март преку програмата за квантитативно олеснување учествуваше на секундарниот пазар на откуп на државни хартии од вредност, а со цел да се стабилизираат приносите, коишто беа под влијание на очекувањата на инвеститорите за идните перспективи на ФЕД и ЕЦБ, случувањата во финансискиот систем во САД, но и зголемената привлечност на државните хартии од вредност во домашна валута на примарниот пазар заради натамошниот раст на каматните стапки²⁸. Зголемената привлечност на инвестициите во домашна валута, но и подобрените согледувања за ризикот на инвеститорите кон финансиските пазари во Југоисточна Европа влијаеја и врз вредноста на домашната валута, којашто и покрај променливата динамика во текот на полугодieto, на крајот од јуни девизниот курс на романските леи во однос на еврото беше околу нивото од крајот на 2022 година.

²⁷ Остварените краткорочни каматни стапки на пазарот на пари (РОБОР – просечна каматна стапка по која банките се подготвени да им позајмат на други банки и РОБИД – просечна каматна стапка по која банките би се задолжиле на пазарот на пари) на крајот на декември беа пониски во просек за по 0,50 п.п. во однос на декември 2022 година.

²⁸ По умерениот раст во јануари, приносите на примарниот пазар на ДХВ до крајот на полугодieto имаа надолна динамика (за што покрај високиот интерес, придонесе и динамиката на инфлацијата) и во јуни беа пониски во однос на крајот од 2022 година во просек за 0,70 п.п. на рочност до 12 месеци (6,27%), приносите на обврзниците со рочност од 5 до 7 години беа пониски за околу 1 п.п. (6,65% и 6,71%, соодветно), додека на подолгите рочности од 15 години падот беше позначителен, околу 1,75 п.п. (7,05%). Остварените каматни стапки на секундарниот пазар ја следеа динамиката на каматните стапки на примарниот пазар на државни хартии од вредност.

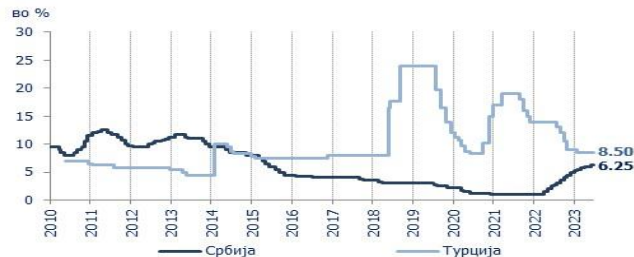
2. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

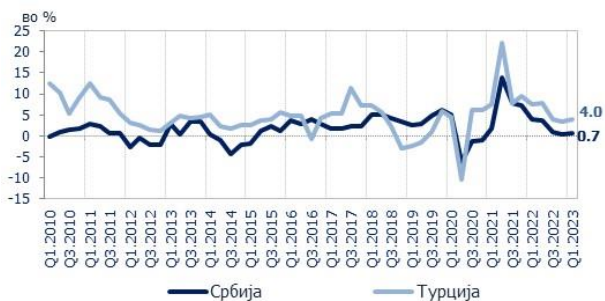
Инфлација (просечна годишна стапка)



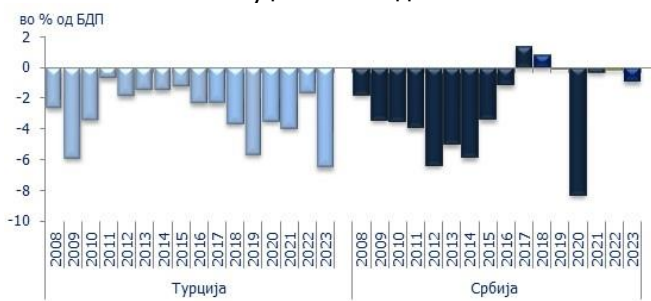
Основни каматни стапки



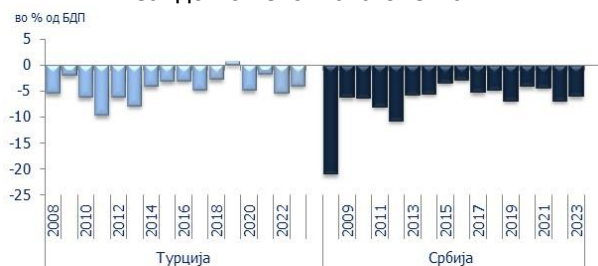
Годишна промена на БДП, по квартали



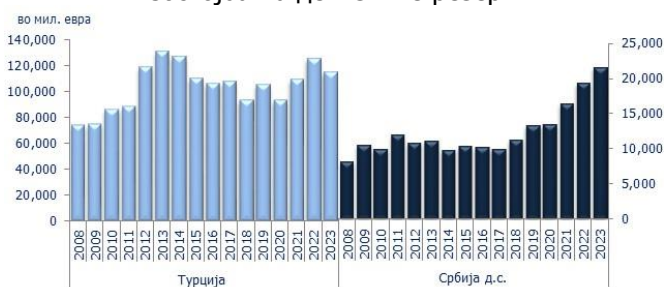
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



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

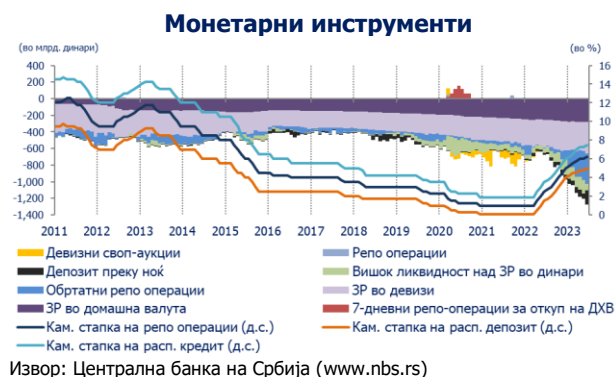
Макроекономско окружување во земјите од Југоисточна Европа

Се проектира дека и економскиот раст во **Србија** ќе биде забавен во 2023 година, со очекувана годишна стапка на раст (од страна на меѓународните финансиски институции) од околу 1,6%. Умерениот раст е одраз на забавувањето на приватната потрошувачка, затоа што релативно високата инфлација и натаму го неутрализира номиналниот раст на платите. Инфлацијата го достигна врвот во март, но од тогаш нормализацијата е умерена, а централната банка продолжи со циклусот на раст на каматните стапки.

Турската економија беше погодена од два силни земјотреса на почетокот на февруари, коишто имаа директни влијанија врз бруто домашниот производ, а се очекува дека вкупните трошоци за обновување и реконструкција според извештаите на Светската банка ќе бидат двојно повисоки во однос на првичните процени. Макроекономскиот амбиент за оваа економија и натаму е неизвесен, затоа што високата инфлација, депрецијацијата на девизниот курс, високиот дефицит на тековната сметка и ниските нето девизни резерви претставуваат значаен предизвик за идниот економски раст. Домашната побарувачка и натаму е клучниот двигател за растот на оваа економија, поради што и во анализираниот период беа преземани бројни макропрudentни мерки за поддршка на реалниот сектор. Се очекува дека изборот на новиот гувернер во јуни и промената на насоката на монетарната политика има позитивни ефекти врз вкупната макроекономска стабилност.

3.1. Србија

Централната банка на Србија²⁹ е единствена помеѓу анализираните земји којашто и натаму ги затегнува монетарните услови преку раст на каматните стапки. Според оцените на централната банка, ваквата поставеност на монетарната политика и умереното зголемување на каматните стапки е потребно за да се закотват инфлациските очекувања и да се намали инфлацијата³⁰ до целта на централната банка (3% +/-1,5 п.п.) на среден рок. Така, во првото полугодие од годината **референтната каматна стапка** којашто се применува на **еднонеделните обратни репо-операции за повлекување ликвидност** во пет наврати беше зголемена за вкупно 1,25 п.п. на нивото од 6,25%³¹. Покрај основната каматна стапка, беше проширен и коридорот на каматните стапки од +/-1,00 п.п. на +/-1,25 п.п., од основната каматна стапка, така што каматните стапки на **расположливите депозити и кредити преку ноќ** на крајот од првото полугодие изнесуваа 5,00% и 7,50%, соодветно. Истовремено, одржувањето стабилен курс на динарот во однос на еврото (минимална апрецијација на динарот од 0,042% од почетокот на годината) преку постојаното присуство на централната банка на девизниот пазар (којашто во анализираниот период интервенира со нето-откуп на 1.860 милиони евра) значително придонесува за ограничување на преносните ефекти од растот на увозните врз домашните цени. Интервенциите за откуп на девизи ги зголемија слободните средства на банките, коишто во најголем дел беа стерилизирани преку еднонеделните обратни репо-операции. На овие операции централната банка применува тендер со фиксни износи и максимална каматна стапка, а пондерираната просечна камата стапка на крајот од јуни (5,46%) се движеше околу референтната каматна стапка. На домашниот пазар на ДХВ во 2023 година беа нудени главно хартии од вредност во домашна валута, а купонските каматни стапки на крајот од годината се движеа од 5,28% за најкратката понудена рочност од две години до 6,35% за најдолгата понудена рочност од дванаесет години. На меѓународните пазари, Србија во јануари 2023 година издаде две обврзници деноминирани во САД-долари, со рок на достасување од пет и десет години, во вкупен номинален износ од 1,75 милијарди долари за кои инвеститорите имаа побарувачка повисока за шестпати од понудениот износ. Издадената обврзница со рок на достасување од пет години е на износ од 750 милиони долари и принос до достасување од 6,33%, додека, пак, обврзницата со рок на достасување од 10 години е на износ од 1 милијарда долари и принос до достасување од 6,80%.



3.2. Турција

Централната банка на Турција³² во првиот квартал од годината преземаше мерки за поддршка на финансискиот сектор и реалната економија, а заради влошените изгледи за економскиот раст по

²⁹ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

³⁰ Просечната годишна стапка на инфлација во првата половина од 2023 година изнесува 15,3% и е повисока од просекот за 2022 година, 11,9%.

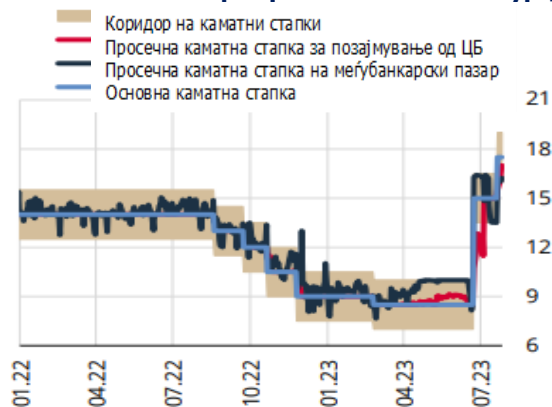
³¹ Од април 2022 година заклучно со јуни 2023 година основната каматна стапка е зголемена за вкупно 5,25 п.п. Во истиот период, каматната стапка на депозитите на домаќинствата во домашна валута над една година е повисока во просек за 3,26 п.п. и изнесува околу 5%, каматната стапка на новоодобрените потрошувачки кредити е повисока за 1,4 п.п., на нивото од околу 3,1%, додека на станбените кредити во домашна валута за околу 6 п.п., на нивото од околу 12,7%.

³² Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

земјотресот во февруари. Така, референтната каматна стапка беше намалена за 0,50 п.п., на нивото од 8,50%, а беа преземени и мерки за олеснување на условите за користење на редисконтните кредити. **Во јуни (по изборот на новиот гувернер на централната банка) беа направени промени во поставеноста на монетарната политика за зголемување на нејзината ефикасност, а заради достигнување на среднорочната цел за инфлација од 5,0%.** Притоа, гувернерот се заложил дека циклусот на монетарно затегнување ќе продолжи сè додека не дојде до значително намалување на инфлациските ризици. Така, во јуни **референтната каматна стапка** беше зголемена за 6,5 п.п., на 15,0%, што доведе до подобрување на влошениот углед на централната банка во однос на нејзината самостојност. По првото зголемување на каматната стапка, годишната стапка на инфлација во јуни се намали на 38,21%, што е најниско ниво од декември 2021 година. Во текот на целиот период вкупната ликвидност во домашна валута беше стерилизирана преку **седумдневните репо-операции и еднонеделните редовни своп-трансакции со американски долари и злато**, коишто се спроведуваат преку тендер со ограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната каматна стапка. Централната банка презеде мерки и за поедноставување на тековната микро и макропрudentна рамка, а со цел да се зголеми функционалноста на пазарните механизми и да се поттикне макрофинансиската стабилност. Имено, беа воведени промени во условите за конверзија на девизните депозити, заради поттикнување на конверзијата на девизните депозити со рок подолг од 3 месеци, коишто се заштитени од промената на девизниот курс³³. Исто така, беа преземени и селективни чекори за поддршка на процесот на затегнување на монетарните услови. Во тој контекст беше воведена стапка на задолжителна резерва од 15% за депозитите заштитени од промената на девизниот курс; месечната стапка на раст на комерцијалните кредити во домашна валута (со исклучок на кредитите за извозници, нови инвестиции, земјоделство, трговски кредити и кредити во области погодени од земјотресот) беше ограничена на 2,5%, што е намалување за 0,5 п.п., а кредитниот раст на автомобилските кредити беше ограничен на 2,0%, што е намалување од 1 п.п. Од друга страна, заради непречена финансиска поддршка на извозните компании, беа зголемени дневните лимити за користење на редисконтните кредити. За контрола на инфлацијата и ограничување на домашната побарувачка, беше зголемена и максималната каматна стапка којашто се применува на кредитните картички и на дозволеното пречекорување од тековните сметки.

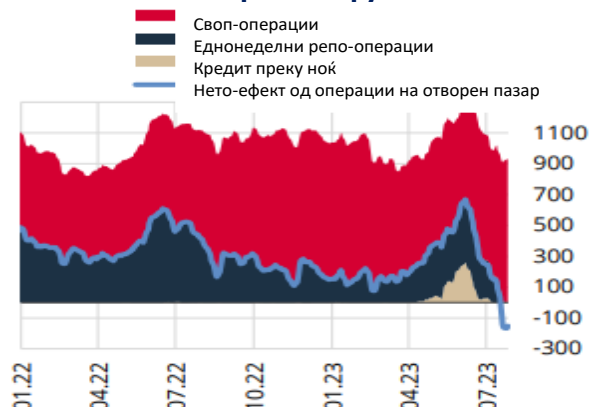
И покрај мерките на централната банка, преносниот ефект од инфлацијата којашто сè уште е висока, заедно со политичката неизвесност и влошените изгледи за економскиот раст придонесоа за натамошна остра депрецијација на турската лира и зголемување на девизниот курс во однос на доларот за околу 40% од почетокот на годината.

Каматни стапки на Централната банка во Турција



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

Монетарни инструменти



³³ Преку оваа програма, во случај кога на денот на достасувањето на депозитот, остварениот каматен приход заради 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.