

Народна банка на Република Северна Македонија



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

(втора половина на 2019 година)

Дирекција за операции на финансиските пазари

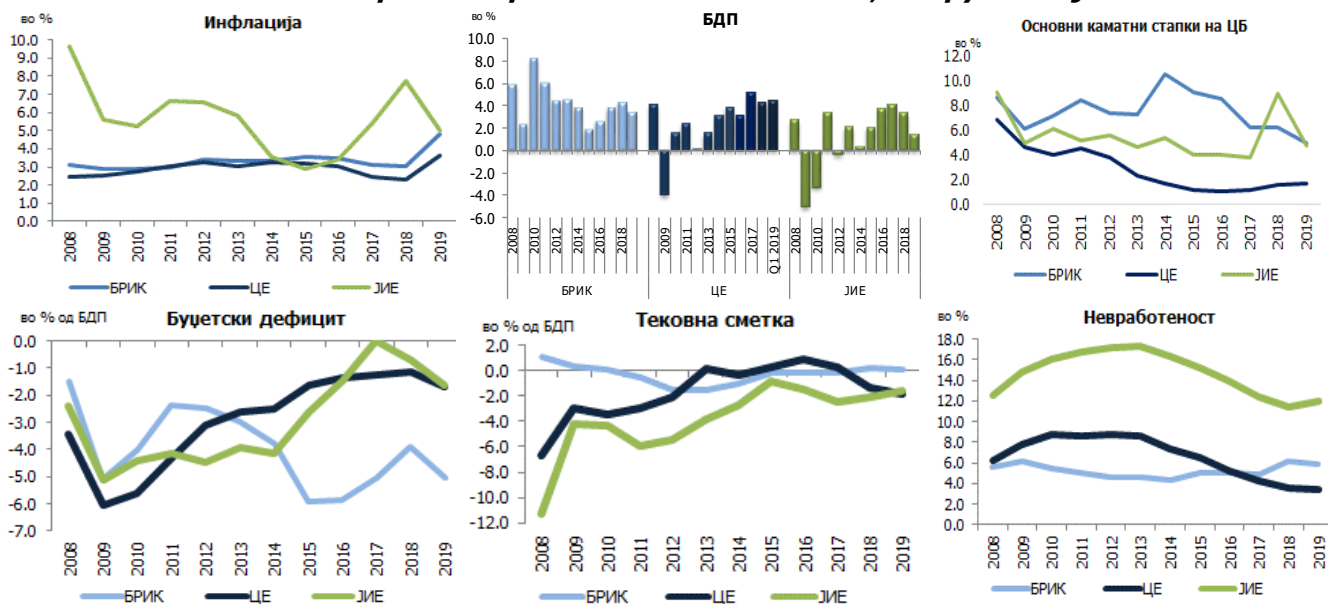
февруари 2020 година

Вовед

Во втората половина на 2019 година, поради неизвесното глобално окружување, послабиот економски раст и ограничениот простор за фискален стимул, централните банки на брзорастечките економии продолжија со спроведувањето експанзивна монетарна политика. Така, **Бразил** ја намали основната каматна стапка на ново историски најниско ниво, централните банки на **Индија** и **Русија** исто реагираа со намалување на каматните стапки, додека централната банка на **Кина** во услови на забавување на растот како последица на трговските тензии со САД, создаваше услови за стимулирање на домашната активност преку намалување на стапките на задолжителна резерва и примена на програмите за поддршка на целното кредитирање на малите и средни претпријатија.

Во **Централна и Југоисточна Европа**, централните банки очекуваа дека зголемените инфлациски притисоци ќе бидат неутрализираани со забавувањето на економскиот раст и соодветно ги задржаа каматните стапки на непроменето ниво, но реагираа преку расположливите монетарни инструменти. Централната банка на **Чешка** и натаму повлекуваше ликвидност преку двонеделните репо-операции. Централната банка на **Унгарија**, покрај тековната програма за финансирање на растот, во второто полугодие започна со примена на програма за откуп на корпоративни обврзници, којашто ќе придонесе за поддршка на финансирањето на домашниот корпоративен сектор. Во **Полска**, вишокот на ликвидност од банкарскиот систем беше повлекуван преку еднонеделните аукции на благајнички записи, а повремено беа спроведувани и операции за фино регулирање на ликвидноста. 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. Поставеноста на монетарните инструменти кај централните банки на земјите од **Југоисточна Европа** во втората половина од 2019 година беше во согласност со случувањата во домашните економии. Така, изразената надолна динамика на инфлацијата создаде услови за постојано намалување на основната каматна стапка од страна на централната банка на **Турција**, а беше видоизменета и улогата на задолжителната резерва во прилог на поттикнување на кредитната активност во земјата. И централната банка на **Србија** ги намали каматните стапки, а монетарната власт на **Хрватска** продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

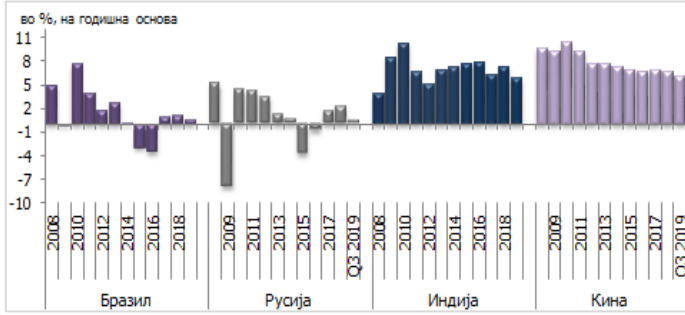


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централните банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИК:** Бразил, Русија, Индија, Кина; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија и Романија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција.

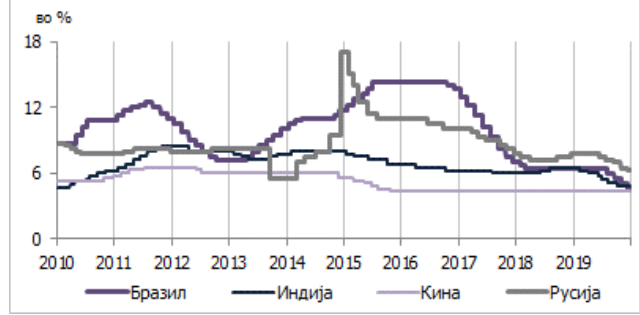
1. БРИК

Основни економски податоци

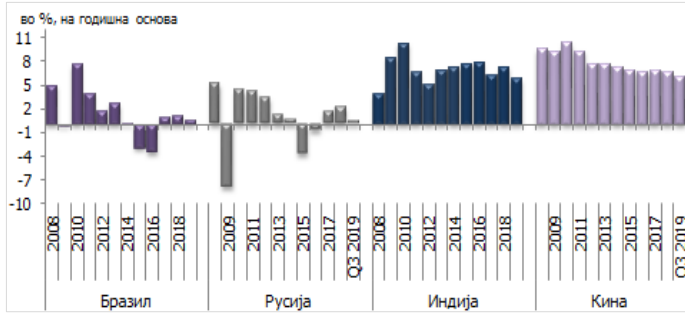
Инфлација



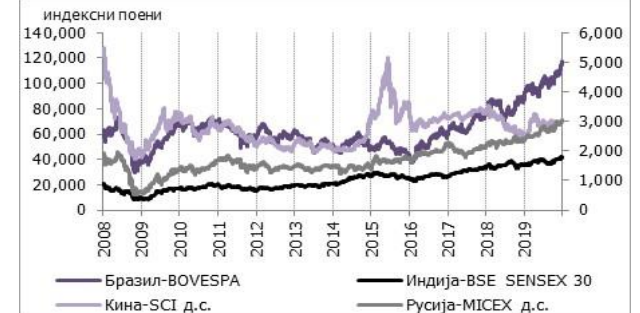
Основни каматни стапки на ЦБ



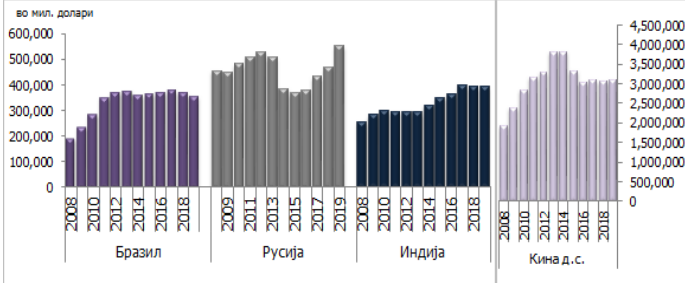
Раст на БДП



Берзански индекси



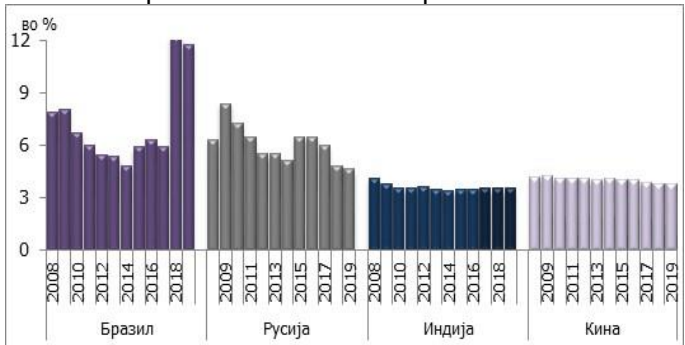
Состојба на девизните резерви



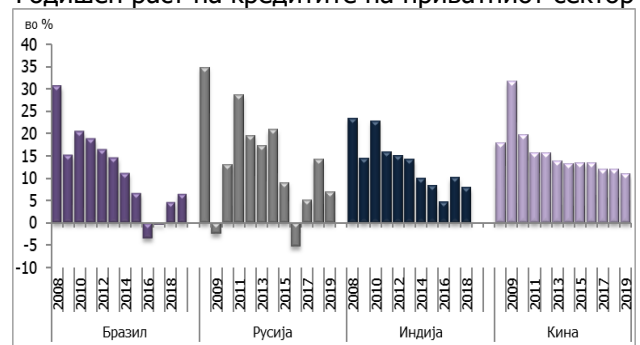
Номинални девизни курсеви



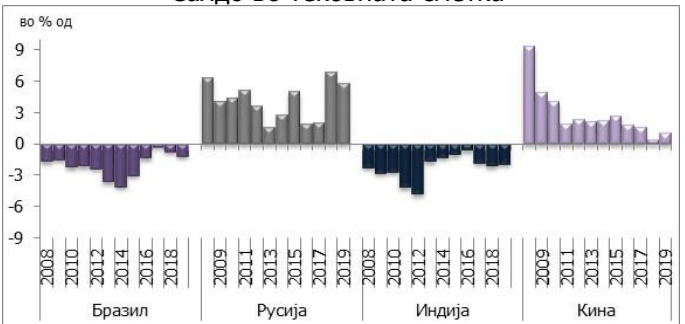
Просечна стапка на невработеност



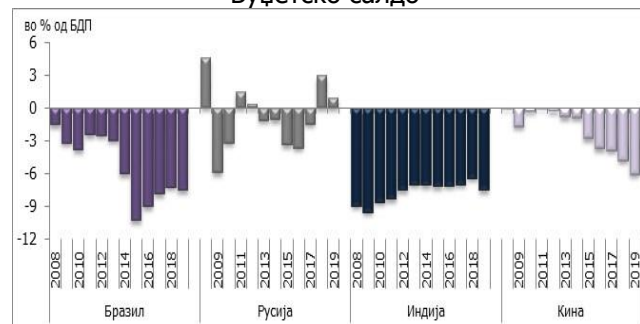
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



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 – умерен раст на активноста и натамошно олабавување на монетарна политика

Макроекономско окружување

И покрај неизвесното глобално окружување и влошената надворешна позиција на земјата, бразилската економија и во втората половина од годината покажуваше умерени знаци на закрепнување. Се очекува дека **БДП** во 2019 година ќе забележи раст од 1,2% (колку што изнесува и годишниот раст во третиот квартал), поддржан од домашната побарувачка (при најниско ниво (11%) на **невработеност** во последните четири години и раст на реалните плати) и зголемената активност во рударскиот сектор и градежништвото. Во меѓувреме, јавната потрошувачка забави во согласност со напорите за намалување на неодржливиот **буџетски дефицит** (којшто би достигнал околу 7% од БДП во 2019 година, главно поради високи каматни отплати, а во услови на надолна динамика на примарниот буџетски дефицит којшто во 2019 година изнесува 1,3% и е понизок од буџетската цел, 1,9%) и **јавен долг** (околу 78,3% од БДП во 2019 година). Освен консолидацијата на расходната страна, мерките за подобрување на фискалната позиција на земјата вклучуваа и приватизација на најголемата компанија за производство на електрична енергија и давање под концесија на полиња за производство на нафта¹. Ниската извозна побарувачка (главно од најголемиот трговски партнер Аргентина) и проблемите со кои се соочи рударскиот гигант Вале во првата половина од годината, придонесоа за остар пад на извозот и највисок дефицит во **тековната сметка** (2,8% од БДП во декември) од 2015 година наваму. Зголемувањето на цената на нафтата во втората половина од годината придонесе за умерена нагорна динамика на **инфлацијата** (4,3% во декември), којашто во текот на 2019 година во просек (3,7%) се одржуваше во рамки на целта на централната банка (4,5% +/- 1,5 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

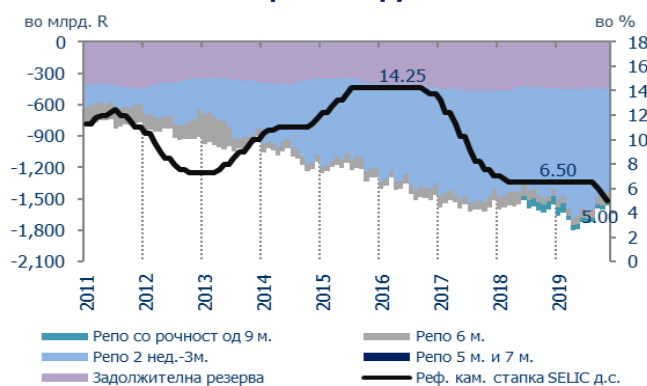
Движењето на инфлацијата под целното ниво во најголем дел од анализираниот период, како и ризикот од економска стагнација и ограничените можности за фискална експанзија беа причина централната банка на Бразил во втората половина од годината постојано да го поддржува растот на економијата преку олабавување на монетарните услови. Така, целната каматна стапка на пазарот на пари – СЕЛИК ја намали за вкупно 2 п.п., на историски најниско ниво од 4,5%. Стеснувањето на каматниот распон помеѓу Бразил и развиените економии предизвика одлив на капитал од економијата, што заедно со раздолжувањето на приватниот сектор кон странство на крајот од годината и слабите остварувања во трговската сметка придонесоа за депрецијација на реалот (за 3,5% во 2019 година). Исто така, поради слабиот интерес на нерезидентите на аукцијата за издавање под концесија на нафтените полиња отсутствуваа очекуваните девизни приливи, поради што централната банка, покрај со своп-операции за креирање девизна ликвидност, од август до ноември за првпат по 10 години, презеде и спот-интервенции за продажба на девизи. Овие девизни интервенции во комбинација со воздржаното буџетско трошење придонесоа за намалување на вишокот ликвидност во банкарскиот систем и соодветно за намалување на износот на редовните репо-операции за повлекување ликвидност, главно со рочност од две недели до три месеци (коишто учествуваат со околу 75% во вкупните монетарни инструменти), за кои што просечната каматна стапка изнесува 4,49%. Со оглед на пониското ниво на ликвидност, во второто полугодие банките немаа побарувачка на репо-операциите со рочност од 9 месеци.

Номинален девизен курс и интервенции со девизни своп-транзакции



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

Монетарни инструменти



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

¹ При крајот на годината државата даде под концесија околу 70% од сопственоста во најголемите полиња за производство на нафта во износ од околу 25,8 милијарди долари. Извор: <https://www.cnbc.com/2019/10/16/reuters-america-explainer-translating-tor-how-brazils-26-bln-oil-rights-auction-works.html>.

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

Макроекономско окружување

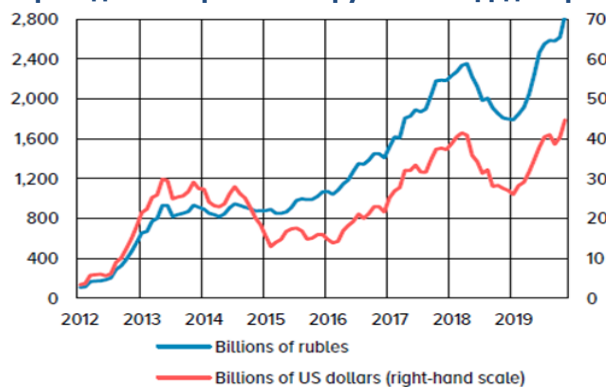
Во второто полугодие на 2019 година, **инфлацијата** во Русија ја продолжи надолната патека но засилено во однос на очекувањата од страна на централната банка и во декември се сведе на 3% (во првото полугодие во просек изнесуваше 5,1%). Истовремено, по релативно слабиот раст (од 0,7% на годишно ниво) во првата половина од годината, **активноста** на руската економија во последните два квартала забрза достигнувајќи 1,8% на годишна основа. Најголем придонес кон подобрите економски остварувања имаа индустриското производство, рударството и трговијата на големо. Притоа, **кредитирањето** на корпоративниот сектор во анализираниот период умерено забави (на 4,1% во ноември) со натамошно задржување на трендот на дедоларизација, а во иста насока се движеше и годишната стапка на раст на кредитите одобрени на домаќинствата (од 23,5% во мај на 19,7% во ноември), и тоа со најголем придонес на забавувањето на хипотекарните кредити. Солидната наплата на даночни приходи, засиленото остварување на инвестициските проекти, како и растот на тековните трошења за плати придонесоа за стеснување на суфицитот во **Буџетот** на 1,7% во 2019 година, од 2,7% во 2018 година.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Со оглед на натамошниот надолен тренд на инфлацијата, централната банка и во второто полугодие ги олеснуваше монетарните услови преку намалување на основната каматна стапка (на еднонеделните аукции на депозити) за вкупно 1,25 п.п., на ниво од 6,25%. Во анализираниот период, централната банка и натаму ја спроведува монетарната политика во услови на структурен вишок на ликвидност, кој освен преку задолжителната резерва, беше повлекуван и преку: аукциите на 1-неделни депозити на коишто се применува тендер со максимална каматна стапка и емисија на тримесечни купонски хартии од вредност. Притоа, централната банка активно ја приспособуваше понудата на овие два инструменти за повлекување на ликвидноста, согласно со промените на ликвидните средства на банките во рубљи, а коишто во голем дел беа одраз на динамиката на остварувањето на расходната страна на буџетот и неговото финансирање.

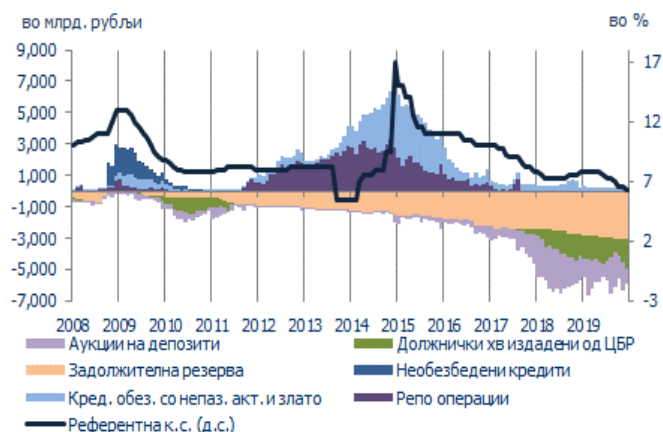
Во текот на анализираниот период вредноста на руската рубља забележа умерена апрецијација, што главно се поврзува со динамиката на цената на нафтата на светските пазари, но и со повисоките приливи врз основа на портфолио-инвестиции поврзани со зголемената склоност на инвеститорите на меѓународните пазари за инструменти со повисок принос. Во такви околности, странските инвеститори имаа зголемен интерес на примарниот пазар за државни хартии од вредност во Русија, што соодветно придонесе за пораст на нивното портфолио.

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



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

Монетарни инструменти



1.3. Индија – забавување на растот и експанзивна монетарна политика

Макроекономско окружување

Третата по големина економија во Азија во втората половина на 2019 година и натаму остварува релативно слаби стапки на раст (4,5% во третиот квартал), поради што титулата за најбрзорастечка економија во светот и ја предаде на Кина. Со тоа, во фискалната 2019/2020 година се очекува дека Индија ќе забележи најслаб **економски раст** (околу 5%) во последните единаесет години, при остар пад на инвестициите и забавување на личната побарувачка. Слабата приватна побарувачка се одрази и на продажбата на автомобили и недвижнини, што доведе до пад на производството на цемент и челик, загуби на работни места и раст на **невработеноста** на 8,5% во октомври. Влошената економска клима, во комбинација со сè уште високите каматни стапки на банкарските кредити (и покрај значителното олеснување на монетарните услови)² и заострените услови за финансирање, поради изгледите за ризици кај клучните сектори, придонесе за забавување на **кредитниот раст** на 9,1% во ноември (12,4% во декември 2018 година). Заради поддршка на економијата, владата ја зголеми финансиската помош за фармерите, ја намали стапката на данок на добивка (од 30% на 22%), обезбеди средства за инвестиции во инфраструктурата (околу 1.450 милиони долари во наредните пет години) и продолжи со натамошна докапитализација на банкарскиот сектор. Се очекува дека зголеменото буџетско трошење во комбинација со падот на даночните приходи (за околу 5,5%, за првпат во последните десет години) ќе го зголеми **буџетскиот дефицит** на 3,7%, што е над целта од 3,3%. Растот на цените на земјоделските производи (во услови на намалена понуда поради климатските незгоди) придонесе за постојан раст на **инфлацијата**, којашто во декември (7,4%) ја надмина целта на централната банка (4% +/- 2 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во анализираниот период, централната банка на Индија продолжи со спроведувањето најагресивна монетарна политика помеѓу азиските земји, изразувајќи ја подготвеноста на монетарната власт да даде поддршка на економскиот раст. Така, референтната каматна стапка на репо-операциите за креирање ликвидност во два наврати беше намалена за вкупно 0,60 п.п., на 5,15%. Соодветно намалување имаше и кај каматната стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност, на 4,9% и кај каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ, на 5,4%. Сепак, поради изразените инфлациски притисоци, главно од некономски карактер, на последниот состанок во декември централната банка го прекина единаесетмесечниот циклус на намалување на каматните стапки. Во второто полугодие, со оглед дека ликвидноста во банкарскиот систем растеше под влијание на зголемената јавна потрошувачка, централната банка покрај редовните, обратни репо-операции за повлекување на ликвидност преку ноќ, при крајот на годината спроведе и четири подолгорочни обратни репо-операции со рок на достасување од 21 до 42 дена.

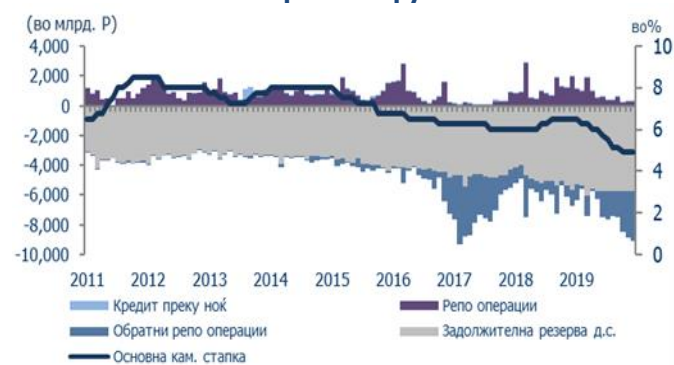
Во првата половина од годината, релативно попривлечните приноси на финансиските инструменти во Индија во однос на инструментите од развиените земји го привлекоа интересот на странските инвеститори, што придонесе за засилени приливи врз основа на портфолио-инвестиции. Во такви околности, централната банка интервенира со откуп на девизи, а вредноста на валутата беше стабилна и на нивото од декември 2018 година.

Девизен курс и интервенции



Извор: www.rbi.org.in

Монетарни инструменти



Извор: „Блумберг“.

² Ниската ефикасност на трансмисиониот механизам на монетарната политика е одраз на пониската депозитна основа на банките, со оглед на поголемата привлечност на владините програми за штедење (<https://www.coverfox.com/personal-finance/saving-schemes/>) коишто носат повисоки стапки на принос (во просек 8%) во однос на банкарските депозити (околу 7%). Во такви околности, во 2019 година орочените депозити забележаа пад од 10%.

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

Макроекономско окружување

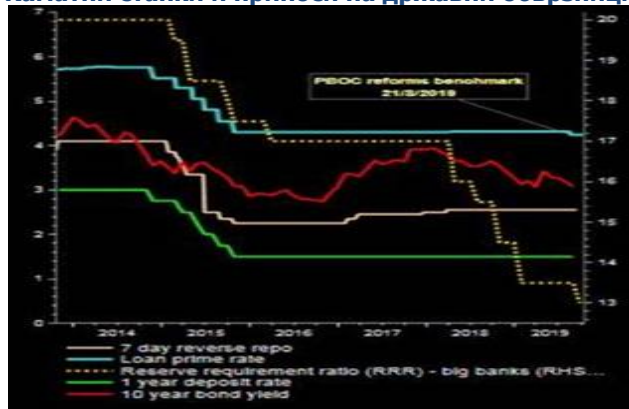
И покрај умереното подобрување на макроекономските показатели во последниот квартал од 2019 година, под влијание на позитивните изгледи за постигнување трговски договор со САД, кинеската економија во 2019 година забележа најслаб **економски раст** (6,1%) во последните 29 години. Трговскиот протекционизам негативно се одрази на индустриското производство и фиксните инвестиции, коишто забележаа најбавен пораст во последните 15 години. Податоците за продажбите на мало (годишен раст од 8% во декември, наспроти просекот од 10% во изминатите години) упатуваат на забавување на растот на личната потрошувачка, што е индикација за намалената доверба на домаќинствата. Трговските тензии придонесоа и за натамошно влошување на надворешниот сектор, така што за 2019 година се проценува дека суфицитот во **тековната сметка** ќе биде минимален, од околу 0,3% од БДП (0,4% во 2018 година). Во доменот на фискалната политика, зголеменото буџетско трошење и намалувањето на даночните стапки на речиси сите даноци на почетокот од годината придонесе за проширување на **буџетскиот дефицит** на 2,8% од БДП, наспроти 2,6% во 2018 година. Натамошната поддршка на централната банка во кредитирањето на малите и средните претпријатија овозможи задржување на солидниот **кредитен раст**, којшто во просек во 2019 година изнесуваше 12%. Растот на цените на нафтата и храната по избувнувањето на африканската свинска чума беше главен фактор за нагорната динамика на **инфлацијата**, којашто во декември достигна 4,5%.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Со оглед на предизвиците со кои се соочи кинеската економија, централната банка на Кина и во второто полугодие од 2019 година презеде мерки за олабавување на монетарната политика и за зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем. Така, продолжи циклусот на намалување на стапките на задолжителна резерва (за 0,5 п.п.), коишто се сведоа на 13,0% за големите банки и 11,0% за малите банки, додека за банките од руралните средини намалувањето беше за 1 п.п., на 7%. Исто така, при крајот на годината, за првпат по пет години централната банка ја намали каматната стапка на седумдневните репо-операции за креирање ликвидност за 0,05 п.п., на 2,50% и ја зголеми нивната понуда, со оглед на зголемените ликвидносни потреби на банките (квартална уплата на даноци во Буџетот и зголемена емисија на општински обврзници). Воедно, централната банка го зголеми износот на креирана ликвидност преку среднорочните кредити (англ. MLF-Medium-term Lending Facility, чијашто каматна стапка е исто така намалена за 0,5 п.п., на 3,25% за првпат по четири години), долгорочните операции (англ. PSL-Pledged Supplementary Lending) и целните среднорочни кредити (англ. TMLF-targeted medium-term lending facilities) заради засилување на целното кредитирање на малите и на средните претпријатија. Исто така, во неколку наврати е намалена и референтната каматна стапка по која банките ги финансираат најкредитоспособните корпоративни клиенти, на ниво од 4,15% со рок од 1 година и 4,80% за кредити до 5 години. Аукциите (коишто започнаа да се спроведуваат од февруари) на кои преку своп-трансакции примарните дилери по фиксна каматна стапка ги заменуваат перпетуалните обврзници издадени од комерцијалните банки со благајнички записи коишто ги издава централната банка, ја зголемија ликвидноста на пазарот на перпетуални обврзници. Во такви околности, банките ги зголемија емисиите на овој тип должнички инструменти, што позитивно се одрази на капитализацијата на банкарскиот систем.

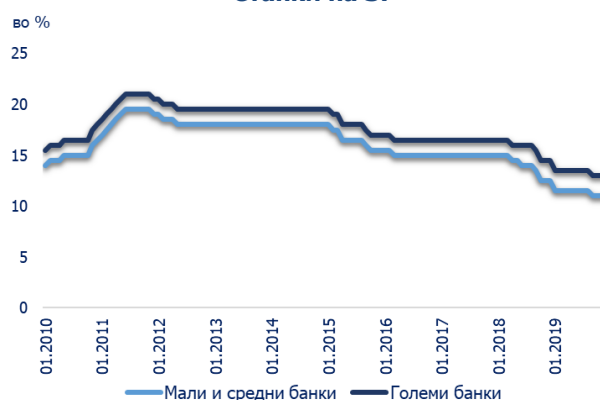
Кинескиот јуан имаше променливи движења под влијание на трговските тензии и неизвесноста за идниот економски раст, при што до крајот на декември го достигна нивото од 7 јуани за САД-долар (пад на вредноста од 1,2% во однос на САД-доларот на годишна основа).

Каматни стапки и приноси на државни обврзници



Извор: Ројтерс.

Стапки на ЗР

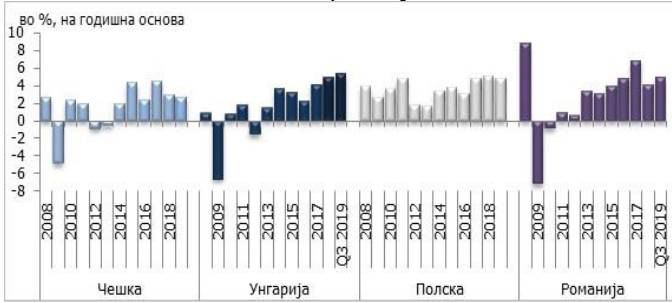


Извор: Централна банка на Кина

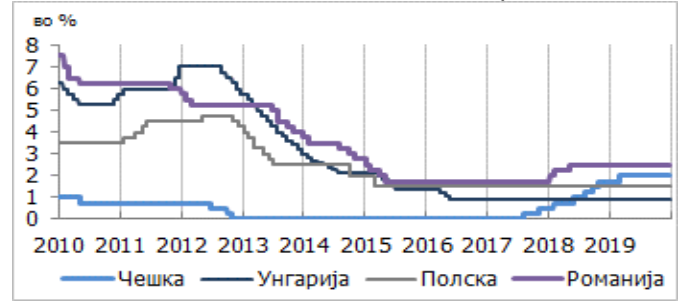
2. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

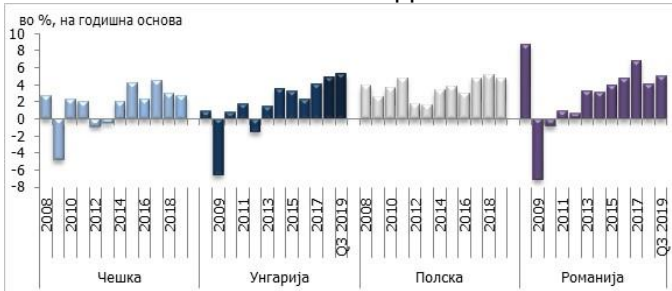
Инфлација



Основни каматни стапки на ЦБ



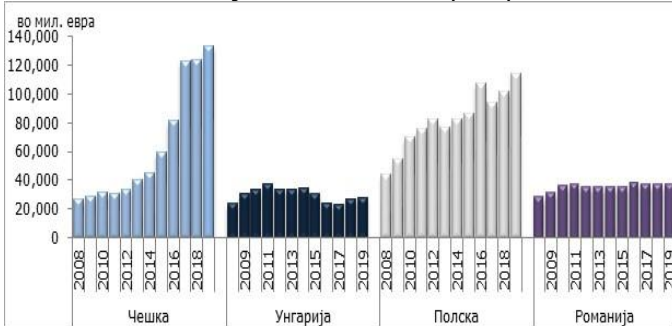
Раст на БДП



Берзански индекси



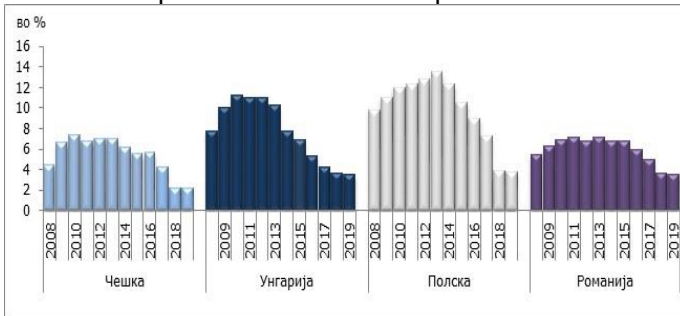
Состојба на девизните резерви



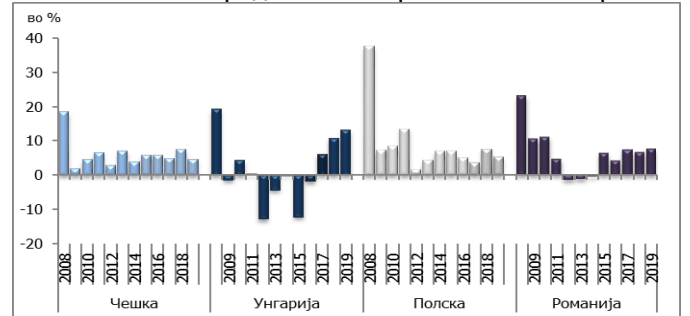
Номинален девизен курс во однос на еврото



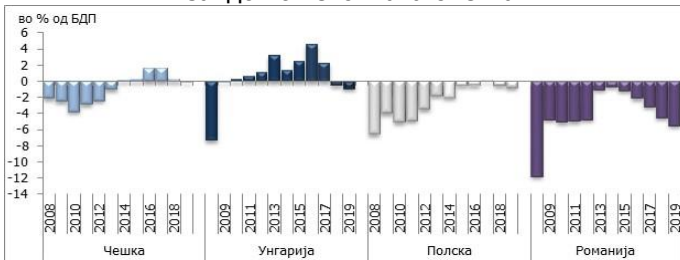
Просечна стапка на невработеност



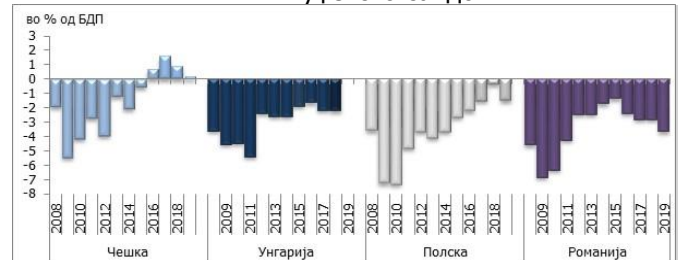
Раст на кредитите на приватниот сектор



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 – стопирање на двегодишниот циклус на затегнување на монетарните услови

Макроекономско окружување

Во втората половина од годината чешката економија и натаму расте (2,1%), но поумерено во однос на првите шест месеци (2,7%), поради послабите остварувања во извозниот сектор и забавената инвестициска активност поврзана со послаба апсорпција на средства од фондовите на ЕУ. Така, **вкупниот раст** во 2019 година изнесува 2,4% и е исто така послаб од претходната година (2,8%), но во согласност со тенденцијата за враќање на патеката на потенцијалниот одржлив раст. За тоа сведочат и движењата на пазарот на труд, коишто се карактеризираат со раст на платите, рекордно ниска стапка на **невработеност** и зголемена потреба за работна сила. Ваквите услови на пазарот на труд, заедно со повисоките цени на храната и нафтата, придонесоа за нагорна динамика на **инфлацијата** (3,2% во декември) којашто во 2019 година во просек (2,8%) се одржуваше на горната граница од инфлациската цел (2%, +/-1 п.п.). Во фискалната политика, и покрај зголемените буџетски трошења, а во услови на раст на даночните приходи како резултат на солидните остварувања на домашната економија³, се очекува умерен суфицит во **буџетот** од 0,3% во 2019 година. **Кредитната активност** на банкарскиот сектор забави, при послаб раст на корпоративното кредитирање (3,8% во третиот квартал) заради зголемените согледувања за ризик главно на индустријата и извозниот сектор, додека, пак, послабата динамика на кредитите одобрени на домаќинствата (7,3%) го одразува ефектот на макропрudentите мерки воведени во 2018 година⁴.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

По затегнувањето на монетарните услови на почетокот на годината, во второто полугодие, во очекување дека инфлациските притисоци ќе бидат неутрализираани со забавувањето на економскиот раст, централната банка на Чешка го прекина двегодишниот циклус на зголемување на каматните стапки. Така, основната каматна стапка којашто се применува на двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност се задржа на нивото од 2,00%, додека каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ изнесуваат 1,00% и 3,00%, соодветно. На репо-аукциите централната банка применува тендер со максимална каматна стапка, при што просечната остварена каматна стапка во анализираниот период се задржа на ниво на максималната стапка. Воедно, централната банка и натаму го повлекува вишокот главно преку основниот инструмент, којшто преовладува како помеѓу монетарните инструменти, така и во билансот на состојба на централната банка.

На почетокот на четвртиот квартал од годината, меѓународната агенција „Мудис“ го зголеми инвестицискиот рејтинг на земјата за долгорочните обврски (стабилен изглед) за првпат по 17 години. Оваа промена, заедно со повисокото ниво на каматни стапки во однос на водечките економии, позитивно се одрази на довербата на странските инвеститори и на вредноста на чешката круна, којашто апрецира за 1,14% во 2019 година. На домашните финансиски пазари и натаму продолжи израмнувањето на кривата на приноси на ДХВ, што Министерството за финансии го искористи за засилување на понудата на долгорочните ДХВ. Покрај домашните инвеститори, на аукциите на примарниот пазар на ДХВ висок интерес имаа и нерезидентите, коишто поседуваат околу 41% од ДХВ, што е речиси двојно повисоко ниво, во споредба со 2014 година.

Монетарни инструменти



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

Номинален ефективен девизен курс и интервенции на централната банка



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

³ Позитивен импулс за натамошен раст на даночните приходи ќе има и предлогот на владата за воведување дигитален данок по стапка од 7% за меѓународните компании, како Гугл, Фејсбук, Епл и Амазон, а којшто би бил изгласан од парламентот во 2020 година. Данокот ќе се однесува на ИТ-компаниите со годишен глобален приход од најмалку 750 милиони евра, од кои 3,93 милиони евра остварени во Чешка.

⁴ Мерките коишто се однесуваат на показателите 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 – активна примена на девизните своп-трансакции при спроведувањето на монетарната политика

Макроекономско окружување

Во третиот квартал на 2019 година, унгарската **економија растеше со 5%** на годишна основа, со што за целата година, согласно со декемвриските проекции на централната банка, се очекува дека растот ќе достигне 4,9%. Слично на претходните неколку квартали, и во втората половина од годината растот е поддржан од инвестициската потрошувачка и стабилниот придонес на личната потрошувачка. Економската експанзија во втората половина од годината се поврзува и со засилената буџетска потрошувачка, што придонесе за натфрлање на проектираниот буџетски дефицит за 2019 година (2,7% од БДП) за 22%. Сепак, **јавниот долг** ја продолжи надолната динамика и на крајот на третиот квартал се сведе на 66,4% од БДП (од 70,2% од БДП во 2018 година). Негативните реални каматни стапки, заедно со повољните изгледи за домашната економија придонесоа за релативно солидната кредитна побарувачка и соодветно за одржување на релативно високите годишни стапки на раст на **кредитите** одобрени на корпоративниот сектор (16% на годишна основа) и на домаќинствата (11%)⁵. Поттик за личната потрошувачка доаѓаше и од двоцифрената стапка на раст на платите во приватниот сектор, но и од натамошно ниското ниво на **невработеност**, од околу 3,4% на крајот на годината. **Инфлацијата**, којашто во најголем дел од годината се одржуваше околу целта, во последните два месеци имаше изразен нагорен тренд, достигнувајќи ја горната граница на целната зона (3%+/-1 п.п.).

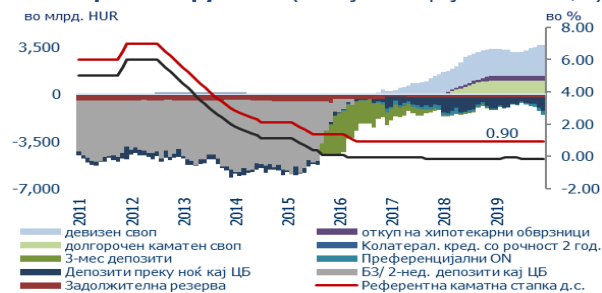
Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во второто полугодие на 2019 година, централната банка на Унгарија ја задржа истата референтна каматна стапка (0,9%)⁶ и истата каматна стапка на расположливите депозити преку ноќ, којашто е негативна и изнесува -0,05%⁷. Воедно, на почетокот на анализираниот период, согласно со најавите започна со примена програмата за откуп на корпоративни обврзници (англ. Bond Funding for Growth Scheme-BGS) со рочност од 3 до 10 години, којашто има за цел да обезбеди поддршка на финансирањето на домашниот корпоративен сектор⁸.

При спроведувањето на монетарната политика, централната банка и натаму го таргетира нивото на вишок ликвидност во банкарскиот систем, за што активно ја приспособува понудата на девизни своп-трансакции за креирање ликвидност во домашна валута. Преку овој инструмент, централната банка ја зголемува понудата на вишокот ликвидност во домашна валута и придонесува за одржување на меѓубанкарските каматни стапки на релативно ниско и стабилно ниво, околу долната граница од коридорот на каматни стапки. Динамички анализирано, во втората половина на годината вишокот на ликвидност во банкарскиот систем постепено се зголемува, за што покрај девизните своп-трансакции придонесе и засиленото остварување на буџетските расходи кон крајот на годината.

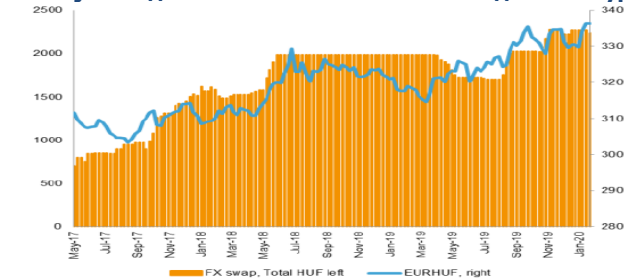
Анализата на динамиката на девизниот курс на унгарскиот форинт упатува на тренд на депрецијација, за која се оценува дека најмногу е одраз на експанзивната монетарна политика, којашто централната банка и покрај изразените инфлациски ризици⁹, и натаму ја спроведува преку емисија на ликвидни средства во банкарскиот систем.

Монетарни инструменти (состојби на крајот на месецот)



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

Состојба на девизни свопови и номинален девизен курс



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

⁵ Растот на кредитите на домаќинствата беше поддржан и од владината програма за заштита на семејствата (англ. Family protection action plan), чијашто крајна цел е зголемување на наталитетот во земјата.

⁶ 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, коишто се расположливи за банките коишто учествуваат во програмата Финансирање за раст (FGS Fix) и програмата за откуп на корпоративни обврзници (англ. Bond Funding for Growth Scheme-BGS), заради неутрализирање на краткорочниот вишок ликвидност.

⁷ Премиот на оваа каматна стапка во негативна вредност беше во март 2016 година.

⁸ Покрај оваа програма, централната банка и натаму ја применува програмата Финансирање за раст (FGS Fix), чијашто цел е подобрување на портфолиото на кредити што банките им ги одобруваат на малите и на средни претпријатија, преку зголемување на долгорочните кредити во домашна валута, по фиксна каматна стапка од 2,5%.

⁹ Централната банка на Унгарија го оцени растот на инфлацијата на крајот на годината како тренд со привремен карактер.

2.3. Полска – забавување на економскиот раст и непроменети монетарни услови

Макроекономско окружување

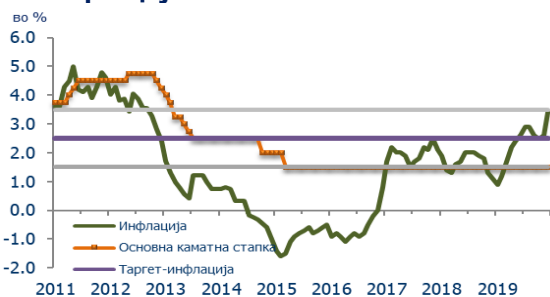
Глобалните економски трендови влијаеја и на економската експанзија на Полска, чијшто **БДП** во втората половина од годината се зголеми (3,6% на годишна основа) најбавно од 2016 година наваму. Со тоа, во 2019 година полската економија порасна за 4,1%, наспроти просечниот раст од околу 5% во претходните две години. Ваквите остварувања се поврзуваат со забавувањето на инвестициите финансирани со средства од фондовите на ЕУ, воздржаната инвестициска активност на локално ниво¹⁰, како и со послабиот извоз, поврзано со пониската глобална побарувачка. Од друга страна, приватната потрошувачка и натаму е двигател на економската активност, за што потврда се повисоките продажби во трговијата на мало, во услови на рекордно ниска стапка на **невработеност** (3,5% во ноември), зголемување на минималната плата (за 7,1%) и повисоки социјални трансфери поврзани со реформата во програмата 500+¹¹. Зголеменото буџетско трошење, коешто во еден дел се поврзува со парламентарните избори во октомври 2019 година, како и измените во персоналниот данок на доход¹² го проширија **буџетскиот дефицит** (проценет околу 1,4%, наспроти 0,5% од БДП во 2018 година). И покрај повисоката стапка во декември (3,4%) главно под влијание на цените на храната¹³, просечната годишна стапка на **инфлација** (2,3%) се задржа во рамки на целта на централната банка (2,5% +/- 1 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во очекување дека инфлациските притисоци поврзани со фискалната експанзија и нагорната динамика на платите ќе бидат неутрализирани со забавувањето на економскиот раст, во втората половина од годината централната банка на Полска ја задржа каматната стапка (на благајничките записи со рочност од една недела) на најниско ниво, од 1,5%. Тековната поставеност на каматните стапки е непроменета од март 2015 година и согласно со најавите на гувернерот на оваа централна банка, се очекува дека ќе се задржат до крајот на неговиот мандат во 2022 година. Во анализираниот период, засиленото трошење на државата придонесе за зголемување на вишокот ликвидност во банкарскиот сектор, којшто беше главно повлекуван преку благајничките записи, условувајќи умерен раст на неговата состојба.

Непосредно по позитивниот став на Европскиот суд на правдата (од август) и првата одлука на Врховниот суд на Полска (во ноември) за укинување на клаузулата за индексација на кредитите одобрени во швајцарски франци и овозможување да се конвертираат во домашна валута по курсот по кој биле одобрени, полската банкарска асоцијација објави дека овие одлуки можат да ги зголемат расходите на банките за конверзија на кредитите за 60 милијарди злоти (што е околу 2,7% од БДП или речиси петкратен износ од остварениот профит на банкарскиот сектор во 2018 година). Во такви околности, на полската берза беше забележан остар пад на цените на акциите на најголем дел од банките, додека вредноста на полската злота депрецира за 3,2%. Сепак, овие пазарни ефекти имаа привремен карактер, особено поради фактот што индивидуалниот трошок за секоја банка зависи од обемот на одобрени кредити во CHF, но и од ефективноста на судството, со оглед дека одлуката ќе се применува по иницирање судски случај од страна на одделните кредитокорисници. До крајот на годината полската злота се задржа на релативно стабилно ниво.

Инфлација и основна каматна стапка



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

Монетарни инструменти



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

¹⁰ Заради финансиските проблеми на општините, коишто изминатите неколку години се соочени со зголемени трошоци за локалните јавни услуги и пониските приходи поврзани со измените кај данокот на имот и кај надоместоците за одгледување на земјоделски култури.

¹¹ Реформата, којашто започна со примена од 1 јули 2019 година, вклучува исплата на надомест и за првородено дете (претходно надомест од 500 злоти користеа семејствата со месечен приход до 800 злоти (184 евра) за секое второ и наредно дете до 18 години).

¹² Од 1 август, лицата до 26 години со годишен приход до 20.117 евра се ослободени од плаќање персонален данок на доход. Се очекува дека ваквата реформа ќе ги намали даночните приходи за 223 милиони евра во 2019 година и 576 милиони евра во 2020 година.

¹³ Со оглед дека растот на цените на енергијата во првата половина од годината беше ризик фактор за идната динамика на инфлацијата, од 1 јули се ограничи растот на цената на електричната енергија за домаќинствата, мали и средни бизниси, болници и јавен сектор на централно и локално ниво.

2.4. Романија – забавена економска активност, инфлациски притисоци и непроменета монетарна политика

Макроекономско окружување

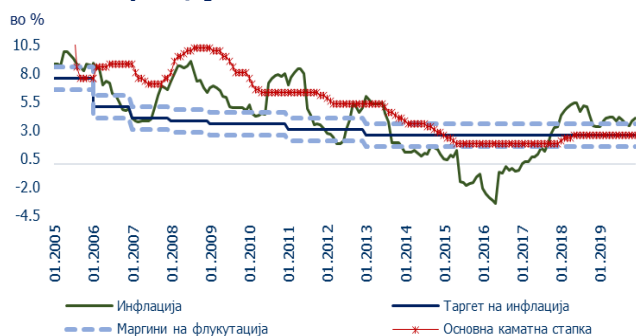
По силната експанзија во првата половина од 2019 година (4,7%), активноста на романската економија во останатиот анализиран период забави, за што сведочи и годишното зголемување на **БДП** од 3,7% во последните два квартали. Послабите економски остварувања се резултат на остриот пад на индустриското производство (во просек за 7% во втората половина од годината, наспроти умерениот раст од околу 1% во јануари), што покрај послабата надворешна побарувачка (главно од Германија), се должи на влошената ценовна конкурентност на земјата на пазарот на нискотехнолошки индустрии. Во меѓувреме, приватната потрошувачка и натаму беше двигател на растот (поддржана од растот на платите и ниската невработеност, 3,9% во декември), иако податоците за продажбите на мало во последниот квартал од годината упатуваат на намалена доверба кај потрошувачите поради политичката нестабилност во земјата. Во фискалната политика, зголемената јавна потрошувачка, зголемувањето на пензиите за 15%¹⁴, откажаната аукција за продажба на телекомуникациски лиценци¹⁵, како и послабата наплата на даночни приходи придонесоа за проширување на **буџетскиот дефицит** на 4,3%¹⁶ од БДП. Во услови на послаба побарувачка од ЕУ, солидната домашна потрошувачка го зголеми дефицитот во **тековната сметка** на 4,9% од БДП. Поради повисоките цени на прехранбените производи и преносниот ефект од депрецијацијата на валутата, **инфлацијата** во второто полугодие во просек (3,8%) се одржува над целната зона (2,5% +/- 1 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

И покрај нагорната динамика на инфлацијата, Централната банка на Романија и во втората 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. Најголемиот дел од вишокот ликвидност и натаму го повлекуваше преку задолжителната резерва, којашто во просек учествува со околу 90% од вкупниот износ на инструментите. Засиленото трошење на државата придонесе за дополнителен раст на ликвидноста, поради што банките немаа интерес на редовните репо-операции за креирање ликвидност. Воедно, посиленото финансирање на буџетскиот дефицит на примарниот пазар на ДХВ при крајот на годината придонесе за апсорпција на краткорочниот вишок на ликвидни средства и намалување на состојбата на еднонеделните аукции на депозити, на кои се применува тендер со ограничен износ и фиксна каматна стапка, којашто тековно е на исто ниво со основната каматна стапка (2,5%).

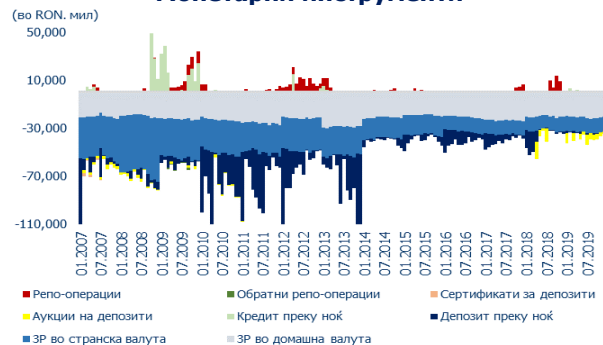
Влошените буџетски остварувања и растечкиот дефицит во тековната сметка беа причина за промена на изгледот на земјата од стабилен на негативен, што заедно со неизвесноста од спроведувањето на неопходните фискални и структурни реформи и политичката нестабилност во земјата, се одразија на довербата на странските инвеститори. Во такви околности, на крајот од годината валутата имаше пониска вредност за 2,7% во споредба со 2018 година, а приносите на издадените долгорочни еврообврзници достигнаа највисоко ниво во споредба со земјите коишто имаат исто ниво на кредитен рејтинг (БББ-).

Инфлација и основна каматна стапка



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

Монетарни инструменти



¹⁴ За септември 2020 година е најавен дополнителен раст на пензиите од 40%.

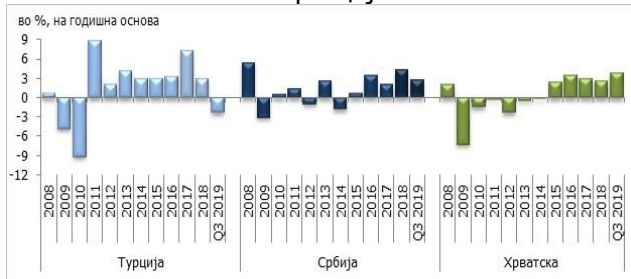
¹⁵ Заради нецелосна документација, во ноември беше откажана аукцијата за продажба на лиценци за 5G, којашто требаше да ги зголеми буџетските приходи за 500 милиони евра (0,25% од БДП). Извор: <https://www.romania-insider.com/romania-5g-auction-2020>.

¹⁶ Со оглед на влошените буџетски остварувања, се очекува дека Романија по вторпат ќе влезе во Процедурата на ЕК за прекумерен буџетски дефицит.

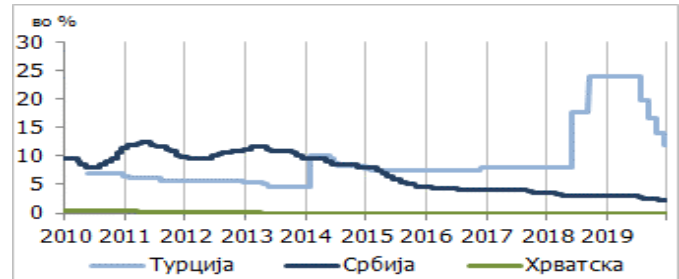
3. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

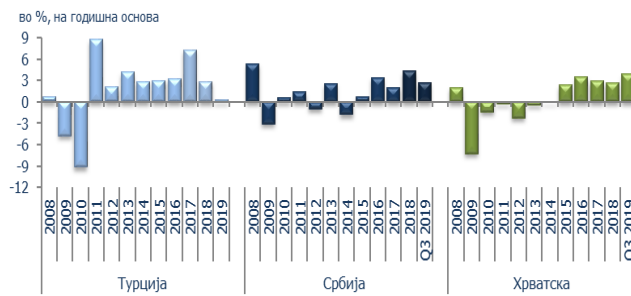
Инфлација



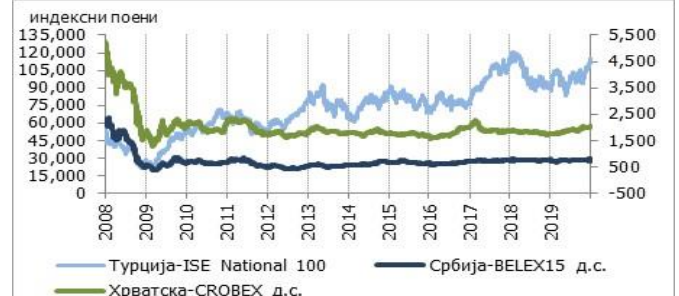
Основни каматни стапки



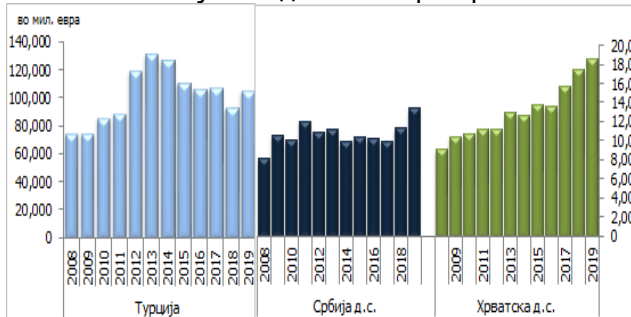
Раст на БДП



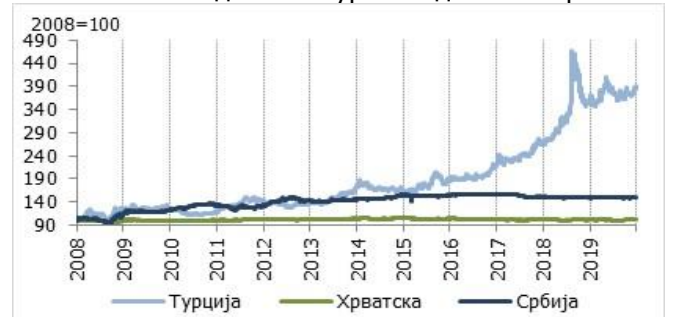
Берзански индекси



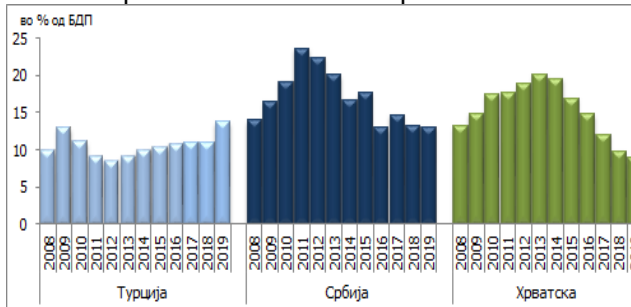
Состојба на девизните резерви



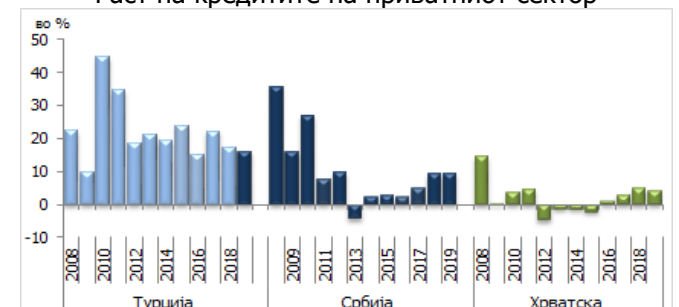
Номинален девизен курс во однос на еврото



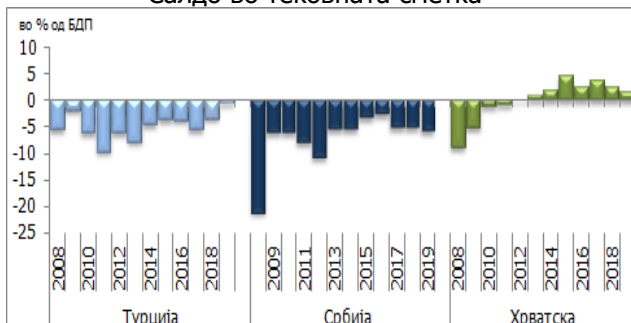
Просечна стапка на невработеност



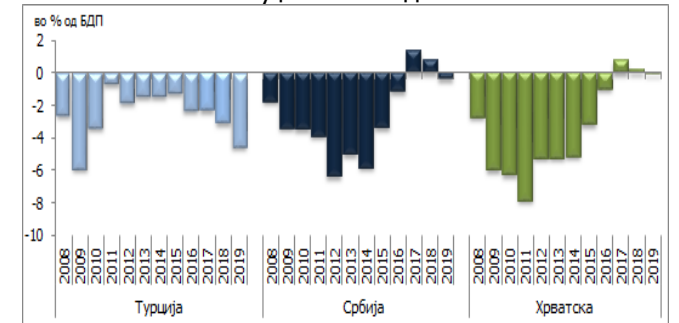
Раст на кредитите на приватниот сектор



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 – намалување на инфлацијата и олабавување на монетарна политика

Макроекономско окружување

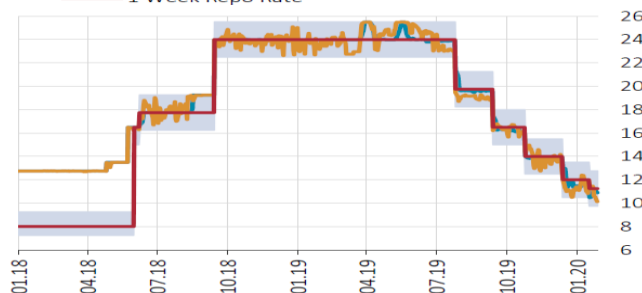
По економската контракција во три последователни квартали, во третиот квартал од 2019 година турската економија се врати на патеката на раст, проширувајќи се за 0,9% на годишна основа. Со тоа, се очекува дека во 2019 година Турција ќе забележи умерен раст од 0,3%, наспроти прогнозите од почетокот на годината за пад на **БДП** од 2,3%. Подобрите економски остварувања се резултат на фискалниот стимул и заживувањето на приватната потрошувачка, поттикната од намалувањето на **невработеноста** (на 13,4% во октомври) и зголемената **кредитна активност** (годишната стапка на раст на кредитите одобрени на приватен сектор во декември достигна 16%, наспроти близу 0% на крајот на јуни) во услови на олабавена монетарна политика и примена на задолжителната резерва за оваа цел. Засилената домашна побарувачка не се одрази во голема мера на **инфлацијата**, којашто во услови на стабилизирање на девизниот курс на лирата го продолжи надолжниот тренд и во просек во анализираниот период изнесуваше 12% (18,9% во првото полугодие). Од друга страна, експанзивната јавна потрошувачка придонесе за проширување на **буџетскиот дефицит** на 2,9% од БДП (2,0% во 2018 година), а со закрепнувањето на домашната активност се зголемија увозот и ризикот од проширување на дефицитот во **тековната сметка**.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

При изразен пад на инфлацијата, централната банка на четирите состаноци на Комитетот за монетарна политика ја намалуваше основната каматна стапка (на 1-неделните репо-операции за креирање ликвидност), сведувајќи ја (од 24%, на крајот на јуни) на 12%. Истовремено, на домашните пазари побарувачката за ликвидност во турски лири се намали, поради ефектот на редисконтните кредити, зголемената понуда на аукциите за продажба на девизни термински трансакции без испорака и трансакциите на државата. Со оглед на намалените ликвидносни потреби во домашна валута, состојбата на 1-неделните репо-операции забележа пад, а кредитот преку ноќ за примарни дилери¹⁷ беше користен повремено и во послаб износ. Воедно, централната банка продолжи активно да ја применува задолжителната резерва, овој пат за стимулирање и на кредитната активност во земјата. Имено, во август 2019 година, стапките на задолжителна резерва во домашна валута и надоместот на задолжителната резерва којашто се исполнува во домашна валута зависат од индивидуалниот годишен раст на потрошувачките кредити во домашна валута. Така, ако годишниот раст на овие кредити е од 10 до 20%, се применува пониска стапка (2%, наспроти основните стапки коишто се движат од 4 до 7%, зависно од рочноста на обврските) и повисок надомест за задолжителната резерва во домашна валута (15%, наспроти редовниот надомест од 5%). Во декември 2019 година, оваа функција на задолжителната резерва беше проширена и за стимулирање на долгорочните корпоративни и хипотекарни кредити. Така, пониска стапка на задолжителна резерва во домашна валута (од 2%) се применува и за банките коишто имаат реален годишен раст на овие кредити од 5 до 15%. Воедно, беа зголемени и стапките на задолжителна резерва коишто се применуваат на обврските во девизи за 3 п.п., но од оваа измена се изземени банките коишто ги исполнуваат условите за примена на пониска стапка на задолжителна резерва во домашна валута¹⁸.

Каматни стапки на Централната банка во Турција

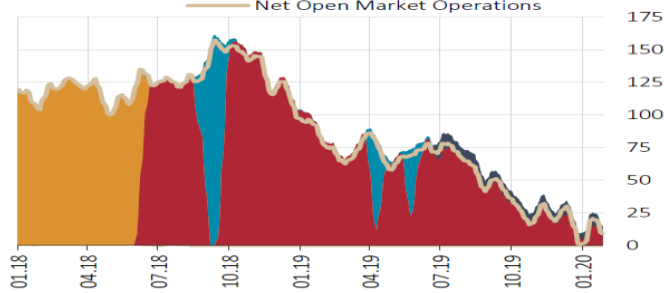
Interest Rate Corridor
CBRT Average Funding Rate
Average Interest Rate at BIST excluding the CBRT
1 Week Repo Rate



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

Монетарни инструменти

Overnight Lending
Late Liquidity Window
PD Repo
One Week Repo
Net Open Market Operations



¹⁷ Овој инструмент беше воведен во првата половина на 2019 година како една од сетот на мерки за подобрување на ликвидноста во банкарскиот систем, при што нивната каматна стапка е пониска за 1 п.п. од основната каматна стапка. Износот на овие операции по одделен примарен дилер е поврзан со нивниот прираст на портфолиото на државни хартии од вредност.

¹⁸ Зголемувањето на стапката на задолжителна резерва во девизи во декември следуваше еден ден по критиката од страна на ММФ дека девизните резерви на Турција се релативно ниски, а потребите за надворешно финансирање на земјата се високи.

3.2. Хрватска – солиден економски раст и експанзивна монетарна политика

Макроекономско окружување

Во третото тримесечје од 2019 година, активноста во хрватската економија и натаму се зголемува но умерено, остварувајќи **годишен раст** на БДП од 2,9%, колку што би изнесувал и вкупниот раст во 2019 година (2,6% во 2018 година). Ваквите остварувања беа поддржани од приватната потрошувачка (за што сведочат и податоците за продажбите на мало), во услови на зголемена доверба на потрошувачите и солидна кредитна активност, којашто на крајот на 2019 година достигна 4,2%. Солиден придонес кон заживувањето на економската активност имаше и надворешниот сектор (во услови повисок раст на извозот во однос на увозот на стоки за домашна потрошувачка) и туризмот, со оглед дека бројот на туристи во 2019 година беше повисок за околу 5% во однос на 2018 година. Во втората половина од годината, беше забележано засилено задолжување на примарниот пазар на ДХВ, заради обезбедување средства за исплата на достасаната евробврзница во ноември. Повисоката домашна побарувачка придонесе за раст на цените на храната, поради што **инфлацијата** во втората половина на годината имаше главно нагорна динамика (достигнувајќи 1,4% во декември) и во просек изнесуваше околу 0,9% (0,6% во просек во првата половина на 2019 година).

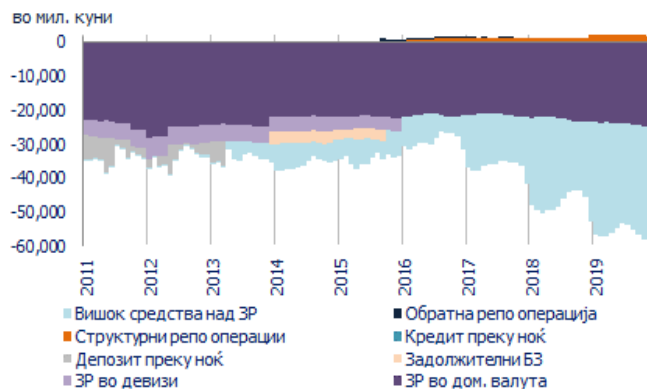
Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во текот на втората половина од 2019 година, централната банка на Хрватска и натаму спроведува експанзивна монетарна политика преку задржување на ликвидноста во банкарскиот систем на релативно високо ниво. Во такви околности, банките немаа потреба за задолжување на меѓубанкарскиот пазар на депозити¹⁹. Во анализираниот период, централната банка и натаму ги спроведува редовните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од седум дена (фиксна каматна стапка од 0,3%), но поради високата ликвидност (присутна од декември 2017 година), пазарните учесници немаа интерес за овие операции.

Дел од вишокот ликвидност банките го пренасочија кон нови инвестиции на примарниот пазар на ДХВ, каде што беа понудени краткорочни хартии од вредност. На овие аукции, во услови на повисока побарувачка беше забележано умерено намалување на просечните остварени каматни стапки, а на аукцијата на 12-месечни државни записи во куни со валутна клаузула, од август остварената просечна каматна стапка има негативна вредност, од -0,05%²⁰.

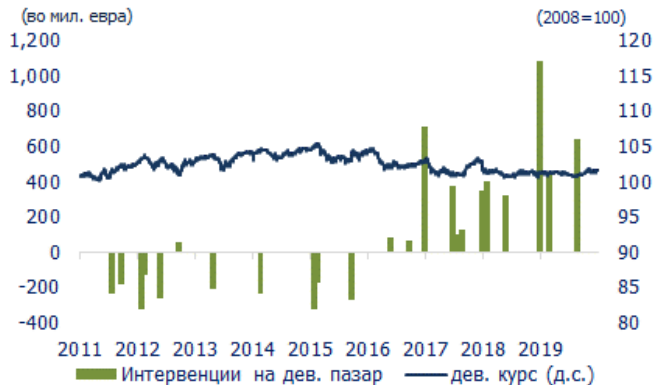
Со оглед на апрецијациските притисоци во втората половина од годината главно предизвикани од позитивните движења во платниот биланс (како резултат на зголемениот извоз, приливите на средства од фондовите на ЕУ и намалувањето на евроизацијата), централната банка интервенира еднократно (во август) со откуп на 638,5 милиони евра. Интервенциите на централната банка во 2019 година (1.088 милиони евра) во најголем дел го објаснуваат растот на девизните резерви, чијашто состојба на крајот на годината (18.560 милиони евра) беше повисока за 1.122 милиони евра во однос на крајот на 2018 година.

Монетарни инструменти



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

Интервенции на девизен пазар и номинален девизен курс на куната



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

¹⁹ Во 2019 година на меѓубанкарскиот пазар беа склучени само две трансакции, од кои едната по негативна просечна каматна стапка од -0,24%.

²⁰ На истата рочност, ДХВ во куни имаат просечна остварена каматна стапка од 0,06%.

3.3. Србија – солидни економски показатели и олабавување на монетарните услови

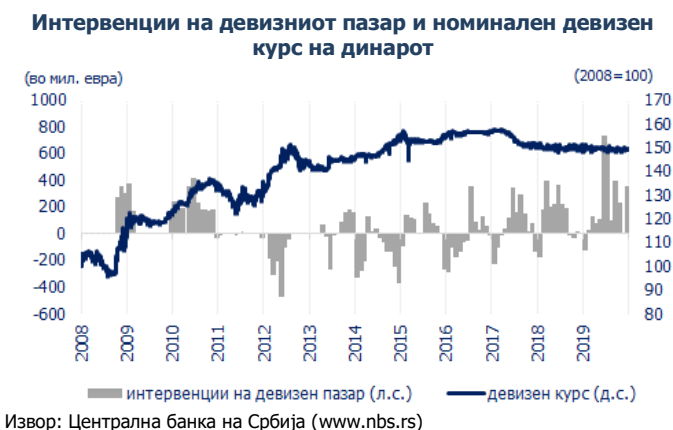
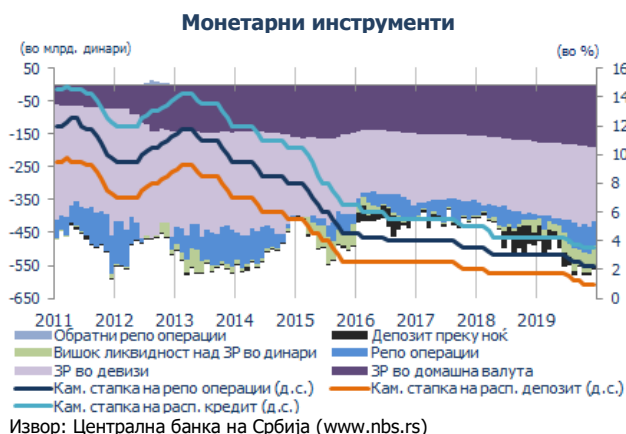
Макроекономско окружување

Во третиот квартал од 2019 година српската економија оствари солиден **раст** од 4,8% на годишна основа²¹, главно поради растот на инвестициите, извозот и позитивните остварувања на пазарот на труд. Солидните макроекономски показатели, но и подобрувањето на изгледите за економијата придонесоа за високи приливи врз основа на **СДИ**, коишто заклучно со ноември 2019 година достигнаа околу 3,1 милијарда евра (раст од 37,3% на годишна основа). Поволните трендови во економијата се одразија и врз **Буџетот**, каде што заклучно со 2019 година беше остварен **суфицит** од 0,4% од БДП, а јавниот долг ја продолжи надолната патека, сведувајќи се на 52,4% од БДП во ноември 2019 година. По успешното издавање на првата еврообврзница во јуни²², Србија во ноември ја издаде втората еврообврзница во износ од 550 милиони евра по купонска каматна стапка од 1,25%, а средствата и од оваа еврообврзница беа искористени за предвремен откуп на доларски еврообврзници во истиот износ коишто достасуваат во 2020 и 2021 година. Поволниот економски раст беше поддржан и од **кредитната активност на банките** (10,4% во ноември), каде што солиден придонес имаа зголемениот обем на кредити одобрени како на домаќинствата (за 9,6% на годишна основа), така и на корпоративниот сектор (за 11,5%). **Инфлацијата** главно се движеше во границите на целното ниво и во декември изнесуваше 1,9%, колку што во просек изнесува за целата 2019 година (3% со дозволени флукуации од +/-1,5 п.п). Во декември 2019 година, агенцијата за рејтинг „Стандард и Пурс“ го зголеми **кредитниот рејтинг** на Србија од ВВ на ВВ+, главно поради солидниот економски раст, зајакнување на макроекономските показатели и фискалната дисциплина.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во втората половина на 2019 година централната банка на Србија ја намали основната каматна стапка (на еднонеделните репо-операции за повлекување ликвидност) во три наврати, вкупно за 0,75 п.п., на ниво од 2,25%. Соодветно на оваа промена беа намалени и каматните стапки на расположливите кредити и депозити, коишто се дефинирани во распон од +/-1,5 п.п. и го формираат коридорот на каматни стапки. На аукциите на репо-операциите за повлекување ликвидност, централната банка и натаму применува тендер со максимална каматна стапка, на коишто просечната остварена стапка на крајот на годината изнесуваше 1,02%. И покрај тоа што значителен дел од вишокот ликвидност креирана преку интервенциите на девизниот пазар во втората половина од годината беше апсорбиран преку репо-операциите, овој инструмент и натаму има незначително учество (околу 10%) во вкупниот износ на инструменти за повлекување на ликвидност.

Олеснувањето на монетарните услови се одрази и на каматните стапки на понудените ДХВ, коишто достигнаа ново, историски најниско ниво. И покрај надолниот тренд на понудените приноси, странските инвеститори имаа интерес за вложување во долгорочни динарски државни обврзници, па поради тоа и поради високите приливи од СДИ, централната банка на Србија да интервенира со откуп на вишокот девизи. Имено, во втората половина од годината беа нето-откупени 1.740 милиони евра, што беше главен фактор за раст на девизните резерви (на ниво од 13.379 милиони евра на крајот на годината). Со тоа, во 2019 година централната банка на Србија од пазарот има повлечено нето девизна ликвидност од банкарскиот систем во вкупен износ од 2.695 милиони евра.



²¹ Во првата половина од годината растот на БДП беше умерен и во просек изнесуваше 2,8%, на годишно ниво.

²² Во вкупен износ од 1 милијарда евра со рочност од 10 години и купонска камата од 1,5%.