



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

(втора половина на 2021 година)

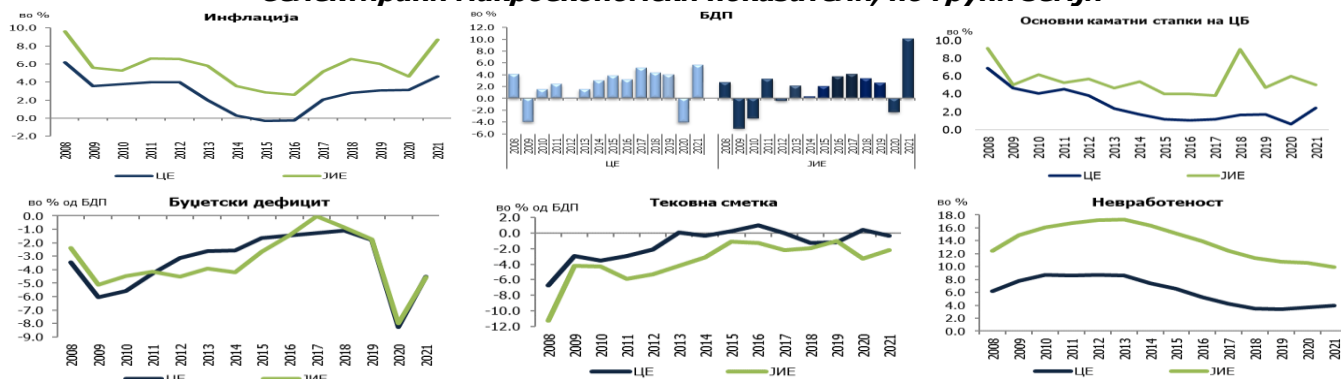
Дирекција за операции на финансиските пазари

февруари 2022 година

Вовед

Зголемување на каматните стапки за да се спречи инфлацијата или одржување ниски каматни стапки заради поддршка на економскиот раст, но за сметка на повисока инфлација, тоа е дилемата со која се соочуваа централните банки на глобално ниво во втората половина од 2021 година. Имено, глобалното економско закрепнување продолжи и во второто полугодие, и покрај појавата на нови варијанти на вирусот ковид-19. Пристапот до вакцинација и навремената, активна и усогласена поддршка на монетарната и фискалната политика на почетокот од здравствената криза беа главни двигатели на закрепнувањето на глобалната економија. Со оглед на тоа дека економското закрепнување е во тек и инфлацијата, којашто во земјите каде што економското закрепнување по пандемијата се случи многу брзо, достигна највисоко ниво во последните четириесет години и веројатно нема да е од минлив карактер како што се очекуваше претходно, централните банки го забрзаа темпото на нормализирање на монетарните политики. Брзината и интензитетот на промена на насоката на монетарната политика во голема мера се условени од стратегијата на монетарната политика, макроекономските фундаменти на одделната економија и надворешнотрговската позиција. Така, имајќи предвид дека ФЕД и ЕЦБ применуваат флексибилно целење на инфлацијата, во втората половина на 2021 година ги задржаа каматните стапки непроменети и објавија намалување на програмите за ликвидносна поддршка на финансискиот сектор воведени како нестандартни мерки на почетокот од пандемијата, додека Банката на Англија ги изненади пазарите и во декември ја зголеми основната каматна стапка. Заострувањето на монетарната политика беше карактеристика и за централните банки во земјите од Централна Европа, коишто применуваат стратегија на целење на инфлацијата и коишто главно се поборници за ценовна стабилност. Меѓу анализираниите земји, централните банки на **Чешка** и **Унгарија** продолжија со циклусот (започнат во јуни 2021 година) на заострување на монетарните услови преку зголемување на каматните стапки коишто на крајот од годината беа значително над нивото од преткризниот период. Истовремено, овие централни банки го укинаа најголемиот дел од нестандартните инструменти за креирање ликвидност во домашна валута. Острото зголемување на каматните стапки над преткризното ниво беше карактеристика и за централната банка на **Полска**, којашто постепено го намалуваше откупот на државни хартии од вредност на секундарниот пазар, којшто беше прекинат во декември. И централната банка на **Романија** во втората половина од годината ја промени насоката на монетарната политика и во два наврати поумерено ја зголеми основната каматна стапка, ја укина програмата за квантитативно олеснување и се заложи за строга контрола на ликвидноста на пазарот на пари. И централните банки на земјите од Југоисточна Европа во втората половина од 2021 година ги носеа монетарните одлуки согласно со случувањата и макроекономските фундаменти на домашната економија. Централната банка на **Србија** ја задржа истата основна каматна стапка, додека просечната ефективна каматна стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност во домашна валута на крајот од годината беше повисока за 0,28 п.п., во споредба со јуни 2021 и крајот на 2020 година. Монетарната власт на **Хрватска** продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките. Единствена помеѓу анализираниите земји е централната банка на **Турција**, којашто и покрај сè повисоката, двоцифрена стапка на инфлација и солидниот раст на економската активност којшто е меѓу највисоките на глобално ниво, во втората половина од годината ги намалуваше каматните стапки, по што се зголеми недовербата во независноста на централната банка.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји



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

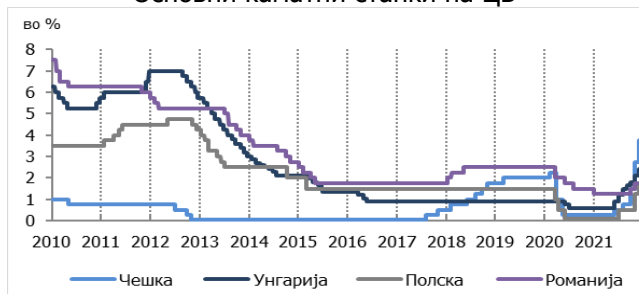
1. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

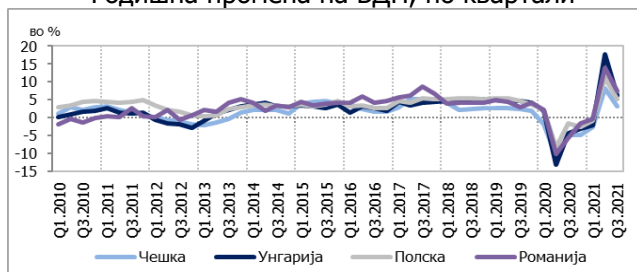
Годишна промена на инфлација, по месеци



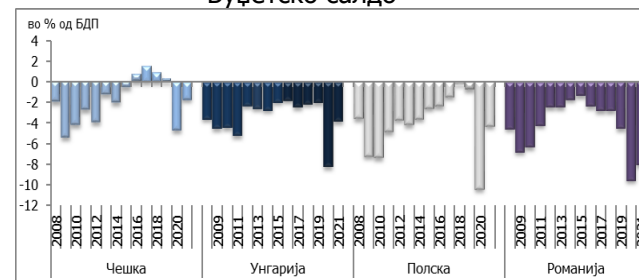
Основни каматни стапки на ЦБ



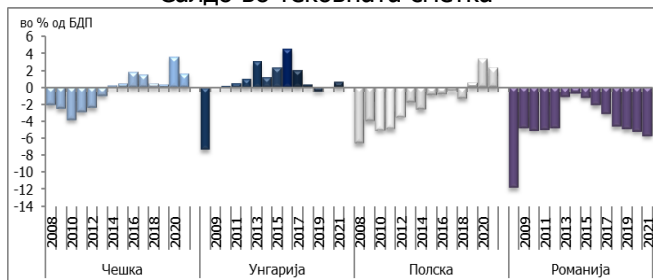
Годишна промена на БДП, по квартали



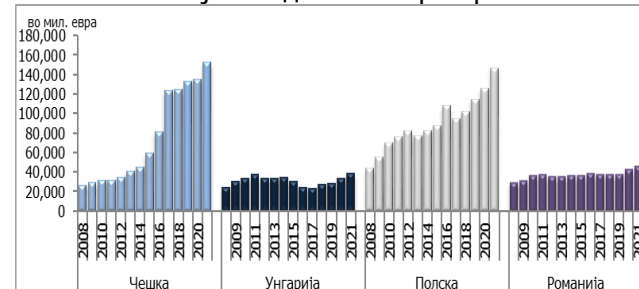
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



* Извор: база на податоци на ММФ. Податокот за 2021 година е проекција на ММФ.

Макроекономско окружување во земјите од Централна Европа

Во земјите од Централна Европа, закрепнувањето на домашната и странската побарувачка, заедно со тесните грла во одредени производствени сектори поради недостаток на сировини и ограничување на понудата, повисоките цени на енергијата, земјоделските производи, природниот гас и горивата, во текот на целата година создадоа нагорен притисок врз потрошувачките цени. Во такви околности, инфлацијата кај сите анализирани земји во втората половина од годината се одржуваше високо над инфлацијските цели на централните банки. По солидната експанзија во првите три квартали од 2021 година, економската активност кај овие земји при крајот на годината умерено забави, главно заради намалената доверба на потрошувачите во услови на зголемена инфлација, раст на трошоците за финансирање како резултат на заострувањето на монетарните услови и брзото ширење на новата варијанта на вирусот ковид-19. Сепак, имајќи ги предвид расположливите макроекономски податоци, во најголем дел од анализираниите земји (со исклучок на Чешка) економскиот раст во 2021 година го надомести падот на активноста во 2020 година. Имено, според процените на одделните земји, во 2021 година се очекува дека највисок раст ќе оствари **Унгарија** 6,9%, по што следат **Романија**, 6,6%, **Полска**, 6,4% и **Чешка** 3,79%¹.

¹ Во 2020 година, највисок пад на активноста оствари чешката економија, -5,6%, по што следат Унгарија, -4,8%, Романија, -3,7% и Полска 2,7%.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

1.1 Чешка

Справувањето со сè повисоката инфлација беше главен предизвик на централната банка на Чешка², којашто уште во јуни се заложи за силно затегнување на монетарните услови, а имајќи го предвид нејзиниот став дека не може да се постигне долгорочен економски просперитет без исполнување на целта за ценовна стабилност. Брзиот раст на цените беше поттикнат од базичната инфлација³, како одраз на изразените домашни ценовни притисоци (создадени од зголемената буџетска потрошувачка непосредно пред парламентарните избори во октомври и затегнатите услови на пазарот на труд, каде што недостатокот на работна сила⁴ создаде притисок за постојан раст на платите), силната инфлација на цените на примарните производи на меѓународните пазари, како и повисоките цени на горивата, електричната енергија и природниот гас за домаќинствата. Во такви околности, **централната банка во четири последователни наврати ја зголеми основната каматна стапка којашто се применува на двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност, за вкупно 3,25 п.п. на 3,75%, што е најстро конвенционално затегнување на монетарните услови помеѓу земјите во регионот⁵**. Покрај референтната каматна стапка, беа зголемени и каматната стапка на **расположливите кредити преку ноќ**, за 3,50 п.п. на 4,75%, додека каматната стапка на **расположливите депозити преку ноќ** беше на повисоко ниво за 2,70 п.п., на 2,75%. Банките ги неутрализираа краткорочните ликвидносни флукуации во најголем дел преку основниот инструмент (**двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност**), чијашто состојба беше релативно стабилна. На овие аукции централната банка применува тендер со максимална каматна стапка еднаква на основната каматна стапка, при што просечната остварена каматна стапка во анализираниот период се задржа на ниво на максималната стапка. Централната банка продолжи со спроведувањето на **редовните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од две недели** (воведени во 2008 година), за кои банките и останатите финансиски институции коишто можат да учествуваат на аукциите (осигурителни компании, пензиски фондови и друштва за управување) немаа побарувачка⁶. На репо-аукциите за креирање ликвидност, централната банка применува тендер со износи, неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната каматна стапка. Банките пренасочија еден дел од вишокот ликвидност, којшто постојано се зголемуваше како резултат на зголемената буџетска потрошувачка, на примарниот пазар на државни хартии од вредност, каде што приносите ја следеа динамиката на основната каматна стапка и на крајот од декември беа повисоки за 2,5 п.п. во споредба со крајот на 2020 година⁷. Побарувачката главно произлезе од домашните банки, коишто ја зголемија сопственоста во вкупните издадени ДХВ на 41% на крајот од декември (34% во декември 2020 година), додека нерезидентите ја намалија сопственоста на 30% (35% на крајот од 2020 година).

Монетарни инструменти



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

Девизен курс и интервенции на ЦБ



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

³ Базичната инфлација во 2021 година постојано имаше нагорна динамика и во декември достигна 8,6%, додека вкупната инфлација на крајот од годината достигна 6,0%, што е над инфлациската цел на централната банка од 2+/-1 п.п. Според оцените на централната банка, во првите месеци од 2022 година инфлацијата би достигнала околу 9,0%, а потоа постепено би се намалувала и во првата половина од 2023 година би ја достигнала целта од 2,0%.

⁴ Уште во преткризните години невработеноста во Чешка беше многу ниска, околу 2,0%.

⁵ И во 2020 година централната банка реагира со најсилно намалување на каматните стапки помеѓу земјите од регионот, намалувајќи ја основната каматна стапка за вкупно 1,75 п.п. на 0,25%, каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ беше намалена за 0,95 п.п. на 0,05%, додека каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ беше сведена на пониско ниво за 2,00 п.п., на 1,00%.

⁶ На репо-операциите за креирање ликвидност, банките и останатите финансиски институции имаа многу мал интерес само во март, мај и јуни 2020 година, и тоа со рочност до две недели.

⁷ Со тоа, приносите на државните обврзници (коишто преовладуваат во вкупната состојба на издадени ДХВ, и тоа со најголема застапеност на обврзниците со рочност од 11 до 15 год.) се движеа од 0,01% за најниската понуда рочност од 3,8 години, до 4,85% за обврзниците со најдолга понудена рочност од 50 год.

Острото зголемување на каматните стапки и брзото проширување на позитивниот каматен распон во однос на останатите земји од Унијата позитивно се одрази на вредноста на домашната валута, којашто единствена помеѓу валутите на земјите од регионот во 2021 година апрецира, за 5,14% и во декември се движеше околу 25 чешки круни за едно евро. Централната банка во анализираниот период не интервенира на девизниот пазар.

1.2. Унгарија

Согласно со оцената на централната банка на Унгарија⁸, постојано високите цени на енергијата и сировините, зголемувањето на трошоците за меѓународен транспорт и нарушените синџири за снабдување укажуваат на поодржливи надворешни инфлациски притисоци од првичните очекувања. Во исто време, затегнатите услови на пазарот на труд, заедно со брзиот раст на платите и повисокото инфлациско окружување создаваат зголемени инфлациски очекувања и ризик од натамошен раст на инфлацијата⁹. Во такви околности, **централната банка до крајот на годината продолжи со циклусот на затегнување на монетарната политика започнат во јуни 2021 година. Така, во шест последователни наврати ја зголеми референтната каматна стапка за вкупно 1,50 п.п., на 2,40% (што е највисоко ниво во последните седум години).** Исто така, централната банка го прошири просторот за дејствување на монетарната политика преку воведување **асиметричен коридор на каматни стапки**: каматната стапка на **расположливите кредити преку ноќ** беше зголемена за вкупно 2,55 п.п. на 4,40%, а каматната стапка на **расположливите депозити преку ноќ** беше зголемена за 2,45 п.п. и на крајот на декември беше иста со референтната каматна стапка, 2,40%. **Паралелно со заострувањето на каматните услови, централната банка продолжи со постепено повлекување на инструментите за управување со ликвидноста во кризни периоди.** Најпрво ги укина **еднонеделните кредитни аукции за обезбедување ликвидност со рочност од 1 недела, 3, 6, 12 месеци и 3 и 5 години** (кај кои над 90% од побарувачката беше со рочност од 5 год.) коишто беа воведени во првата половина на 2020 година. Потоа, постепено го намалуваше откупот на **неделните аукции на државни хартии од вредност (ДХВ) на секундарниот пазар**, а во декември во целост ја укина оваа програма. Но, централната банка не ја исклучува можноста од интервенции во иднина, заради одржување на стабилноста и ликвидноста на пазарот на ДХВ. Во согласност со заложбите за затегнување на монетарните услови, а и имајќи ги предвид и согледувањата дека солидната ликвидност, силната капитализација на банкарскиот систем, како и развојот на пазарот на обврзници во изминатите неколку години овозможуваат задоволување на финансиските потреби на корпоративниот сектор на пазарна основа, при крајот на годината централната банка ја укина и **програмата за откуп на корпоративни обврзници (англ. Bond Funding for Growth Scheme-BGS)**, но продолжи со откуп на **зелени хипотекарни обврзници на примарниот и секундарниот пазар со рочност од најмалку 5 години** (којшто беше воведен во август 2021 година, како програма за поддршка на пазарот на зелени хипотекарни кредити согласно со иницијативата на ЕУ за енергетски ефикасни хипотекарни кредити (англ. Energy Efficient Mortgages Initiative). Заради зголемување на ефикасноста на трансмисиониот механизам на монетарната политика, намалување на притисокот врз сегментот на своп-трансакции, а и заради обезбедување сигурност дека краткорочните пазарни каматни стапки ќе се формираат во согласност со нивото на краткорочните каматни стапки на централната банка, централната банка направи дополнителни измени во монетарниот инструментариум: ги укина **едномесечните девизни своп-трансакции за креирање ликвидност во домашна валута**; во декември воведо **нов инструмент, краткорочен дисконтен запис со рочност до 1 месец**¹⁰, и натаму ги спроведува **девизните своп-трансакции за креирање ликвидност во странска валута** на квартална основа и во неограничен износ, заради ублажување на притисокот врз сегментот на девизни своп-трансакции од кварталното раздолжување на нерезидентите. Стабилноста на финансиските пазари беше поддржана и со промени во

⁸ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

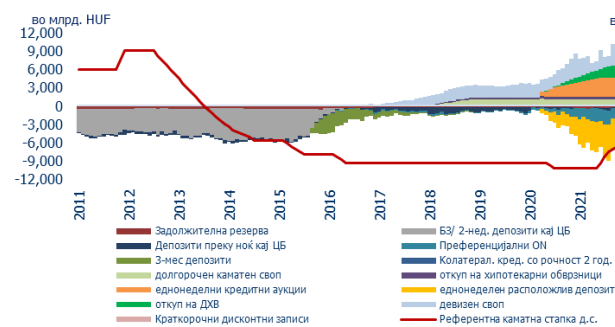
⁹ Во декември инфлацијата достигна (7,4%) највисоко ниво во последните 14 години. Просечната годишна стапка на инфлација во 2021 година изнесуваше 5,1% и беше над инфлациската цел на централната банка, 3% +/-1 п.п. За 2022 година централната банка очекува дека инфлацијата ќе се движи од 4,7 до 5,1%, а за 2023 година се очекува инфлација од 2,5 до 3,5%, што е во рамките на целното ниво.

¹⁰ Должнички инструмент, којшто се спроведува преку тендер со износи и фиксна каматна стапка. Каматната стапка и планираната понуда ги одредува централната банка во просpektот непосредно пред аукцијата.

макропрудентната регулатива. Имено, имајќи ги предвид случувањата на финансиските пазари и постојаното зголемување на девизните депозити во домашниот банкарски систем, централната банка асиметрично ги измени коефициентите за девизна покриеност¹¹ коишто ја ограничуваат отворената девизна позиција на билансот на состојба на банките како процент од вкупниот биланс на состојба. Имено, ја прошири максималната кратка девизна позиција на банките од -15% на -30% од вкупниот биланс на состојба на банките, додека коефициентот за долга девизна позиција е непроменет (15% од вкупниот биланс на состојба на банките).

Покрај мерките за монетарно затегнување како одговор на изразените инфлациски ризици, централната банка и натаму спроведуваше активности за одржливо финансирање. Имено, согласно со најавите, централната банка од октомври започна со **целно хипотекарно зелено кредитирање** (коешто е дел од програмата за финансирање на раст, англ. Funding for Growth Scheme), со вкупен максимален износ на програмата од околу 573 милиони евра, по каматна стапка од 0%, средства коишто банките може да ги користат за кредитирање на домаќинствата по фиксна каматна стапка не повисока од 2,5%¹². Направи измени и во системот за управување со обезбедувањето, така што за зелените хартии од вредност е утврден понизок коефициент на покрите (англ. haircut). Покрај тоа, ја прошири програмата за зелени преференцијални барања за адекватност на капиталот¹³, вклучувајќи повеќе кредитни активности коишто придонесуваат за одржливост на животната средина.

Монетарни инструменти (состојби на крајот на месецот)



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

Коридор на каматни стапки



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

Унгарската форинта во втората половина од годината депрецира, така што нејзината вредност во 2021 година забележа највисок годишен пад (1,84%), во споредба со валутите на другите земји во регионот, за што придонесе послабото зголемување на каматните стапки во однос на пазарните очекувања, но и во споредба со реакциите на централните банки на Полска и Чешка.

1.3. Полска

Централната банка на Полска¹⁴ во четвртиот квартал од годината им се придружи на земјите во регионот во циклусот на затегнување на монетарната политика, како одговор на сè повисоката инфлација¹⁵ и засилените инфлациски очекувања, при истовремен солиден раст на економската активност. Имено, според оцените на централната банка, зголемувањето на каматните стапки би ги смирило инфлациските очекувања на среден до долг рок и би го намалило ризикот (којшто главно произлегува од очекувањата за натамошно економско закрепнување, поволните движења на пазарот на труд и зголемениот приход на домаќинствата) од опстојување на повисока инфлација на среден ред. **Во такви околности, централната банка во три последователни наврати (октомври, ноември и декември) ја зголеми основната каматна стапка на благајничките записи за вкупно 1,65 п.п., на нивото од 1,75% повисоко од преткризното**

¹¹ Со овие коефициенти се регулира валутната неусогласеност помеѓу средствата и обврските во вкупниот биланс на состојба на банките.

¹² Според програмата, максималниот износ на целните кредити наменети за изградба или купување нови, енергетско ефикасни станбени недвижности може да изнесува 70 милиони форинти, со рок на достасување до 25 години.

¹³ Првично, оваа програма ги вклучуваше само кредитните активности наменети за финансирање на производството на обновлива енергија и инвестициите во зелени обврзници. Дополнителни информации: <https://www.mnb.hu/letoltes/preferential-capital-requirements-for-green-corporate-and-municipal-financing-summary.pdf>.

¹⁴ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

¹⁵ Во текот на годината инфлацијата постојано се зголемуваше и во декември достигна највисоко ниво (8,60%) во последните 20 години. Така, за 2021 година просечната годишна стапка на инфлација изнесува 4,6%, што е над инфлациската цел на централната банка од 2,5% +/-1 п.п. Согласно со последните проекции на централната банка, се очекува дека инфлацијата во 2022 и 2023 година ќе биде стабилна на нивото од 4,9%.

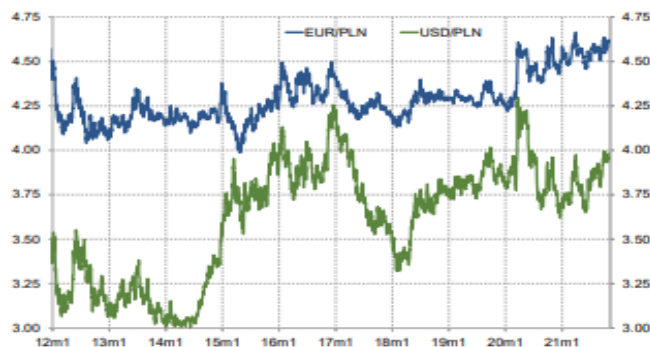
ниво (1,50%). Покрај референтната каматна стапка, на повисоко ниво беа и: **каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ**, за 1,75 п.п. на 2,25%; **каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ** за 1,25 п.п., на 1,25%; како и **стапката на задолжителна резерва** (којашто се применува на сите обврски) за 1,50 п.п., на 2,00%. Централната банка на Полска и натаму плаќа надоместок за задолжителна резерва со примена на основната каматна стапка. Според изјавите на гувернерот на централната банка, зголемувањето на каматните стапки ќе продолжи и во наредниот период, сè до враќањето на инфлацијата околу целното ниво на среден рок (на краток рок се очекува дека инфлацијата и натаму ќе се зголемува, заради влијанието на надворешните фактори коишто се надвор од контрола на домашната монетарна политика), но притоа создавајќи услови за понатамошен одржлив раст на полската економија¹⁶. **Затегнувањето на монетарните услови вклучуваше и намален откуп на државни хартии од вредност на секундарниот пазар**, а во декември 2021 година, за првпат од воведувањето на програмата за квантитативно олесување централната банка не одржа аукција (централната банка не исклучува идни аукции, доколку за тоа има пазарни потреби). На крајот на декември, состојбата на откупени ДХВ преку оваа програма се стабилизира на околу 144 милијарди злоти, или околу 37% од вкупната состојба на монетарните инструменти и 5,3% од БДП. Послабата примена на програмата за квантитативно олесување, заедно со солидното економско закрепнување, зголемената инфлација, засилените инфлациски очекувања, како и затегнувањето на монетарната политика придонесоа за раст на приносите на државните обврзници (во просек за по 1,7 п.п., во споредба со крајот на 2020 година) коишто се приближија до преткризните нивоа. Фискалната поддршка насочена кон најпогодените сектори, којашто заради солидниот фискален простор пред почетокот на пандемијата продолжи и во 2021 година, придонесе за раст на ликвидноста во банкарскиот систем. Во такви околности, состојбата на **основниот инструмент – благајничките записи** и натаму се зголемува и достигна историски највисоко ниво. На аукциите на благајнички записи централната банка применува тендер со ограничен износ и фиксна каматна стапка еднаква на основната.

Монетарни инструменти



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

Динамика на девизен курс



Извор: Извештај за инфлација на ЦБ на Полска (www.nbp.pl)

Во анализираниот период, вредноста на домашната валута имаше променлива динамика (условена од случувањата на меѓународните пазари и затегнување на монетарните услови во домашната економија), така што на крајот од 2021 година беше пониска за само 0,60% во однос на еврото, во споредба со декември 2020 година.

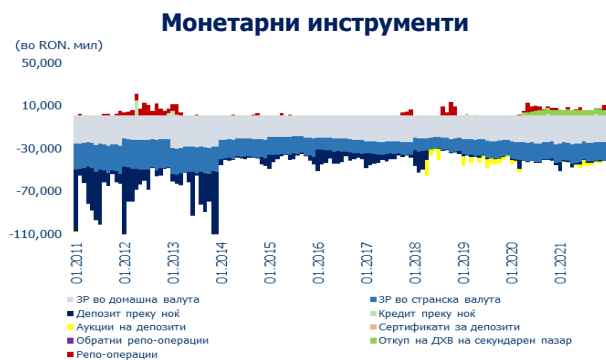
1.4. Романија

И централната банка на Романија¹⁷ во последниот квартал од 2021 година започна со циклусот на зголемување на каматните стапки. Одлуката за затегнување на монетарните услови е одговор на засилените инфлациски очекувања и нагорната динамика на инфлацијата, којашто во втората половина на 2021 година постојано беше над инфлациската цел на централната банка (2,5%

¹⁶ Во борбата против растечката инфлација се приклучи и фискалната власт, којашто објави план за намалување на даночните стапки на ДДВ и акцизи за електрична енергија, гас и горива за домаќинствата, а коишто ќе започнат со примена во првиот квартал од 2022 година. Според процените, ваквите даночни промени ќе придонесат за пониска инфлација во 2022 година за околу 0,4 п.п.

¹⁷ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

+/-1) и на крајот од годината достигна 8,2%¹⁸, што е највисоко ниво во последните 10 години. Постојан нагорен тренд имаше и кај базичната инфлација, којашто во декември изнесуваше 3,4%. Ваквите инфлациски остварувања произлегоа од повеќе егзогени фактори на страната на понудата, но и од посланата побарувачка за стоки и услуги по олеснувањето на ограничувањата, зголемената мобилност на населението и заживената економска активност¹⁹. **Во такви околности, централната банка во два наврати (октомври и ноември) ја зголеми основната каматна стапка (којашто се применува на 1-неделните репо-операции за креирање ликвидност) за вкупно 0,50 п.п., на 1,75%. Освен референтната каматна стапка, во два наврати беше зголемена и каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ, за вкупно 1,25 п.п. на 3,00%, додека каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ беше зголемена еднократно, за 0,25 п.п., на 1,00%. Покрај зголемување на каматните стапки, централната банка се заложи и за одржување цврста контрола на ликвидноста на пазарот на пари.** Така, во втората половина од годината го стопира **откупот на државни хартии од вредност на секундарниот пазар на дефинитивна основа** (што како нестандартен инструмент беше воведен во првата половина на 2020 година), така што учеството на овој инструмент во вкупната состојба на монетарните инструменти се стабилизира на околу 16%. Со оглед на солидната ликвидност во банкарскиот систем како резултат на сезонски повисокото буџетско трошење во последниот квартал од годината финансирано главно со средства од компензациските фондови на ЕУ, банките имаа мал и повремени интерес за **редовните 7-дневни репо-операции за креирање ликвидност во домашна валута**. Вишокот ликвидни средства беше главно стерилизиран преку **7-дневните аукции на депозити**, чиешто учество во вкупната состојба на монетарните инструменти беше релативно стабилно, во просек од околу 6%. На овие два типа операции централната банка применува тендер со неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната. Движењата на романските финансиски пазари соодветствуваа со измените во монетарната политика. Така, каматните стапки на пазарот на пари, поттикнати од зголемувањето на основната каматна стапка, заострените услови за ликвидност и очекувањата за натамошно затегнување на монетарната политика, имаа нагорна динамика и при крајот на годината го надминаа кризното ниво од март 2020 година²⁰. Раст имаше и кај приносите на ДХВ²¹ на примарниот и секундарниот пазар, меѓу другото како последица и на домашните политички тензии и нагорниот тренд на приносите на долгорочните обврзници во регионот и во развиените економии.



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



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

Вредноста на домашната валута и во втората половина од годината бележи надолна динамика (на крајот од декември беше пониска за 1,6% во однос еврото, во споредба со крајот на 2020 година), поради неизвесноста на меѓународните пазари, изразената нагорна динамика на инфлацијата и домашните политички ризици.

¹⁸ Просечната годишна стапка на инфлација во 2021 година изнесува 5,1%. Очекувањата на централната банка се зголемување на инфлацијата до првата половина на 2022 година, кога би достигнала 11,2%, а потоа постепено намалување до 3,2% на крајот од 2023 година.

¹⁹ Романската економија е втора од земјите во регионот (по Унгарија) којашто во 2021 година има највисока стапка на раст на БПД (заклучно со третиот квартал од годината) од 7,00%, со што во целост ја надмина контракцијата на економската активност во 2020 година, од 3,7%.

²⁰ Остварените краткорочни каматни стапки на пазарот на пари (ROBOR – просечна каматна стапка по која банките се подготвени да им позајмат на други банки и ROVID – просечна каматна стапка по која банките би се задолжиле на пазарот на пари) на крајот на декември беа повисоки во просек за по 1,30 п.п. во однос на декември 2020 година и околу или над нивото од почетокот на пандемијата.

²¹ Каматните стапки на издадените државни записи и обврзници на крајот на декември беа повисоки во просек за по 1,80 п.п., во споредба со крајот на 2020 година. Остварените каматни стапки на секундарниот пазар ја следеа динамиката на каматните стапки на примарно издадените хартии од вредност.

2. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

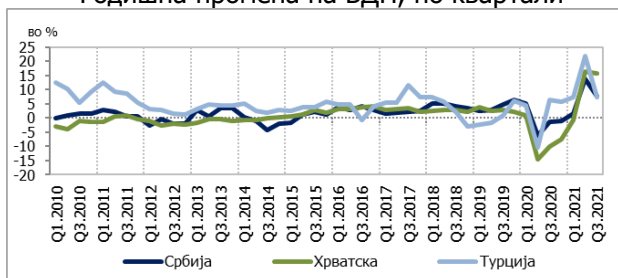
Инфлација (просечна годишна стапка)



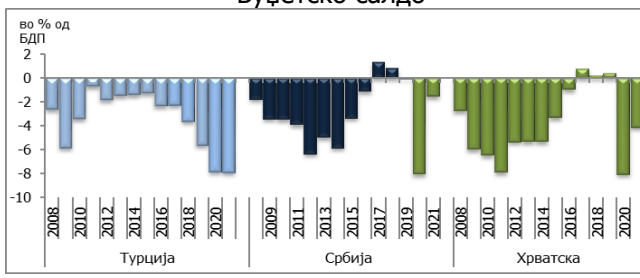
Основни каматни стапки



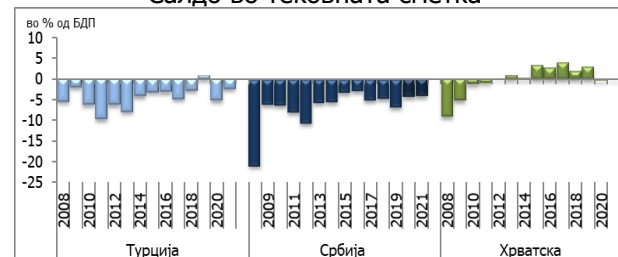
Годишна промена на БДП, по квартали



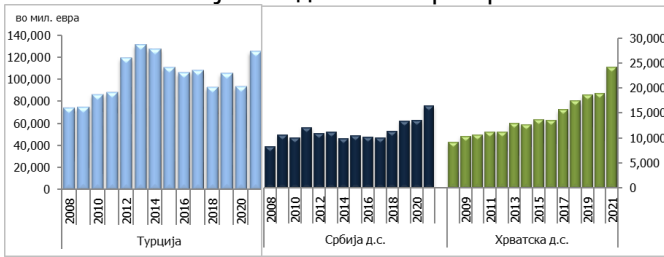
Буџетско салдо*



Салдо во тековната сметка*



Состојба на девизните резерви



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

Макроекономско окружување во земјите од Југоисточна Европа

Економската активност во **Србија** и **Хрватска** значително закрепна во 2021 година и согласно со првичните податоци ги надмина преткризните нивоа, остварувајќи годишен раст на БДП од 7,5% и 8,7%, соодветно. Заживувањето на економиите беше главно предводено од индустриското производство, зголемените фиксни инвестиции и повисоката домашна и странска побарувачка, а во Хрватска позитивен придонес имаше и секторот „туризам“. Од друга страна, заживеаната економска активност и повисоките увозни цени создадоа инфлациски притисоци во двете земји, што придонесе за нагорна динамика на инфлацијата којашто до крајот на полугодieto се задржа во рамките на инфлациските цели на одделните централни банки.

И во второто полугодие од 2021 година, **турската економија** растеше силно и над пазарните очекувања, поддржана од зголеменото индустриско производство, повисоките продажби на мало, а солиден позитивен придонес имаше и надворешниот сектор, при раст на извозот и значително зголемување на бројот на туристи. Имајќи ја предвид динамиката на клучните макроекономски показатели, се очекува дека годишниот раст на турската економија во 2021 година ќе достигне 8,9%, што ја сместува земјата помеѓу економиите со највисок раст на активноста на глобално ниво. Сепак, и покрај подобрените економски остварувања во однос на првичните проекции (со кои се очекуваше годишен раст на БДП од 6,3%), вкупната макроекономска слика за Турција е и натаму неизвесна, имајќи ја предвид сè повисоката инфлација (којашто на крајот на декември достигна 36,1%, што е највисоко ниво во последните деветнаесет години), зголемената неверба на приватниот сектор, загрозената независност на централната банка и цикличната монетарна политика, геополитичките тензии и слабата вредност на лирата, којашто постојано достигнува нови историски најниски нивоа во однос на САД-доларот.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

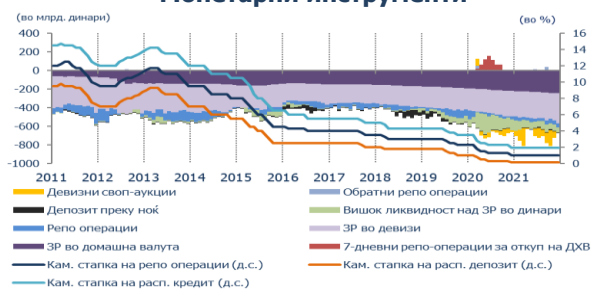
3.1. Србија

И во втората половина на 2021 година централната банка на Србија²² ја задржа референтната каматна стапка којашто се применува на **еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност** на историски најниското ниво од 1,0%, а непроменети беа и **каматната стапка на расположливите депозити (0,1%) и кредити (1,90%) преку ноќ**. Но, **имајќи ги предвид зголемените инфлациски ризици²³ коишто претежно беа условени од меѓународниот пазар на стоки, оваа централна банка ги презеде првите мерки за намалување на монетарната експанзија**. Со оглед на малиот и привремен интерес, централната банка ги укина **дополнителните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од 3 месеци (вovedени во март 2020 година)**, на кои се применуваше фиксна каматна стапка (каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ + 0,1 п.п.). Покрај тоа, ја намали понудата на **еднонеделните обратни репо-операции за повлекување ликвидност во домашна валута**, а пондерираната просечна каматната стапка на овие аукции на крајот од декември беше (0,39%) повисока за 0,28 п.п., во споредба со јуни и крајот на 2020 година. На овие операции централната банка применува тендер со фиксни износи и максимална каматна стапка. Централната банка и натаму покрај **редовните неделни аукции на девизни своп-операции со рочност од две недели**, одржуваше **неделни аукции на девизни своп-операции (со кои обезбедува ликвидност во домашна валута и во девизи) со рочност од 3 месеци**. За овие операции се применува фиксна каматна стапка, којашто на крајот на полугодие то изнесуваше 0,2% за обезбедување динарска ликвидност (каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ + 0,1 п.п.) и 0% за обезбедување ликвидност во евра.

Во септември, Србија ја издаде првата **зелена еврообврзница** на меѓународните пазари, во износ од 1 милијарда евра, за која инвеститорите имаа тројно повисока побарувачка. Зелената еврообврзница има рок на достасување од 7 години и е издадена по историски најниска купонска стапка од 1,0% и принос до достасување од 1,26%. Средствата прибрани од оваа емисија ќе се користат исклучиво за инвестиции во одржлив економски раст. Воедно, Србија издаде и нова **конвенционална еврообврзница** (во износ од 750 милиони евра, по купонска стапка од 2,05% и принос до достасување од 2,30%) со досега најдолга рочност од 15 години. На домашниот пазар на ДХВ претежно беа нудени подолгорочните обврзници (5 и 7 години) главно во домашна валута²⁴, а каматните стапки (за ДХВ во домашна валута) се движеа од 1,60% за најкратката понудена рочност од 2 години до 3,24% за најдолгата понудена рочност од 12 години.

И во анализираниот период централната банка на Србија беше активно присутна на девизниот пазар на двете страни. Имено, во летните месеци откупуваше девизи заради спречување на апрецијација на вредноста на домашната валута, додека во последниот квартал од годината активно ја задоволуваше зголемената побарувачка за девизни средства којашто главно произлегуваше од енергетските компании и одливите од нерезидентите поради намалените инвестиции во динарски ДХВ. Со тоа, вкупните интервенции на централната банка во 2021 година придонесуваат за нето-откуп на 645 милиони евра, што овозможи задржување на вредноста на домашната валута на стабилно ниво.

Монетарни инструменти



Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс на динарот



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

²³ Просечната годишна стапка на инфлација во 2021 година изнесуваше 4,1% и беше во рамките на целта на централната банка, 3,5% +/-1,5 п.п. За 2022 година се очекува умерено зголемување на инфлацијата на 4,5% и нејзино намалување во 2023 година, на 2,8%.

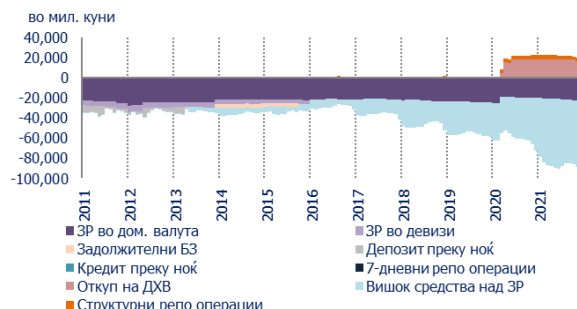
²⁴ Со оглед на динамиката на инфлацијата и очекувањата за раст на каматните стапки, што би придонесло и за нагорна динамика на приносите на ДХВ, во ноември инвеститорите не се јавија со побарувачка на аукцијата на 3 год. ДО во динари.

3.2. Хрватска

И во втората половина од 2021 година, при умерена инфлација²⁵ и стабилни движења на домашните финансиски пазари, централната банка на Хрватска²⁶ спроведуваше експанзивна монетарната политика преку задржување на ликвидноста во банкарскиот систем на релативно високо ниво и не презеде дополнителни мерки на монетарната политика. Имено, со оглед на големиот вишок слободни средства во домашна валута, којшто дополнително се зголеми заради зголеменото буџетско трошење на државата (главно финансирано со средства од фондовите на ЕУ), банките немаа побарувачка на **редовните 7-дневни операции за креирање ликвидност, на коишто се применува** фиксна каматна стапка од 0,05%. И во второто полугодие од годината, комерцијалните банки предвреме вратија 420 милиони куни²⁷ обезбедени преку **структурните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од 5 години**²⁸, така што на крајот на декември состојбата на овој инструмент изнесува 3.100 милијарди куни, или само 5% од вкупниот вишок ликвидност над обврската за задолжителна резерва. По релативно високиот **дефинитивен откуп на државни обврзници на секундарниот пазар во 2020 година** (претежно во првата половина) и во второто полугодие на 2021 година централната банка не учествуваше на секундарниот пазар на државни хартии од вредност. Во текот на анализираниот период, достасаа околу 1.400 милиони куни од откупените ДХВ по оваа основа, што придонесе за намалување на учеството на овој нестандартен инструмент на околу 25% во вкупниот вишок ликвидност над обврската за задолжителна резерва на крајот од 2021 година.

По интервенциите во двете насоки во првата половина од годината, а заради зачувување на вредноста на домашната валута, во анализираниот период, централната банка не учествуваше на девизниот пазар (така што вкупните интервенции во 2021 придонесуваат за нето-продажба на 70 милиони евра). Девизниот курс на куната во однос на еврото се движеше околу целта, којшто по влезот на Хрватска во механизмот на девизни курсеви ЕРМ II во јули 2020 година е одреден на нивото од 7,5340 куни за едно евро, со дозволена граница на флукуација од +/- 15%. Бидејќи двегодишниот период на учество на Хрватска во механизмот ЕРМ II истекува кон средината на 2022 година, на почетокот од 2023 година се очекува дека Хрватска ќе стане членка на еврозоната и со тоа еврото ќе стане официјална валута и во оваа земја.

Монетарни инструменти



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

Интервенции на девизен пазар и номинален девизен курс на куната



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

3.3. Турција

Во втората половина од годината, и покрај сè повисоката двоцифрена стапка на инфлација²⁹, централната банка на Турција³⁰ под силен политички притисок ги изненади пазарните учесници со олабавување на монетарната политика. Така, во четири

²⁵ Во 2021 година инфлацијата во просек изнесуваше 2,6% и беше во рамките на целта на централната банка, од 2,5-3%. За 2022 година се очекува инфлација од 3,5%, додека за 2023 година се очекува намалување на инфлацијата на 1,6%.

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

²⁷ Во 2021 година банките предвреме отплатија вкупно 1.170 милиони куни.

²⁸ Овој инструмент, којшто првпат беше воведен во 2018 година и повторно активиран во првата половина од 2020 година, поради отсуство на интерес централната банка го укина во првата половина на 2021 година.

²⁹ Просечната стапка на инфлација во 2021 година изнесуваше 19,4%. За 2022 година се очекува дополнително зголемување на 38,5% и нејзино позначително намалување во 2023 година, на 17,5%.

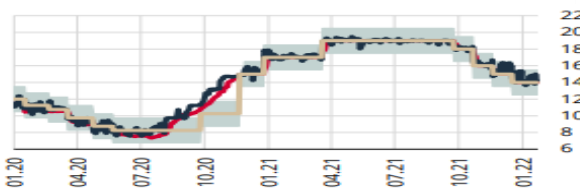
³⁰ Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

последователни наврати (во септември, октомври, ноември и декември) ја намали основната каматна стапка (на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност) за вкупно 5 п.п., на нивото од 14,00%. Олабавувањето на монетарната политика беше поткрепено со ставот на централната банка дека од една страна заострените монетарни услови имаат повисок негативен ефект врз кредитната активност и домашната побарувачка од првичното предвидување, а од друга страна инфлациските притисоци коишто главно произлегуваат од егзогени фактори на страната на понудата се од краткорочен карактер и поради тоа оставаат простор за надолно приспособување на основната каматна стапка. **Во текот на анализираниот период централната банка ја применуваше поедноставената монетарна рамка, ревидирана во ноември 2020 година.** Така, вкупната ликвидност во домашна валута беше обезбедувана преку **7-дневните 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. За поддршка на извозниот сектор, централната банка направи промени во условите за користење и отплата на **редисконтните кредити**³¹: го зголеми вкупниот кредитен лимит; го прошири опсегот на корисници на кредитите и за фирми нето-извозници со извоз што е најмалку 10% повеќе од нивниот увоз во последните три години или претходната година; средствата од кредитите може да се користат само за плаќање расходи во лири; отплатата на кредитите ќе се врши само со приходи од извоз; ја намали рочноста на кредитите од 180 на 240 дена; ги ограничи максималните стапки на провизија коишто можат да ги наплатат банките на 1 п.п. **Заради намалување на доларизацијата во пасивата на банките, централната банка направи измени и во системот на задолжителна резерва, којашто преовладува во состојбата на монетарните инструменти (40% на крајот на декември):** го намали делот од задолжителната резерва во домашна валута којшто може да се исполнува со злато од 15% на 10% и со девизна актива од 20% на 10% од обврската во лири; ги зголеми стапките за задолжителна резерва за сите обврски во странска валута за 6 п.п.³²; девизните депозити коишто до крајот на јуни се конвертирани во депозити во домашна валута ги исклучи од основата за пресметка на ЗР; воведо стимулативна стапка на надоместок за обврските во домашна валута, доколку банката исполни одредени услови³³. За одржување на финансиската стабилност преку зголемување на учеството на депозитите во домашна валута, централната банка презеде мерки и за поттикнување на домаќинствата да штедат во лири. Така, таа се заложи дека физичките лица коишто до 21 декември 2021 година ги конвертирале девизните депозити во депозити во домашна валута со рачност од 3,6 и 12 месеци, на денот на достасувањето на депозитот ќе ја добијат договорената камата и главница по курсот којшто важел на денот на орочувањето на депозитите, а евентуалната разлика на банката од депрецијацијата на домашната валута ќе биде покриена од државниот буџет.

И покрај обемните интервенции на централната банка за продажба на девизи при крајот на годината, преносниот ефект од растечката инфлација, геополитичките тензии, заедно со ограничената независност на централната банка, неизвесноста на финансиските пазари и зголемената побарувачка за резервни валути придонесоа за продолжување на острата депрецијација на турската лира³⁴ (за 46,7% во втората половина, со што во 2021 година депрецира за 66,8%), којашто на крајот на декември имаше историски најниска вредност.

Каматни стапки на Централната банка во Турција

- Коридор на каматни стапки
- Просечна каматна стапка за позајмување од ЦБ
- Просечна каматна стапка на меѓубанкарски пазар
- Основна каматна стапка



Монетарни инструменти

- Своп-операции
- Едно-неделни репо-операции
- Традиционални репо-операции
- 3 мес. репо-операции
- Репо-операции за примарни дилери
- Распожлив кредит преку ноќ
- Распожлив кредит на крај на ден
- Нето-ефект од операции на отворен пазар



³¹ Овие кредити централната банка преку Извозната кредитна банка во државна сопственост и комерцијалните банки ги пренасочува кон извозните компании.

³² Со тоа, на крајот од декември стапката за задолжителна резерва за девизните обврски до 1 год. изнесуваше 25%, а над 1 год. 22%.

³³ Надоместокот на задолжителна резерва зависи од два показателя: соодносот на девизните депозити со вкупните депозити (помало учество повисок надоместок) и соодносот помеѓу депозитите во домашна валута и девизните депозити коишто се конвертирани во домашна валута по 25 јуни 2021 во однос на вкупните девизни депозити (поголемо учество повисок надоместок). Дополнителни информации за измените кај: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4776f954-9ed7-4cf9-b3a6-f96f22085f9f/ANO2021-27.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4776f954-9ed7-4cf9-b3a6-f96f22085f9f-nFws6Hx>.

³⁴ По најавата на новите мерки и инструменти за штедење во турски лири во декември, вредноста на валутата апрецира за 40% во еден ден, по што нејзината надолна динамика продолжи до крајот на годината.

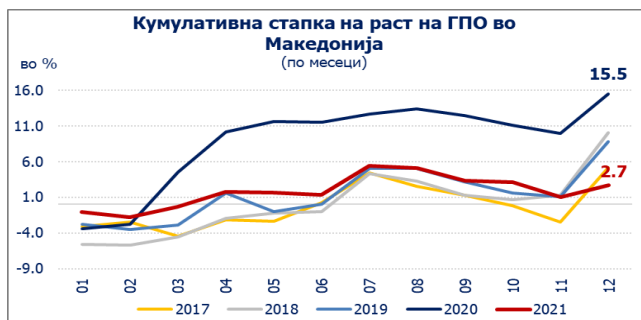
Прилог 1. Динамика на промена на готовите пари во оптек во избрани земји

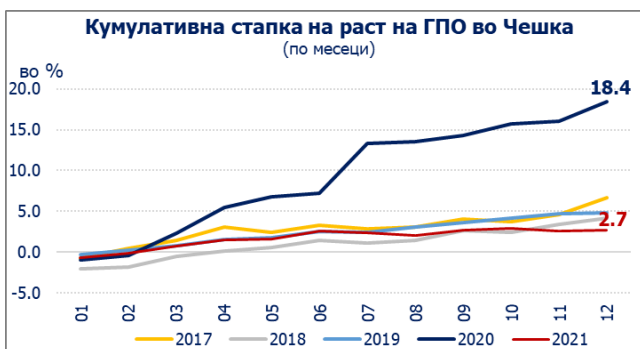
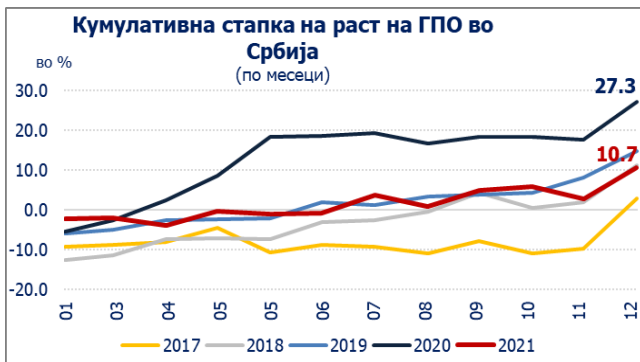
Во овој краток осврт се разгледани трендовите кај готовите пари во оптек кај земјите од Централна и Југоисточна Европа: Чешка, Полска, Романија, Србија, Хрватска, Албанија, Унгарија, Турција, брзорастечките економији (Кина и Русија), но и кај развиените економији (САД, еврозона, Австралија, Шведска и Велика Британија). Во анализата се користени збирните стапки на раст на готовите пари во оптек од почетокот на годината и податоци за состојбата на готовите пари во оптек по одделни економији.

Резултатите од компаративната анализа покажуваат дека по високиот раст на готовите пари во оптек којшто почна во март 2020 година како последица на здравствената криза и се одржуваше во текот на целата година речиси во сите анализирани земји (со исклучок на Унгарија, Хрватска, Турција и Шведска), во 2021 година има стабилизирање на побарувачката за готовина во домашна валута, и тоа особено е изразено во втората половина од годината. Имено, во најголемиот дел од анализираниите земји (Романија, Албанија, Австралија, Србија, Русија, Полска и САД) годишната стапка на раст на готовите пари во оптек во 2021 година е на ниво или пониска од просечниот раст во 2017 – 2019 година. Во некои земји, збирниот годишен раст на готовите пари во оптек во 2021 година е послаб од просекот за преткризните години, што придонесува за неутрализирање на дел од повисокиот раст во 2020 година. Во оваа група на земји и е Северна Македонија, каде што годишната стапка на раст во 2021 година (2,7%) е пониска за речиси четирипати од просекот (8,0%) за претходните три години. Слична динамика имаат и издадените куни во Хрватска, коишто во 2021 година имаат двојно послаб годишен раст од просекот за 2017 – 2019 година, а двојно пониска стапка на раст од просекот имаат и готовите пари во Унгарија, Чешка и Шведска.

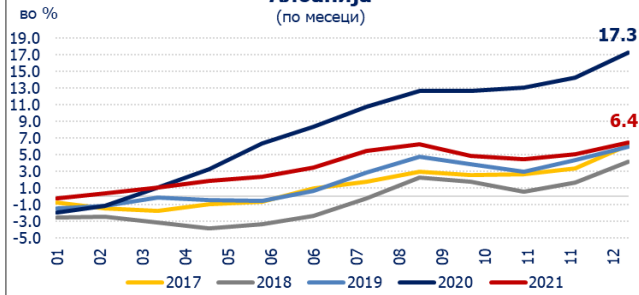
Од друга страна, во некои земји готовината во оптек во 2021 година ја следи динамиката од преткризниот период, но со умерено повисока потреба за одржување готовина во домашна валута, во споредба со 2017 – 2019 година. Така, висока потреба за одржување готовина во домашна валута и во 2021 година има во В. Британија и во еврозоната. Во две од анализираниите земји, Кина и Турција, збирниот раст на готовината во домашна валута не само што е повисок од просекот за преткризните години, туку го надминува и високиот раст карактеристичен за 2020 година. Во Кина, висока склоност за одржување готовина во домашна валута имаше во текот на целата година, додека во Турција таа е поизразена во втората половина на 2021 година, што може да е поврзано со високиот пораст на потрошувачките цени како резултат на двоцифрената стапка на инфлација.

Имајќи ја предвид динамиката на готовите пари во оптек кај анализираниите земји, може да се заклучи дека кај најголемиот дел од земјите во 2021 година има стабилизирање на побарувачката за готовина во домашна валута, и тоа поизразено во втората половина од годината. Кај помала група земји, меѓу кои спаѓа и Северна Македонија има продолжување на нагорниот тренд, но со забавена стапка на раст. Само кај две од анализираниите земји, збирниот раст во 2021 година го надминува високиот раст карактеристичен за 2020 година.

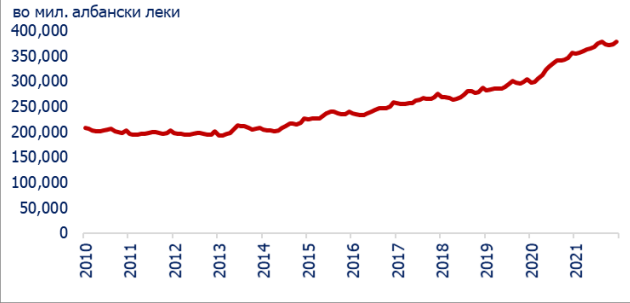




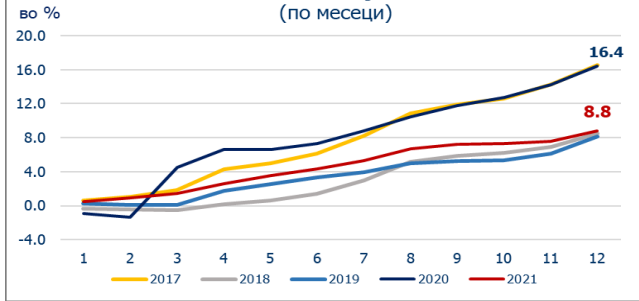
Кумулативна стапка на раст на ГПО во Албанија
(по месеци)



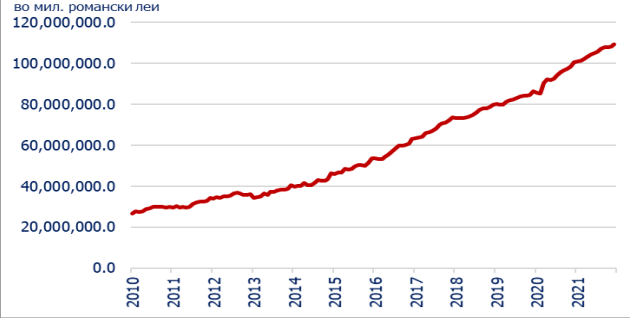
Состојба на ГПО, Албанија



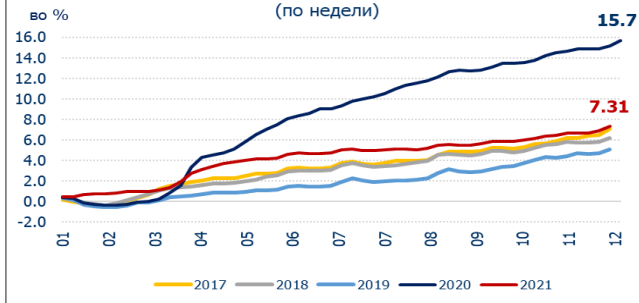
Кумулативна стапка на раст на ГПО во Романија
(по месеци)



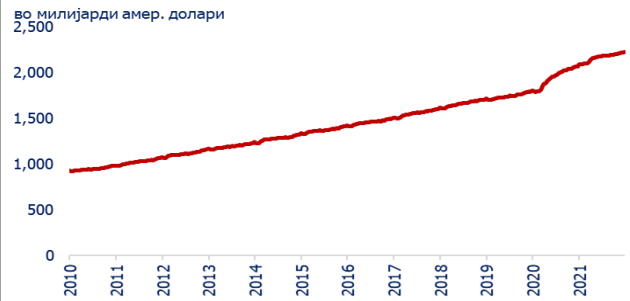
Состојба на ГПО, Романија



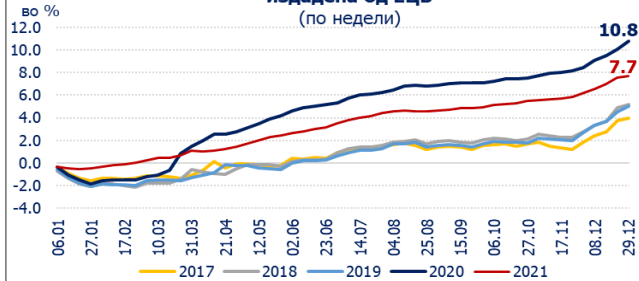
Кумулативна стапка на раст на ефектива во САД долари издадени од ФЕД
(по недели)



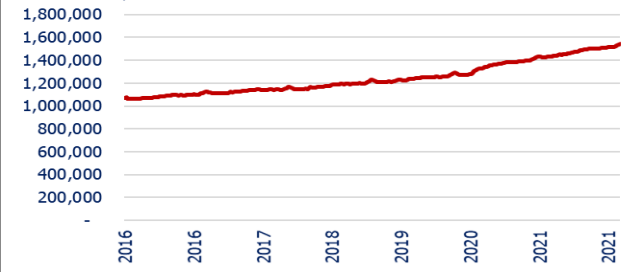
Состојба на ефектива во САД долари, издадени од ФЕД



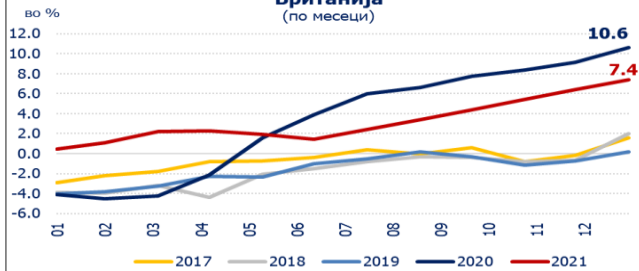
Кумулативна стапка на раст на ефектива во евра издадена од ЕЦБ
(по недели)



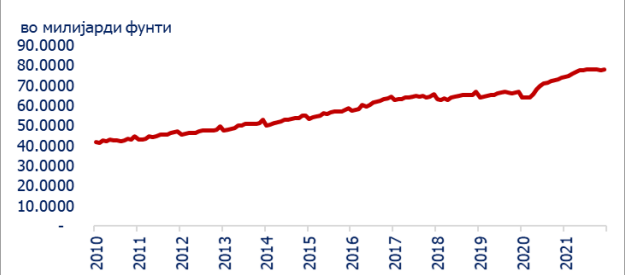
Состојба на ефектива во евра, издадени од ЕЦБ

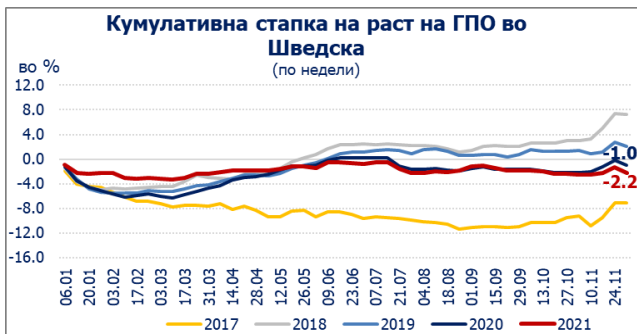
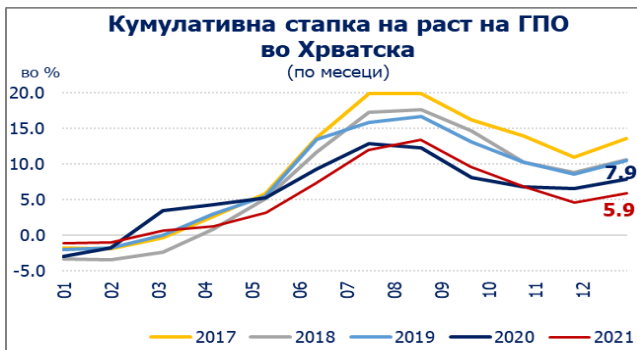


Кумулативна стапка на раст на ГПО во Велика Британија
(по месеци)



Состојба на ГПО, Велика Британија





Извор: веб-страници на централни банки.