



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

*(прва половина на 2022 година)*

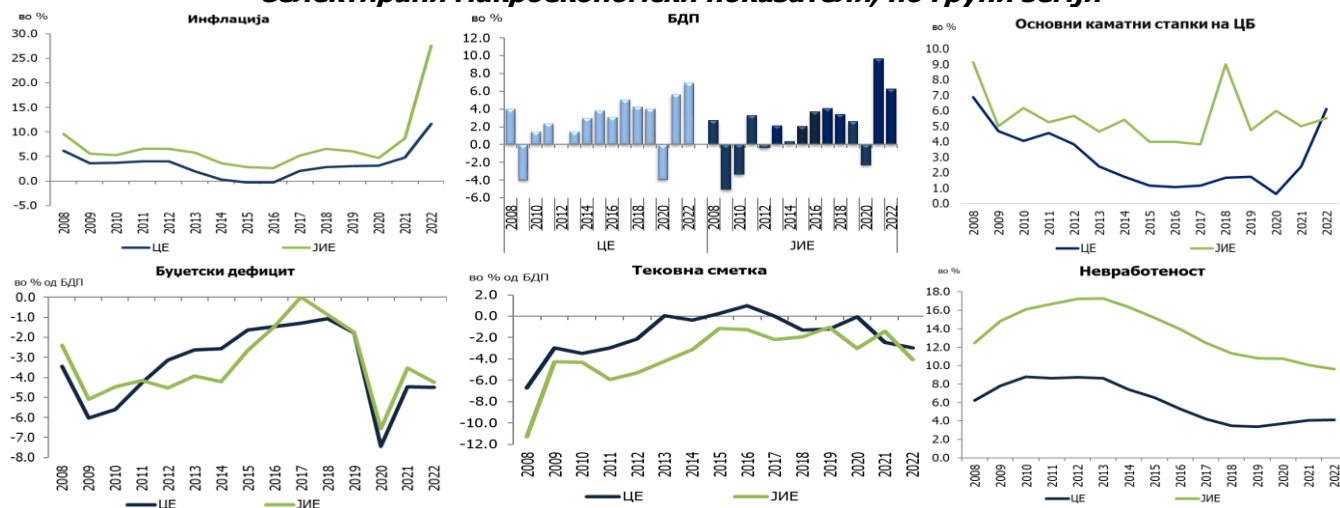
*Дирекција за операции на финансиските пазари*

**август 2022 година**

## Вовед

Монетарните и фискалните власти на глобално ниво во првата половина на 2022 година се справуваа со последиците од енергетската криза и ескалацијата на руската воена агресија. Поради воените дејствија на територијата на Украина, сите развиени земји воведоа економски санкции кон Русија, коишто значително се одразија на финансиската и трговската интеграција на оваа земја, а со тоа и на цените на енергијата, сировините и дополнително ги влошија синџирите на производство и дистрибуција. За првпат по многу години, инфлацијата беше јасна опасност за речиси сите земји во светот. Централните банки на глобално ниво се соочуваа со дилемата дали поумерено да ги зголемат каматните стапки, а имајќи ги предвид причините за раст на инфлацијата (коишто главно произлегуваа од страната на понудата) и влошените изгледи за глобалниот економски раст или да пристапат со поостро заострување на каматните услови како одговор на инфлација којашто сè побрзо расте. Многу централни банки (и најголемите, како ФЕД, ЕЦБ и Банка на Англија) во првата половина на 2022 година ги зголемија каматните стапки и почнаа со повлекување на програмите за монетарно олеснување, иако одлуките на монетарните власти не се хомогени и ги одразуваат специфичните услови за водење на монетарната политика. Притоа, затегнувањето на монетарните услови од страна на најголемите, водечки централни банки влијаеше врз брзината и острината на заострување на монетарните и финансиските услови во останатите, помали централни банки. Така, централните банки на земјите од Централна Европа, коишто применуваат стратегија на целеење на инфлацијата и коишто главно се поборници за ценовна стабилност, го продолжија циклусот на заострување на монетарната политика започнат уште во втората половина на 2021 година. Меѓу анализираниите земји, **централната банка на Унгарија** реагира со најостро зголемување на референтната каматна стапка помеѓу земјите во регионот, паралелно повлекувајќи ги сите нестандартни инструменти за креирање ликвидност во домашна валута. Зголемувањето на каматните стапки беше карактеристика и на **централните банки на Чешка, Романија и Полска**, коишто во анализираниот период управуваа со ликвидноста во банкарскиот систем само со стандардниот сет монетарни инструменти. И централните банки на земјите од Југоисточна Европа во првата половина од 2022 година ги носеа монетарните одлуки согласно со макроекономските случувања во домашната економија. **Централната банка на Србија** во три наврати ја зголеми основната каматна стапка, што се одрази и на просечната ефективна каматна стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност во домашна валута. **Монетарната власт на Хрватска** беше попретпазлива во затегнувањето на монетарните услови, во споредба со земјите од регионот. Единствена помеѓу анализираниите земји е **централната банка на Турција**, којашто и покрај сè повисоката, двоцифрена стапка на инфлација, во втората половина од годината водеше олабавена монетарна политика, 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.

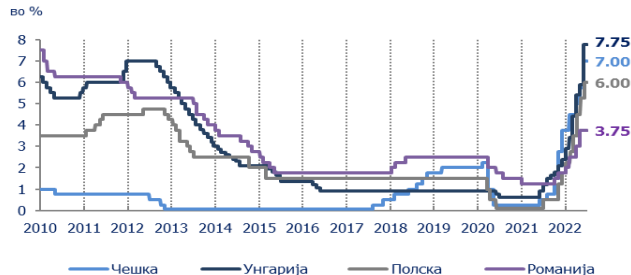
# 1. Земји од Централна Европа

## Основни економски податоци

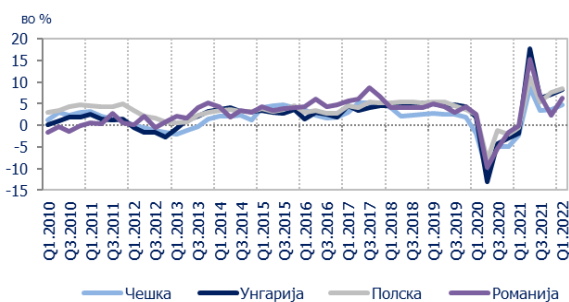
### Годишна промена на инфлацијата, по месеци



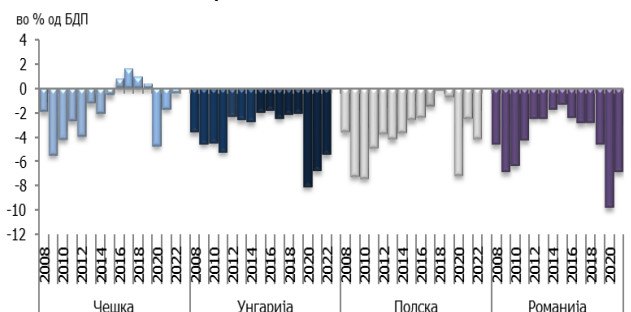
### Основни каматни стапки на ЦБ



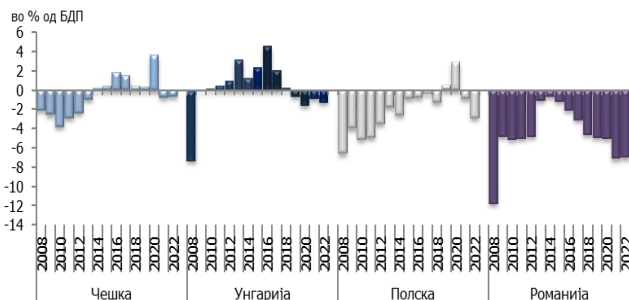
### Годишна промена на БДП, по квартали



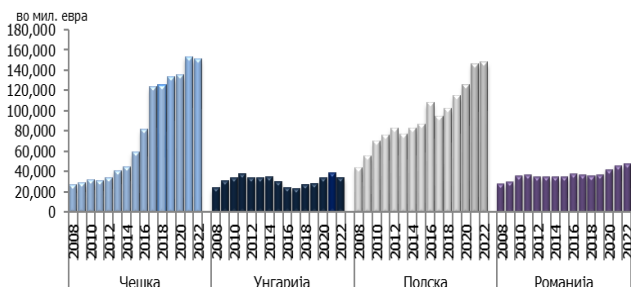
### Буџетско салдо\*



### Салдо во тековната сметка\*



### Состојба на девизните резерви



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

### Макроекономско окружување во земјите од Централна Европа

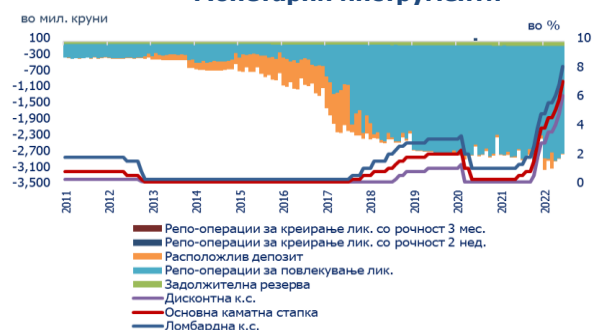
Руската воена инвазија на Украина имаше значителен нагорен притисок врз цените на енергијата, сировините, металите и стоквните производи во земјите од **Централна Европа**. Поради засилените инфлациски притисоци, се зголеми инфлацијата во анализираниите земји до историски највисоки нивоа, се намали куповната моќ на домаќинствата и се наметна потреба од побрзо дејствување и позатегната монетарна политика од првичните проекции на централните банки. Се очекува дека растот на инфлацијата ќе забави од последниот квартал на 2022 година натаму, иако ризиците и натаму се високи и зависат од воените дејствија на европскиот континент. Се очекува дека економската активност во **Чешка, Полска, Романија и Унгарија** и до крајот на годината ќе биде „придушена“, главно поради нејзината ранливост од развојот на енергетските пазари, неизвесноста околу војната, а дополнителен фактор на ризик е и забавувањето на глобалниот раст поради кој се намалува надворешната побарувачка.

## Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

### 1.1 Чешка

Централната банка на Чешка<sup>1</sup> во првата половина на 2022 година продолжи со циклусот на зголемување на каматните стапки, но поумерено<sup>2</sup>, имајќи ги предвид високите надворешни трошочни притисоци (заради остриот пораст на цените на енергијата и на суровините поради загриженоста од прекин на руските испораки) коишто се основа за високиот раст на инфлацијата<sup>3</sup>, зголемените инфлациски очекувања, но и влошените изгледи за економскиот раст во домашната и глобалната економија. Така, 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 историски највисокото ниво од 7,00%. Покрај референтната каматна стапка, со ист интензитет беа зголемени и **каматните стапки на расположливите кредити и депозити преку ноќ**, коишто на крајот од јуни изнесуваа 8,00% и 6,00%, соодветно. **И покрај поумерениот пристап во затегнувањето на монетарната политика, ценовната стабилност и натаму е апсолутен приоритет на чешката централна банка и е неопходен услов за долгорочен просперитет на економијата.** Банките ги неутрализираа краткорочните ликвидносни флукуации во најголем дел преку основниот инструмент (**двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност**), чијашто состојба имаше умерено намалување. 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** (введени во 2008 година), за кои банките и останатите финансиски институции коишто можат да учествуваат на аукциите (осигурителни компании, пензиски фондови и друштва за управување) и овој анализиран период немаа побарувачка<sup>4</sup>. 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. Интервенциите за продажба на девизи и зголеменото финансирање на буџетската потрошувачка од домашни извори го намалија вишокот ликвидни средства во банкарскиот систем. На **примарниот пазар на државни хартии од вредност**, кривата на приноси се помести нагоре во просек за 2,40 п.п. во споредба со декември 2021 година, притоа задржувајќи го инверзниот наклон<sup>5</sup>. Побарувачката главно произлегуваше од домашните банки, коишто ја намалија сопственоста во вкупните издадени ДХВ на 38% на крајот од јуни (44% во декември 2021 година), а умерен пад на сопственоста забележаа и нерезидентите, на 28,6% (30% на крајот од 2021 година).

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Чешка ([www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)).

Девизен курс и интервенции на ЦБ



<sup>1</sup> Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

<sup>2</sup> Оваа централна банка беше меѓу првите во регионот којашто уште во јуни 2021 година започна со циклусот на рестриктивна монетарна политика и реагира со најстро зголемување на основната каматна стапка (вкупно за 3,50 п.п. во 2021 година), а водејќи се од ставот дека не може да се постигне долгорочен економски просперитет без исполнување на целта за ценовна стабилност.

<sup>3</sup> Годишната стапка на инфлација во Чешка во првата половина од годината во просек изнесуваше 13,8% и беше највисока помеѓу земјите од Централна Европа.

<sup>4</sup> На репо-операциите за креирање ликвидност, банките и останатите финансиски институции имаа многу мал интерес само во март, мај и јуни 2020 година.

<sup>5</sup> 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 6,03% за најниската понудена рочност од 2 години, до 4,84% за обврзниците со најдолга понудена рочност од 20 год.

За зачувување на вредноста на домашната валута, којашто депрецира во март (како последица на пренасочувањето на инвеститорите кон побезбедни средства заради геополитичките тензии на територијата на европскиот континент) и мај (заради назначувањето нов гувернер на централната банка, којшто е поборник за ниски каматни стапки), централната банка за првпат по пауза од пет години учествуваше на девизниот пазар со продажба на девизи (во март, мај и јуни<sup>6</sup>) и се заложи за натамошно активно присуство доколку за тоа има потреба. Според изјавите на централната банка, девизниот курс е значајна алатка којашто ќе се користи за стабилизирање на сè повисоката инфлација. До крајот на полугодieto, вредноста на домашната валута се стабилизира и во јуни се движеше околу 25 чешки круни за едно евро.

## 1.2. Унгарија

Според оцените на **централната банка на Унгарија**<sup>7</sup>, ризикот од постојано високите цени на сировините и енергијата, заедно со застојот во синџирите на производство и снабдување укажуваат на продолжен период на висока надворешна инфлација којашто се пренесува врз цените во домашната економија. Дополнителен фактор на ризик за идната динамика на инфлацијата<sup>8</sup> се и затегнатите услови на пазарот на труд, постојаниот раст на платите во економијата (за што придонесе и зголемувањето на минималната плата, непосредно пред парламентарните избори во април) и зголемената инфлациско окружување, со што дополнително се засилија веќе високите инфлациски очекувања. **Во такви околности, централната банка продолжи со циклусот на затегнување на монетарната политика преку зголемување на каматните стапки, истовремено нагласувајќи ја важноста од конзистентна промена на каматните стапки на сите пазарни сегменти.** Така, во шест последователни наврати ја зголеми **референтната каматна стапка** за вкупно 5,35 п.п. (што е најостро зголемување помеѓу земјите во регионот) на највисокото ниво од 2009 година наваму, 7,75%. Исто така, централната банка го зголеми просторот за дејствување на монетарната политика преку проширување на асиметричниот коридор на каматни стапки: **каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ** беше зголемена за вкупно 5,85 п.п. на 10,25%, а **каматната стапка на расположливите депозити** преку ноќ беше зголемена за 4,85 п.п. и на крајот на јуни изнесуваше 7,25%. Паралелно со заострувањето на каматните услови, и преку другите мерки на монетарната политика се поттикнува враќање на нивото на цените кон целното ниво на централната банка (3,0%, +/-1 п.п.). Централната банка уште при крајот на декември 2021 година ги заврши сите програми за управување со ликвидноста во кризни периоди. Според тоа, во 2022 година централната банка не учествуваше на **секундарниот пазар за откуп на државни хартии од вредност**, но имајќи ја предвид важноста на овој пазарен сегмент, не ја исклучува можноста од повремени, целни интервенции доколку е тоа потребно, што не подразбира промена на поставеноста на монетарната политика. Исто така, во април ги укина и **преференцијалните депозити**<sup>9</sup>, коишто како инструмент беа воведени во 2019 година, за стерилизација на ликвидноста креирана од програмите за поддршка на реалната економија преку целно кредитирање на приватниот сектор. Заради зајакнување на монетарната трансмисија и ублажување на притисокот врз девизниот пазар од кварталното раздолжување на нерезидентите, централната банка и натаму ги спроведува **девизните своп-трансакции за креирање ликвидност во странска валута** на квартална основа и во неограничен износ, како и **краткорочниот дисконтен запис со рочност до 1 месец**<sup>10</sup>, којшто беше воведен во ноември 2021 година. Инструментот има за цел да ги намали потенцијалните тензии на пазарот на девизни своп-трансакции коишто се создаваат на крајот на секој квартал и со тоа да ја зајакне ефективностa на монетарната трансмисија преку обезбедување насочена поддршка на банкарскиот систем. Засилената кредитна активност во изминатите неколку квартали, особено кај станбеното кредитирање, беше

<sup>6</sup> Интервенциите за продажба на девизи во мај и јуни придонесоа за пад на девизните резерви за околу 10%.

<sup>7</sup> Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

<sup>8</sup> Годишната просечна стапка на инфлација во Унгарија во првите шест месеци од 2022 година изнесуваше 9,4% и беше најниска во земјите од Централна Европа.

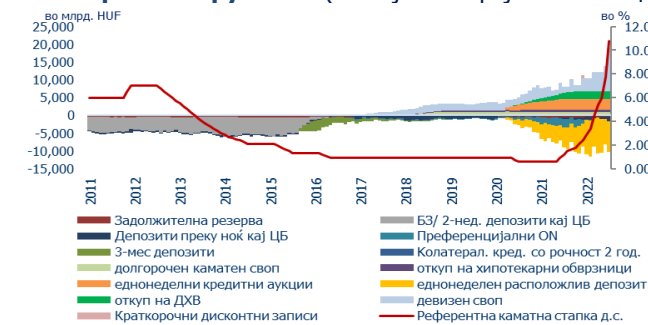
<sup>9</sup> Овој инструмент имаше две нивоа за кои се пресметува различна каматна стапка. За првото ниво на дневна основа се пресметува каматна стапка еднаква на референтната каматна стапка, а на просечниот износ на средства пласирани над ова ниво банките добиваат месечна камата од 4,00%.

<sup>10</sup> Должнички инструмент, којшто се спроведува на дискрециона основа, преку тендер со износи и фиксна каматна стапка. Централната банка ги одредува каматната стапка и планираната понуда во проспектот, непосредно пред аукцијата.

причина централната банка да направи оценка на висината на стапката на контрацикличен заштитен слој на капиталот и донесе одлука за нејзино зголемување на 0,5% (од тековно 0%) од јули 2023 година.

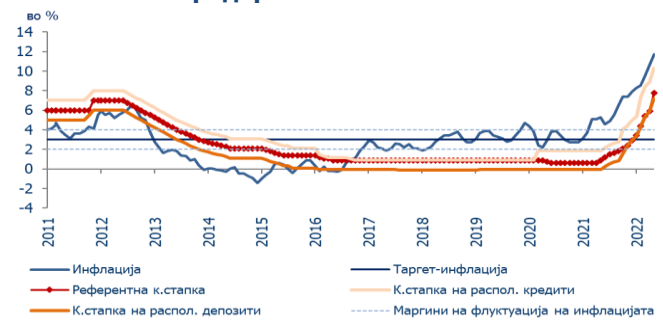
Покрај мерките за монетарно затегнување како одговор на изразените инфлациски ризици, централната банка и натаму спроведуваше активности за одржливо финансирање, преку програмата за **целно хипотекарно зелено кредитирање** (введена во октомври 2021 година како дел од програмата за финансирање на раст, англ. Funding for Growth Scheme) и **програмата за откуп на зелени хипотекарни обврзници на примарниот и секундарниот пазар со рочност од најмалку 5 години** (којашто беше введена во август 2021 година). Со оглед на големата побарувачка за зелени кредити<sup>11</sup> (од октомври до април беше исцрпен речиси вкупниот планиран износ на програмата од 500 милиони евра) централната банка го зголеми износот за дополнителни 250 милиони евра, а заради стабилизирање на овој пазарен сегмент ги заостри условите за учество и на двете програми.

#### Монетарни инструменти (состојби на крајот на месецот)



Извор: Централна банка на Унгарија ([www.mnb.hu](http://www.mnb.hu))

#### Коридор на каматни стапки



Извор: Централна банка на Унгарија ([www.mnb.hu](http://www.mnb.hu))

Унгарската форинта во првата половина од годината депрецира, така што нејзината вредност во првите шест месеци од 2022 година забележа највисок годишен пад (7,40%), во споредба со валутите на другите земји во регионот, за што покрај геополитичките тензии на европскиот континент, придонесе и зголемената макроекономска нерамнотежа на унгарската економија.

### 1.3. Полска

И во Полска<sup>12</sup>, во првата половина од 2022 година инфлацијата постојано се зголемуваше, достигнувајќи историски највисоко ниво од 15,6% во јуни<sup>13</sup>. Како и во другите земји, зголемените инфлациски притисоци главно произлегуваа од брзиот пораст на глобалните цени на енергијата и земјоделските производи, прекините во синџирите на снабдување и високите трошоци за меѓународен транспорт. Покрај надворешните фактори, за високата инфлација придонесе и зголемувањето на регулираните домашни тарифи за електрична енергија, природен гас и топлинска енергија, како и зголемената домашна побарувачка, при затегнати услови на пазарот на труд и прилив на бегалци од Украина. Од друга страна, инфлацијата беше умерено ублажена со намалувањето на некои даночни стапки во рамките на „антиинфлацискиот штит“<sup>14</sup>, што како мерка беше введена од страна на државата на крајот од 2021 година. **Растот на цените беше придружен со солиден раст на економската активност, поддржан од олабавената фискална политика**, којашто покрај антикризните даночни мерки, вклучува и зголемено трошење за национална одбрана. **Во такви околности, централната банка во шест последователни наврати ја зголеми основната каматна стапка којашто се применува на благајничките записи со рочност од 1 недела, за вкупно 4,25 п.п., на 6,00%, што е највисоко ниво од февруари 2005 година наваму и значајно повисоко од преткризното ниво (1,50%).** Покрај референтната каматна стапка, рамномерно (за по 4,25 п.п.) беа зголемени и каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ, којашто изнесува 6,50% и каматната стапка на расположливите депозити преку

<sup>11</sup> Централната банка ги одобрува средствата по каматна стапка од 0%, а банките може да ги користат за кредитирање на домаќинствата по фиксна каматна стапка не повисока од 2,5%. 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.

<sup>12</sup> Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

<sup>13</sup> Просечната годишна стапка на инфлација во првата половина од годината изнесува 11,8%, што е историски највисокото ниво и далеку повисока од инфлациската цел на централната банка од 2,5% +/-1 п.п.

<sup>14</sup> Целта на мерките е заштита на потрошувачите од повисоката инфлација и вклучува намалување на ДДВ за прехранбените производи на 0% од стандардната стапка 5%, додека ДДВ за горивата е намален на 8% од стандардното ниво од 23%.



ноќ, којашто на крајот од полугодие изнесуваше 5,50%. Циклусот на зголемување на каматните стапки вклучуваше и повисока стапка на задолжителна резерва (којашто се применува на сите обврски) за 1,50 п.п., со што на крајот од јуни беше достигнато преткризното ниво од 3,50%. Централната банка на Полска и натаму плаќа надомест за задолжителна резерва со примена на основната каматна стапка. Според изјавите на централната банка, остро зголемување на каматните стапки, што е едно од најсилните помеѓу земјите во регионот, не е реакција само на високата инфлација, туку го има предвид и значењето на каналот на девизниот курс во механизмот на монетарната трансмисија, како и олабавениот карактер на фискалната политика, што значи дека монетарната политика треба да понесе поголем товар на затегнувањето. Затегнувањето на монетарните услови вклучуваше и натамошно отсуство на централната банка од секундарниот пазар на државни хартии од вредност, така што состојбата на **откупени ДХВ преку програмата за квантитативно олеснување** се стабилизира на околу 144 милијарди злоти, или околу 38% од вкупната состојба на монетарните инструменти. Зголемената инфлација, заострувањето на монетарната политика и очекувањата за натамошно зголемување на каматните стапки, како и загриженоста на инвеститорите и падот на цените на обврзниците на светските финансиски пазари придонесоа за раст на приносите на државните обврзници (во просек за по 5,0 п.п. во споредба со крајот на 2021 година) коишто достигнаа историски највисоки нивоа. Во анализираниот период, еден дел од вишокот средства на банките во домашна валута (којшто забележа пад заради интервенциите на централната банка за продажба на девизи) беше повлечен преку задолжителната резерва заради примената на повисока стапка. Во такви околности, состојбата на **основниот инструмент – благајничките записи** имаше надолен тренд. На аукциите на благајнички записи централната банка применува тендер со ограничен износ и фиксна каматна стапка еднаква на основната.

**Монетарни инструменти**



Извор: Централната банка на Полска ([www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)).

**Динамика на девизен курс**



Извор: Блумберг.

Руската воена агресија значително се одрази на вредноста на полската злота, којашто на почетокот на март загуби околу 11% од својата вредност во однос на еврото и достигна најниско ниво во последните 13 години. За зачувување на нејзината вредност, покрај остро затегнување на каматните стапки, централната банка реагира и со интервенции на девизниот пазар за продажба на девизи, така што до крајот на полугодие девизниот курс на злотата во однос на еврото умерено се намали, но и натаму е на повисоко ниво во однос на крајот на 2021 година, за околу 2,40%.

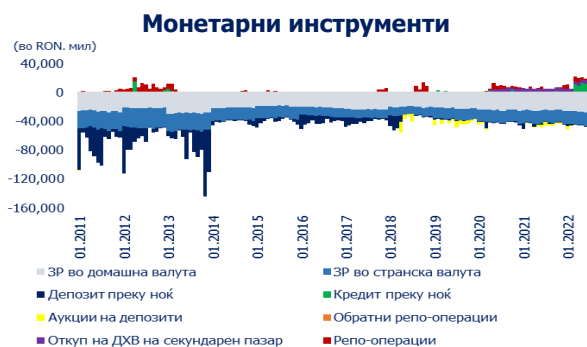
#### 1.4. Романија

Справувањето со двоцифрената стапка на инфлација<sup>15</sup> и засилените инфлациски очекувања во првата половина на 2022 година не беа исклучок и за **централната банка на Романија**<sup>16</sup>. Зад нагорната динамика на инфлацијата и влошената краткорочна перспектива, како и во останатите земји од регионот придонесуваат цените на горивата, природниот гас и електричната енергија (дури и при воспоставени владини програми за поддршка на потрошувачите) и цените на земјоделско-прехранбените производи. Геополитичките тензии во соседството, како и неизвесната насока на

<sup>15</sup> Просечната годишна стапка на инфлација во првата половина на 2022 година изнесуваше 11,7% и беше значително повисока од инфлациската цел на централната банка, 2,50% +/- 1п.п.

<sup>16</sup> Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

фискалната политика<sup>17</sup> сериозно се одразија и на изгледите за економската активност, преку каналот на потрошувачите, довербата, како и активноста на фирмите и инвестициските планови. **Како одговор на ваквите случувања во домашната економија, централната банка реагира со умерено и попретпазливо зголемување на каматните стапки**<sup>18</sup>. Така, основната каматна стапка (којашто се применува на **1-неделните репо-операции за креирање ликвидност**) во четири наврати (јануари, февруари, април и мај) беше зголемена за вкупно 2,00 п.п., на 3,75% (повисоко од преткризното ниво). На почетокот од годината беше проширен и симетричниот **коридор на каматни стапки** за 0,25 п.п., на +/- 1 п.п. од основната каматна стапка, а до крајот на полугодието **каматните стапки на расположливите кредити и депозити преку ноќ** беа зголемени за по 1,75 п.п., со што на крајот од јуни изнесуваа 4,75% и 2,75%, соодветно. Покрај зголемување на каматните стапки, централната банка се заложи и за одржување **цврста контрола на ликвидноста на пазарот на пари**. Ликвидноста во банкарскиот систем во првата половина од годината се намали (а како резултат на скромната буџетска потрошувачка, меѓу другото и поради намалената апсорпција на средства од компензациските фондови на ЕУ), така што централната банка во анализираниот периоди активно ги користеше монетарните инструменти за креирање ликвидност. Имено, банките имаа зголемен интерес за **редовните 7-дневни операции за креирање ликвидност во домашна валута**, коишто се спроведуваат преку тендер со неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната. По подолг период банките имаа зголемен интерес и за **расположливите кредити преку ноќ**, чијашто просечна состојба достигна историски највисоко ниво. Централната банка надомести многу мал дел од потребните ликвидни средства и преку **дефинитивен откуп на државни хартии од вредност на секундарниот пазар**, така што учеството на овој инструмент во вкупната состојба на монетарните инструменти се стабилизира на околу 10%. Со оглед на намалениот вишок ликвидни средства, банките имаа слаб интерес и за **7-дневните аукции на депозити**, на коишто исто така се 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 и ликвидносните промени на банкарскиот систем. Така, каматните стапки на пазарот на пари имаа нагорна динамика и при крајот на полугодието ги надминаа преткризните нивоа<sup>19</sup>. Раст имаше и кај приносите на ДХВ<sup>20</sup> на примарниот и на секундарниот пазар, меѓу другото како последица и на зголеменото согледување за ризик на инвеститорите кон финансиските пазари во југоисточна Европа (особено по случувањата во Украина), побрзото почнување со циклусот на нормализација на монетарните политики од страна на ФЕД и ЕЦБ, како и поумереното зголемување на каматните стапки во Романија во однос на земјите во регионот. Овие фактори влијаеја и врз вредноста на домашната валута, па и покрај променливата динамика во текот на полугодието, на крајот од јуни девизниот курс на романските леи во однос на еврото беше околу нивото од крајот на 2021 година.



Извор: Централна банка на Романија ([www.bnr.ro](http://www.bnr.ro))



Извор: Извештај за инфлација на ЦБ на Романија ([www.bnr.ro](http://www.bnr.ro))

<sup>17</sup> И покрај неизвесните економски и социјални околности на домашно и на глобално ниво, Романија има обврска да ја засили фискалната консолидација во 2022 година во согласност со препораките во процедурата за прекумерен дефицит, според која до крајот на 2024 година треба да го сведе буџетскиот дефицит на нивото од 2,9% од БДП (6,9% во 2021 година).

<sup>18</sup> Релативно високиот дефицит на тековната сметка (7% од БДП во 2021 година) е уште еден фактор којшто влијае врз интензитетот на зголемување на каматните стапки.

<sup>19</sup> Остварените краткорочни каматни стапки на пазарот на пари (РОБОР – просечна каматна стапка по која банките се подготвени да им позајмат на други банки и РОБИД – просечна каматна стапка по која банките би се задолжиле на пазарот на пари) на крајот на јуни беа повисоки во просек за по 3,15 п.п. во однос на декември 2021 година и околу 0,25 п.п. повисоки од нивото пред почетокот на пандемијата.

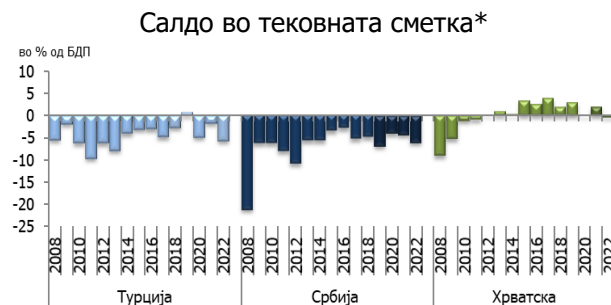
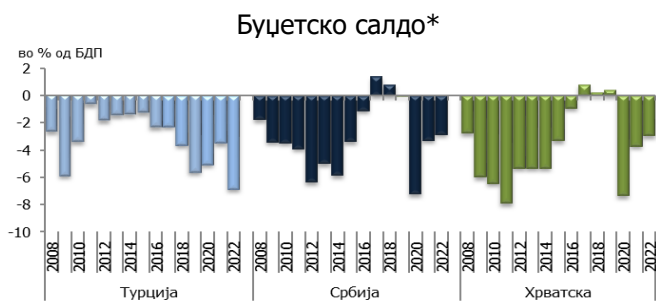
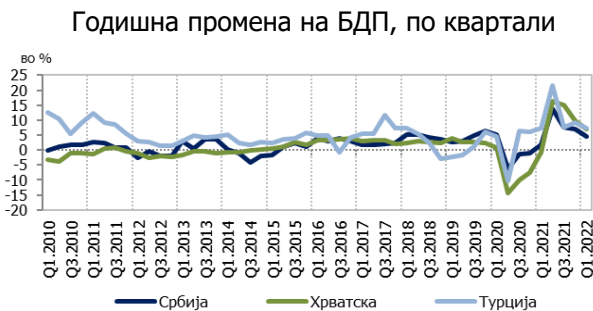
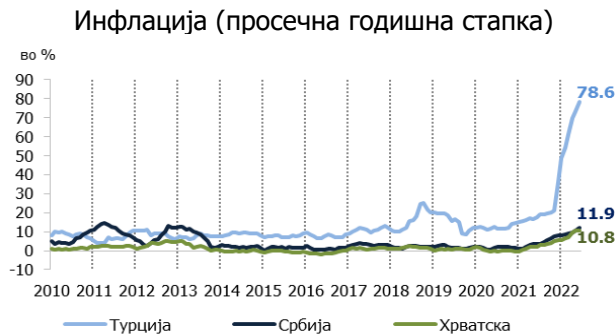
<sup>20</sup> Каматните стапки на издадените државни записи и обврзници на крајот на јуни беа повисоки во просек за по 4,20 п.п., во споредба со крајот на 2021 година. Остварените каматни стапки на секундарниот пазар ја следеа динамиката на каматните стапки на примарно издадените хартии од вредност.



Со оглед на нагорната динамика на кредитирањето на приватниот сектор<sup>21</sup>, а при изразени ризици за макроекономската стабилност, во анализираниот период централната банка донесе одлука за промена на стапката на контрацикличен заштитен слој на капиталот, а којашто ќе започне со примена во октомври 2022 година и ќе изнесува 0,5% (тековно 0% и е непроменета од 2016 година).

## 2. Земји од Југоисточна Европа

### Основни економски податоци



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

### Макроекономско окржување во земјите од Југоисточна Европа

По солидниот годишен раст на БДП во 2021 година, економската активност во **Србија** и **Хрватска** во првата половина од годината забави сведувајќи се на 4,2% и 6,4%, соодветно. Забавувањето на активността главно произлезе од силниот раст на цените на енергија и нарушувањето на глобалниот синџир за снабдување на сировини, а како последица на руската инвазија врз Украина. Овие фактори предизвикаа инфлациски притисоци и ги засилија инфлациските очекувања во двете земји, што придонесе за нагорна динамика на инфлацијата, којашто до крајот на полугодieto достигна највисоки нивоа во последните десет години.

Економската активност во **Турција** во првата половина од годината значително забави, главно како последица на намалената домашна побарувачка, а во услови на историски највисока стапка на инфлација (којашто на крајот на јуни достигна 78,6%), длабоко песимистичко расположение на економските субјекти и силна депрецијација на домашната валута. Неочекуваните, циклични мерки на економската и монетарната политика заради отсуство на независност на централната банка, зголемената недоверба на приватниот сектор и геополитичките тензии претставуваат дополнителен

<sup>21</sup> Годишната стапка на раст на кредитите кон приватниот сектор на крајот на јуни изнесуваше 17,5% (14,8% во декември 2021 година), главно детерминирана од кредитите во домашна валута, коишто имаат доминантна застапеност и во вкупната состојба на одобрени кредити.

надолен фактор на ризик за лирата и домашната активност, така што согласно со пазарните очекувања растот на економијата во 2022 година би изнесувал околу 2,9%, што е значително помалку од 2021 година (11,4%, што беше едно од најголемите проширувања на активноста на глобално ниво).

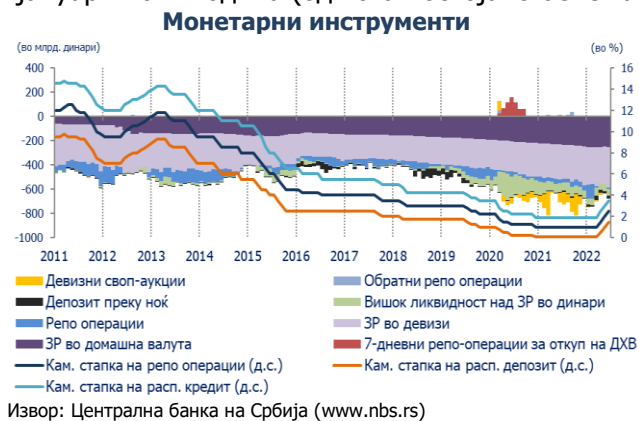
## Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

### 3.1. Србија

Централната банка на Србија<sup>22</sup> во првата половина на 2022 во три последователни наврати (од април до јуни) ја зголеми референтната каматна стапка којашто се применува на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност за вкупно 1,50% на нивото од 2,50%, а го прошири и коридорот на каматните стапки на +/- 1 п.п. (од 0,9 п.п.) од референтната каматна стапка. Со тоа, каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ беше зголемена за 1,60 п.п. на 3,50%, додека каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ изнесуваше 2,50%, ниво повисоко за 1,40 п.п. во однос на декември 2021 година. Централната банка во анализираниот период продолжи да со спроведувањето на еднонеделните обратни репо-операции за повлекување ликвидност во домашна валута, чијашто просечна каматна стапка исто така забележа раст и на крајот на јуни беше повисоко за 1,42 п.п. (или 1,81%) во споредба со крајот на 2021 година. На овие операции централната банка применува тендер со фиксни износи и максимална каматна стапка. Централната банка и во првата половина на 2022 година ги применуваше редовните неделни аукции на девизни своп-операции со рочност од две недели и неделни аукции на девизни своп-операции (со кои обезбедува ликвидност во домашна валута и во девизи) со рочност од три месеци, за кои имаше слаб интерес од страна на банките, поради што донесе одлука за укинување на тримесечните девизни своп-операции од 1 август 2022 година. На двонеделните девизни своп-операции се применува фиксна каматна стапка, којашто на крајот на полугодieto изнесуваше 2,60% за обезбедување динарска ликвидност (каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ + 0,1 п.п.) и 0% за обезбедување ликвидност во евра.

Заради одржување на вредноста на домашната валута, централната банка беше активно присутна на девизниот пазар во текот на целото полугодие, главно со продажба на девизи (во мај и јуни интервенира и со умерен откуп), така што вкупните нето-продажби во првите шест месеци од годината изнесуваа 1.790 милиони евра. Намалувањето на вишокот слободни средства како резултат на интервенциите на централната банка придонесе и за отсуство на интерес од страна на банките на еднонеделните обратни репо-операции за повлекување ликвидност.

Во анализираниот период централната банка преземаше активности заради заштита на клиентите на банките од високите банкарски провизии<sup>23</sup>. Како најзначајна меѓу донесените мерки е обврската на банките да ги намалат банкарските провизии за 30% или да ги сведат на нивото од пред 1 јануари 2021 година (од кога постојано бележат раст).



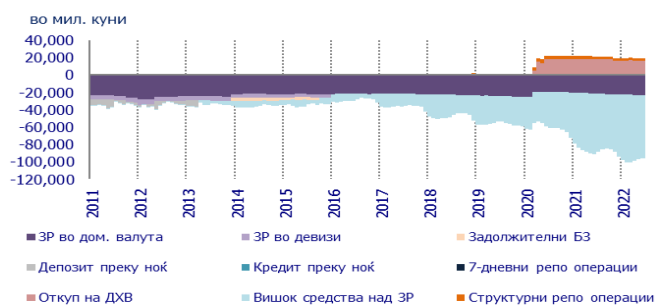
<sup>22</sup> Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

<sup>23</sup> Извор: [https://nbs.rs/sr\\_RS/scripts/showcontent/index.html?id=18321](https://nbs.rs/sr_RS/scripts/showcontent/index.html?id=18321).

## 3.2. Хрватска

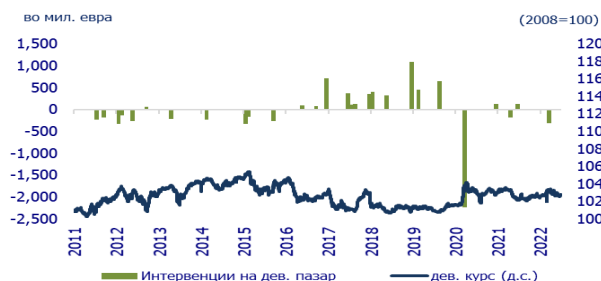
Првата половина од 2022 година и хрватската економија беше одбележана со инфлација којашто брзо расте (условена од меѓународните цени на горивата и сировините за производство), којашто во јуни достигна историски највисоко годишно ниво од 12,1%<sup>24</sup>. **Централната банка<sup>25</sup> и натаму ја спроведува монетарната политика согласно со случувањата во домашната економија.** Така, и во анализираниот период ги спроведуваше **редовните седумдневни операции за креирање ликвидност** по непроменета фиксна каматна стапка од 0,05%. Банките, по пауза од две години, во март во три наврати имаа интерес за овие операции, а како резултат на умерениот пад на вишокот ликвидни средства заради интервенциите на централната банка за продажба на девизи. И во првите шест месеци од 2022 година, комерцијалните банки предвреме вратија 100 милиони куни<sup>26</sup> обезбедени преку **структурните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од пет години<sup>27</sup>**, така што на крајот на јуни состојбата на овој инструмент изнесува 3.000 милијарди куни, или само 4% 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), централната банка и во анализираниот период не учествуваше на секундарниот пазар на државни хартии од вредност. Во јули, централната банка направи **измени во системот на задолжителна резерва, намалување / укинување на минималниот потребен износ на девизни средства во однос на девизните обврски**, а ја измени и одлуката за **известување на пазарите на пари и пазарите на странски платежни средства**. Сите овие измени се дел од подготовките за воведување на еврото од 1 јануари 2023 година. Измените во системот на задолжителна резерва вклучуваат: намалување на стапката на задолжителна резерва (којашто се применува на обврските во домашна и странска валута) од 9% на 5% во август и нејзино дополнително намалување на 1% во декември 2022 година; делот од обврската којшто се исполнува во девизи банките да го исполнуваат на сметките во TARGET, наместо досегашното исполнување преку просечната дневна состојба на ликвидни средства. Согласно со процените на централната банка, овие измени ќе придонесат за намалување на обврската за задолжителна резерва за околу 34,2 милијарди куни. Измените во минималниот износ на девизни средства во однос на девизните обврски вклучуваат намалување на износот од 17% на 8,5% во август, а од декември 2022 година оваа обврска се укинува, со што според процените слободните девизни средства на банките ќе се зголемат за околу 5 милијарди евра. Во анализираниот период централната банка донесе одлука и за зголемување на стапката на контрацикличен заштитен слој на капиталот од 0% на 0,5%, а којашто ќе започне со примена од 31 март 2023 година.

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Хрватска ([www.hnb.hr](http://www.hnb.hr))

Интервенции на девизен пазар и номинален девизен курс на куната



Извор: Централна банка на Хрватска ([www.hnb.hr](http://www.hnb.hr))

Сè послните геополитички тензии поради руската агресија врз Украина доведоа до одредени притисоци на девизниот пазар и умерена депрецијација на домашната валута во март, така што централната банка интервенира со продажба на 315 милиони евра. Но, очекувањата за воведување на еврото на почетокот од 2023 година, како и девизните приливи на почетокот од летната сезона

<sup>24</sup> Просечната годишна стапка на раст во првото полугодие изнесуваше 8,6% и беше најниска помеѓу анализираните земји.

<sup>25</sup> Информациите за поставеноста на монетарната политика се преземени од извештаи на централната банка објавени на официјалната веб-страница.

<sup>26</sup> Во 2021 година банките предвреме отплатија вкупно 1.170 милиони куни.

<sup>27</sup> 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.

позитивно се одразија на вредноста на куната, така што девизниот курс во однос на еврото се задржа во рамките на целта, согласно со механизмот на девизни курсеви на ERM II<sup>28</sup>.

### 3.3. Турција

Во Турција и покрај двоцифрената, историски највисока стапка на инфлација<sup>29</sup>, а во услови на загрошена независност на централната банка<sup>30</sup>, референтната каматна стапка во првата половина од годината беше задржана на истото ниво. Ваквата одлука беше поткрепена со ставот дека нагорната динамика на инфлацијата е условена од фактори на страната на понудата (пораст на глобалните цени на енергијата, храната и земјоделските производи), а процесот на дезинфлација би започнал за краток период врз основа на преземените монетарни и макроекономски мерки за одржлива ценовна и финансиска стабилност. **Во сетот мерки на монетарната политика, централната банка ѝ дава приоритет на турската лира како главна монетарна алатка.** 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 **седумдневните репо-операции и еднеделните 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**<sup>31</sup>: рокот на достасување на редисконтните кредити во домашна валута го зголеми од 180 на 360 дена, а на кредитите за индустрискиот сектор до 720 дена; каматните стапки за кредитите во домашна валута беа поставени на пониско ниво за 3 п.п., 2 п.п., и 1 п.п. под основната каматна стапка за рок на достасување од 0 до 90, од 91 до 180 и од 181 до 720 дена; овозможи намалување на каматната стапка на редисконтните кредити за дополнителни 1 п.п. доколку компаниите исполнат одредени услови<sup>32</sup>; овозможи пониска каматна стапка за 5 п.п. во однос на основната, доколку компаниите корисници на кредитот се обврзат за раст на извозот / намалување на увозот, инвестираат во одредени индустриски региони во Турција, користат домашни машини за производство и најмалку 20% од инвестициите ги финансираат од надворешни извори; обврската за извозниците да продадат 25% од својата девизна заработка на централната банка ја зголеми на 40% и воведе обврска за извозните компании да продаваат најмалку 30% од своите девизни приходи во банка. Покрај извозните компании, централната банка овозможи и фирмите од дејноста туризам да користат поволни редисконтни кредити по исполнувањето дадени услови<sup>33</sup>. Заради намалување на доларизацијата во пасивата на банките, централната банка продолжи со **измени во системот на задолжителна резерва**, којашто преовладува во состојбата на монетарните инструменти (41% на крајот на јуни): воведе различни стапки на задолжителна резерва во зависност од степенот на конверзија на девизните депозити на физичките лица во депозити во домашна валута<sup>34</sup>; стапката на задолжителна резерва за обврските на финансиските компании во домашна валута ја задржа на 0%, додека за нивните девизни обврски ја зголеми на 3%; при крајот на април, за еден период на исполнување (со времетраење од 4 недели) воведе стапка на задолжителна резерва на потрошувачките кредити којашто изнесува 10% од вкупно одобрените кредити по 1 април 2022 година, а заради влијанието на зголемената кредитната активност (годишен раст од околу 22% во јуни) за период од шест месеци воведе стапка на задолжителна резерва од 20% којашто се применува на разликата од одобрените и невратените заеми во периодот помеѓу 31 декември 2021 и 31 март 2022 година.

И покрај интервенции на централната банка за продажба на девизи, а во услови на релативно ниски девизни резерви, преносниот ефект од растечката инфлација, заедно со ограничениот

<sup>28</sup> Во јули 2020 година централниот паритет е на нивото од 7,5340 куни за едно евро, со дозволена граница на флукуација од +/- 15%.

<sup>29</sup> Годишната стапка на инфлација во првата половина од годината изнесуваше во просек 64,4%.

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

<sup>31</sup> Централната банка ги пренасочува овие кредити преку Извозната кредитна банка во државна сопственост и комерцијалните банки кон извозните компании.

<sup>32</sup> Намалувањето на каматната стапка следи по исполнувањето на еден од следниве услови: зголемување на вработеноста, на девизниот пазар да се наоѓаат на страната на нето-продажбата на девизи, да го зголемат извозот за 10% во годината во која го користат кредитот.

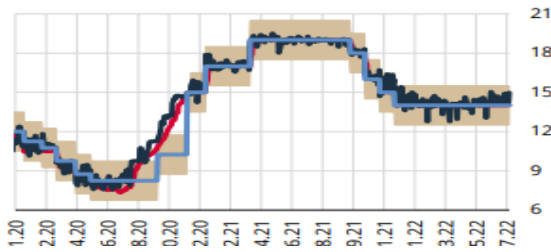
<sup>33</sup> Да имаат девизни приливи од своите активности, да инвестираат во региони за развој на туризмот, да користат домашни влезни компоненти и да имаат надворешно финансирање од најмалку 20% од инвестицијата.

<sup>34</sup> Централната банка ќе применува дополнителна стапка на задолжителна резерва од 5 п.п. за банките со стапка на конверзија под 5% и од 3 п.п. за банките со стапка на конверзија помеѓу 5% и 10%.

независност на централната банка, неизвесноста на финансиските пазари и зголемувањето на каматните стапки од страна на ФЕД придонесоа за продолжување на острата деценијација на турската лира и зголемување на девизниот курс во однос на доларот за околу 15,7% во првите шест месеци од годината.

### 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
- Расположлив кредит преку ноќ
- Расположлив кредит на крај на ден
- Нето-ефект од операции на отворен пазар

