

Народна банка на Република Северна Македонија



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

(прва половина на 2021 година)

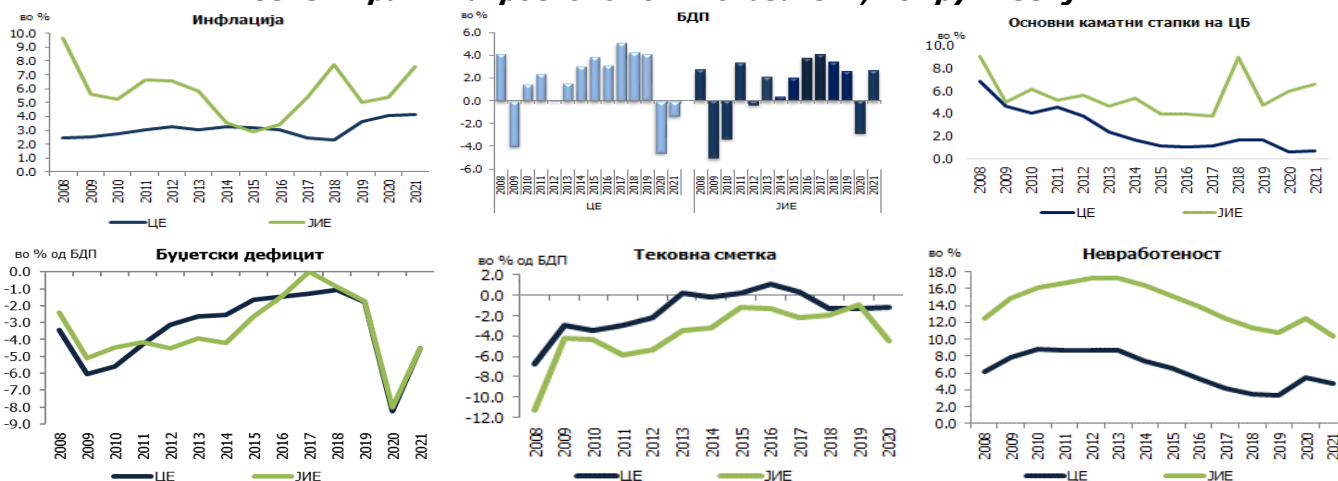
Дирекција за операции на финансиските пазари

септември 2021 година

Вовед

И во првата половина на 2021 година, монетарните и фискалните власти на глобално ниво преземаа мерки за решавање на економските последици од здравствената криза. Една заедничка карактеристика на меѓународните економски политики на почетокот од здравствената криза беше поактивниот и посилниот одговор на монетарната и фискалната политика споредено со претходните кризни епизоди. Притоа, имајќи го предвид растечкото ниво на јавен долг во услови на стимулативна фискална политика проследена со пад на даночните приходи, како и ограничениот простор за натамошно релаксирање на монетарната политика при рекордно ниски каматни стапки и изразени инфлационски притисоци, првата половина од 2021 година се карактеризираше со повоздржани реакции од страна на фискалните и монетарните власти, па дури и промена на насоката на политиката на централните банки во некои од анализираните земји. Носителите на монетарните политики на најголемите централни банки (ЕЦБ, ФЕД, Банка на Англија) во анализираниот период продолжија да спроведуваат експанзивна политика, задржувајќи ги референтните каматни стапки на непроменето ниво, но најавувајќи дека веќе од есенските месеци ќе започнат со постепено намалување на програмите за ликвидносна поддршка на финансискиот сектор, а воведени како нестандартни мерки на почетокот од пандемијата. Меѓу анализираните земји, централните банки на **Чешка** и **Унгарија**, како одговор на растечката инфлација, а имајќи ги предвид и макроекономските фундаменти на одделните економии, поставеноста на монетарната политика пред почетокот на здравствената криза и интензитетот на реакција во кризниот период, остварувањата кај макроекономските индикатори и активниот пристап во водењето на монетарната политика, при крајот на полугодieto отпочнаа со заострување на монетарните услови преку зголемување на каматните стапки и истовремено укинување на дел од нестандартните инструменти за креирање ликвидност во домашна валута. Централната банка на **Полска** ги задржа каматните стапки на историски најниско ниво и продолжи со откупот на државни хартии од вредност на секундарен пазар, но со поголем интензитет споредено во однос на второто полугодие од 2020 година. Централната банка на **Романија** беше единствена меѓу земјите во регионот којашто на почетокот од првата половина годината продолжи со циклусот на монетарно релаксирање преку намалување на основната каматна стапка, за да до крајот на полугодieto во услови на нагорна динамика на инфлацијата и оваа централна банка го задржи претпазливниот карактер на монетарната политика. И централните банки на земјите од **Југоисточна Европа** во првата половина од 2021 година ги креираа монетарните одлуки согласно случувањата во домашната економија. Централната банка на **Србија** ја задржа каматната стапка непроменета, продолжи да откупува државни хартии од вредност на секундарен пазар и да спроведува репо и своп-аукции за обезбедување ликвидност во домашна и странска валута со рочност од 3 месеци. Монетарната власт на **Хрватска** продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките, а спроведувааше репо-аукции за обезбедување ликвидност на долг рок. Централната банка на **Турција**, продолжи да се справува со високата и растечка инфлација преку натамошно значајно зголемување на каматните стапки и силна и транспарентна примена на новата монетарна рамка.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

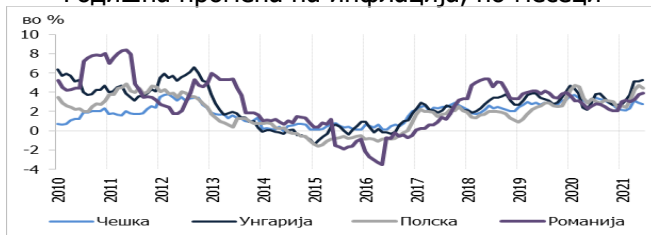


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централните банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија и Романија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција.

1. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

Годишна промена на инфлација, по месеци



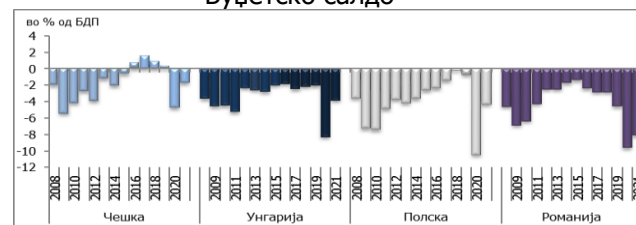
Основни каматни стапки на ЦБ



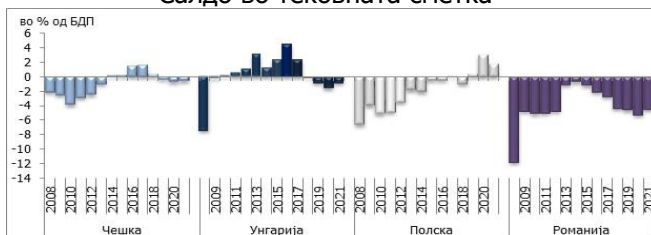
Годишна промена на БДП, по квартали



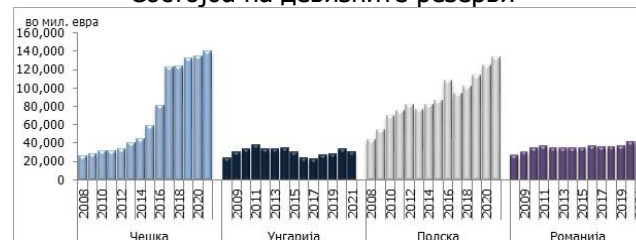
Буџетско салдо*



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

Подобрената здравствена состојба и последователното олеснување на рестриктивните мерки во првата половина од 2021 година ги врати економиите од Централна Европа на патеката на раст. Намалувањето на БДП во првиот квартал од годината беше маргинално (2,1% во **Чешка** и **Унгарија**, 0,9% во **Полска** и 0,2% во **Романија**, на годишна основа) и поблаго од пазарните очекувања, а како резултат на ефективните мерки за финансиска поддршка на најпогодените сектори, отпочнувањето со вакцинација на населението и отворањето на економиите, особено во услужниот сектор, што влијаеше и за заживување на домашната побарувачка. Експанзивната фискална политика, која во речиси сите земји од регионот се очекува да се задржи до крајот на годината и постепено да се консолидира од наредната година, како и приливот на средства од компензационите фондови на ЕУ се очекува дополнително да ја поддржат активната. Брзината на закрепнувањето се разликува помеѓу земјите, така што враќањето на преткризните нивоа во голема мера зависи и од макроекономските фундаменти на одделните економии. Така, за 2021 година највисок раст се очекува да оствари **Романија**, 7,4%, по што следи **Унгарија**, 6,3%, **Полска** 4,8% и **Чешка** 3,9%¹. Најголемиот ризик за макроекономската прогноза на растот е поврзан со евентуалното ширење на нови варијанти на вирусот во есенските месеци, имајќи го предвид побавниот процес на имунизација во земјите од овој регион (во просек околу 30% од населението до крајот на јуни). Во однос на инфлацијата, заживувањето на економската активност, повисоките цени на енергијата, тесните грла во одредени производствени сектори поради недостаток на сировини и ограничувањето на понудата, наспроти зголемената домашна и странска побарувачка врши нагорен притисок врз потрошувачките цени. Нагорната динамика на нивото на цени се очекува да се задржи до крајот на годината, така што согласно последните макроекономски проекции просечната стапка на инфлација за 2021 година во **Полска** (4,2%) и **Унгарија** (4,4%) се очекува да биде над инфлациониот таргет на централната банка, а проектираното просечно ниво на цени во **Романија** (3,2%) и **Чешка** (2,7%) умерено под горната граница на флукуација.

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

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

2.1 Чешка

Како одговор на изразените инфлациски притисоци креирани од заживената домашна побарувачка, затегнатите услови на пазарот на труд (каде ниската стапка на невработеност, којашто уште во преткризните години изнесуваше околу 2%, креира притисок за континуиран раст на платите) и континуираниот раст на странските производствени цени, централната банка на Чешка во **првата половина од годината ја промени насоката на монетарната политика** и се заложи за силно затегнување на монетарните услови и враќање на пазарните каматни стапки на преткризното ниво². Така, во јуни ги зголеми **основната каматна стапка којашто се применува на двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност и каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ** за по 0,25 п.п., на 0,50% и 1,25%, соодветно. Од друга страна, каматната стапка на **расположливите депозити преку ноќ** беше задржана на непроменето ниво од 0,05%. Краткорочните ликвидносни флукуации банките во најголем дел ги неутрализираа 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. Со оглед на солидната ликвидносна позиција во банкарскиот систем и отсуството на интерес, централната банка во мај ги укина **привремените репо-операции за креирање ликвидност со рочност од три месеци** воведени како нестандартен инструмент во мај 2020 година, но продолжи да ги спроведува **редовните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од две недели**, за кои банките и останатите финансиски институции коишто можат да учествуваат на аукциите (осигурителни компании, пензиски фондови и друштва за управување) немаа побарувачка³. 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.

Еден дел од вишокот ликвидност, којшто во континуитет се зголемуваше како резултат на зголемената буџетска потрошувачка, банките го пренасочија на примарниот пазар на државни хартии од вредност⁴, каде приносите на крајот од јуни го достигнаа преткризното ниво⁵. Побарувачката беше главно детерминирана од домашните банки, коишто ја зголемија сопственоста во вкупно издадените ДХВ на 41% на крајот од јуни (34% во декември 2020 година), додека нерезидентите ја намалија сопственоста на 32% (35% на крајот од 2020 година).

Солидното економско закрепнување во комбинација со заострувањето на монетарните услови и зголемените капитални приливи позитивно се одрази на вредноста на домашната валута, којашто и во првата половина на годината ја продолжи нагорната динамика, така што на крајот од јуни имаше повисока вредност за 2,76% споредено со декември 2020 година. Централната банка во анализираниот период не интервенираше на девизниот пазар.

Монетарни инструменти



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

Девизен курс и интервенции на ЦБ



² Во 2020 година централната банка ја намали 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%. Намалувањето на каматните стапки во Чешка беше оценето како најголемо конвенционално монетарно олеснување помеѓу земјите во регионот.

³ 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.

⁴ Во првите шест месеци од годината беше постигнат повеќе од половина од планираниот раст на ДХВ за 2021 година, којшто со оглед на зголемената потреба за финансирање на антикризната буџетска потрошувачка беше зголемен во два наврати на историски највисоко ниво.

⁵ Просечните реализирани каматни стапки на овој пазарен сегмент во 2020 година забележаа значително надолно поместување, во просек за по 1,5 п.п..

2.2. Унгарија

И централната банка на Унгарија, со цел да спречи прегревање на економијата при изразени инфлациски притисоци од една страна и брзо закрепнување на економската активност од друга страна (за што влијание има највисоката стапка на вакцинација во регионот, над 50% на крајот од јуни и експанзивната фискална политика којашто се очекува дополнително да се интензивира до крајот на годината заради парламентарните избори во првата половина од 2020 година), **при крајот на полугодието го отпочна циклусот на затегнување на монетарната политика и започна со укинување на дел од програмите коишто беа воведени во текот на кризата**⁶. Така, во јуни ја зголеми референтната каматна стапка за 0,30 п.п. на 0,90%, додека каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ беа задржани на непроменето ниво од -0,05% и 1,85%, соодветно. Солидното економско закрепнување овозможи укинување на **програмата за финансирање на раст (англ. Funding for Growth Scheme Go – FGS GO)** којашто беше воведена за поддршка на нефинансискиот сектор во април 2020 година и траеше до јуни 2021 година, до кога беа искористени 3.000 милијарди форинти. Од друга страна, централната банка продолжи да ја поддржува реалната економија преку таргетирано кредитирање на домашниот корпоративен сектор, така што го зголеми максималниот лимит на **програмата за откуп на корпоративни обврзници (англ. Bond Funding for Growth Scheme-BGS)**⁷, од 750 на 1.150 милијарди форинти. Ликвидноста креирана преку програмите за откуп на ХВ и финансирање на растот во целост беше стерилизирана преку **преференцијалните депозити преку ноќ** на кои се применува стимулативна каматна стапка⁸. Во насока на зголемување на ефикасноста на монетарната политика врз подолгиот сегмент од кривата на принос, централната банка продолжи да го зголемува релативното учеството на монетарните инструменти за креирање ликвидност на подолг рок. Така, го намали износот (од 30 на 10 милијарди форинти) на **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 е со рочност од 5 год.) и го зголеми **откупот на неделните аукции на државни хартии од вредност** (каде доминираа обврзници со рочност над 15 год.) на 60 милијарди форинти. Со цел обезбедување на континуирана ликвидност на пазарот на државни хартии од вредност на средниот сегмент од кривата на принос, програмата за квантитативно олеснување ја прошири и со државните хартии од вредност со рок на доспевање помал од 10 години. Дополнително, во април започна и со откуп на **зелени долгорочни државни хартии од вредност**⁹. Така, **сите програми за откуп на државни хартии од вредност и државно гарантирани должнички хартии од вредност станаа клучни во сетот на монетарните инструменти**.

Покрај мерките за монетарно затегнување како одговор на изразените инфлациски ризици, централната банка продолжи да спроведува **активности за одржливото финансирање согласно иницијативата на ЕУ за енергетски ефикасни хипотекарни кредити (англ. Energy Efficient Mortgages Initiative)**. Така, на почетокот од јули ја усвои **Стратегијата за зелена монетарна политика (англ. Green Monetary Policy Toolkit Strategy)**, која има за цел да служи како рамка за долгорочно работење на централната банка, според која континуирано ќе се испитуваат нови инструменти на монетарната политика со кои ќе се оствари основната цел за ценовна стабилност и ќе се овозможи одржливост на животната средина. Како прв чекор во согласност со Стратегијата, беа воведени **две нови програми за поддршка на пазарот на зелени хипотекарни кредити**¹⁰. Првата програма започна со примена на 2 август и вклучува **откуп на зелени хипотекарни обврзници на примарен и секундарен пазар, со вкупен лимит од 200 милијарди форинти**

⁶ Централната банка на Унгарија ја затекна кризата со најниски каматни стапки во регионот (референтната каматна стапка изнесуваше 0,9%), што се одрази и на интензитетот на намалување во кризниот период (само 0,3 п.п.) и на активирањето на нестандартните мерки за ликвидносна поддршка на домашната економија.

⁷ Преку која откупува обврзници издадени од домашни нефинансиски институции со кредитен рејтинг од најмалку B+, оригинална рочност на обврзниците од минимум 3 и максимум 10 години и максимално учество на ЦБ во вкупната вредност на одделните емисии од 70%.

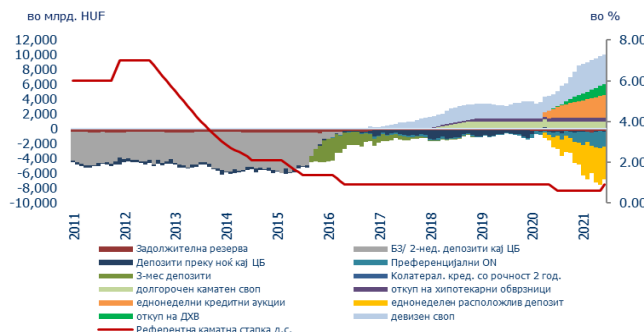
⁸ Овој инструмент има две нивоа за кои се пресметува различна каматна стапка. За првото ниво на дневна основа се пресметува каматна стапка еднаква на референтната каматна стапка, а на просечниот износ на средства пласирани над ова ниво банките добиваат месечна камата од 4,00%. Рокот на примена на стимулативната каматна стапка од 4,00% беше продолжен до јануари 2023 година (од јуни 2021 година).

⁹ Во април беше издадена првата 30 годишна зелена државна обврзница, во износ од 30 милијарди форинти и просечен принос од 3,69%, што е меѓу највисоките во Европа и 1 п.п. над конвенционалните 10-годишни обврзници. Извор: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-22/longest-sovereign-green-bond-anyone-hungary-is-seeking-buyers>.

¹⁰ Извор: <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/hungary-central-bank-announces-steps-boost-green-mortgage-lending-2021-07-06/>.

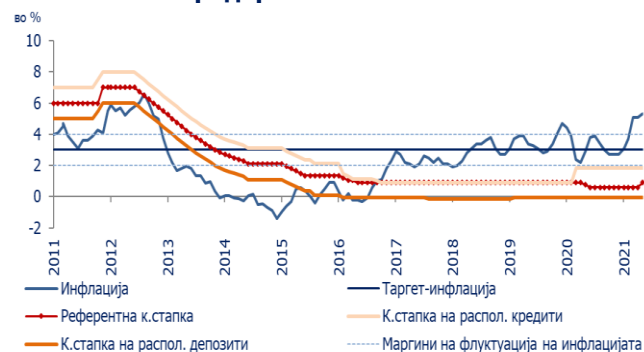
(или околу 573 мил. евра). Според втората програма, централната банка од октомври ќе започне со таргетирано хипотекарно зелено кредитирање (коешто ќе е дел од програмата за финансирање на раст, англ. Funding for Growth Scheme), со вкупен лимит од 200 милијарди форинти, по каматна стапка од 0%, а банките може да ги одобруваат средствата по фиксна каматна стапка не повисока од 2,5%. Според програмата, максималниот износ на таргетираните кредити наменети за изградба или купување на нови, енергетско ефикасни станбени недвижности може да изнесува 70 милиони форинти, со рок на достасување до 25 години.

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)

Во март и јуни централната банка спроведе и неколку **девизни своп-трансакции за креирање ликвидност во странска валута**, чијашто цел е да обезбедат сигурност дека краткорочните каматни стапки на секој пазарен сегмент ќе се формираат конзистентно со нивото на краткорочните каматни стапки на централната банка. Во периодот на примена на овие аукции, а заради ефикасно управување со ликвидноста во банкарскиот систем привремено беа стопирани **девизните своп-трансакции за креирање ликвидност во домашна валута** и беше променет **периодот на одржување и рочноста на аукциите на еднонеделните расположливи депозити**.

Во согласност со глобалните трендови, и унгарската форинта во првата половина од годината забележа раст на вредноста во однос на еврото (за околу 3% споредено со декември 2020 година), но во повисок износ споредено со валутите на другите земји во регионот, за што влијание има солидното закрепнување на економската активност и индиректните интервенции на централната банка на девизниот пазар.

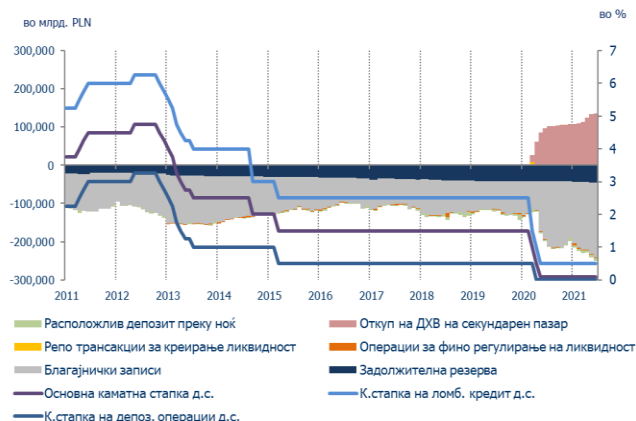
2.3. Полска

Централната банка на Полска во анализираниот период не направи измени во монетарната политика, сметајќи дека инфлациските притисоци присутни во првата половина од 2021 година се детерминирани од егзогени фактори на страната на понудата¹¹ врз кои монетарната политика нема влијание. Воедно, беше оценето дека мерките на централната банка ефективно ги надополнија фискалните мерки и имаат позитивни ефекти врз намалувањето на економските трошоци од пандемијата. Дополнително, согласно изјавите на гувернерот на централната банка, одржувањето на релаксирана монетарна политика и евентуалната депрецијација на домашната валута се соодветни алатки за заштита на полската економија и другите европски економии во развој од преносните ефекти на програмата за квантитативно олесување на ЕЦБ. Во такви околности, централната банка ја задржа **основната каматна стапка на благајничките записи** на историски најниско ниво од 0,1%, а непроменети беа и каматните стапки на **расположливите депозити и кредити преку ноќ**, 0,0% и 0,5%, соодветно. На непроменето ниво (0,5%) беше задржана и **стапката на задолжителна резерва** (којашто се применува на сите обврски), а за **надомест за задолжителна резерва** и натаму се применува основната каматна стапка. Централната банка продолжи да ја спроведува **програмата за откуп на краткорочни и долгорочни државни хартии од вредност (ДХВ) и државно гарантирани должнички хартии од вредност на секундарен пазар**, но во повисок обем споредено со второто полугодие од 2020 година, така што на крајот на јуни состојбата на откупени ДХВ по овој основ достигна вредност од околу 135 милијарди злоти или околу 39% од вкупната состојба на монетарните инструменти и 5,5% од БДП. Поагресивната примена на програмата за квантитативно

¹¹ Раст на цената на струја поради еколошката политика на ЕУ, повисоки цени на нафтата поради глобалното економско закрепнување и повисоки комунални давачки. Притоа, не се забележуваат ендогени ценовни притисоци.

олеснување има за цел смирување на движењата на примарниот пазар на ДХВ, каде во услови на водечко закрепнување на полската економија во однос на земјите од регионот, растечка инфлација и очекувања за промена на насоката на монетарната политика беше создаден нагорен притисок врз приносите на ДХВ на секундарен пазар, кои на крајот од полугодieto беа повисоки во просек за околу 1,3 п.п. споредено со нивоата од крајот на 2020 година. Централната банка го нудеше и **дисконтниот кредит за целно кредитирање**¹² (наменет за рефинансирање на краткорочни корпоративни кредити одобрени за обртни средства), по непроменета дисконтна стапка од 0,12%. Ослободената ликвидност преку мерките на централната банка и фискалната поддршка насочена кон најпогодените сектори, којашто заради солидниот фискален простор пред почетокот на пандемијата во континуитет продолжи и во првата половина од 2021 година, влијаеше за раст на ликвидноста во банкарскиот систем повлечена преку **благајничките записи** чијашто состојба достигна историски највисоко ниво. На аукциите налагајнички 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: <https://research.danskebank.com/>

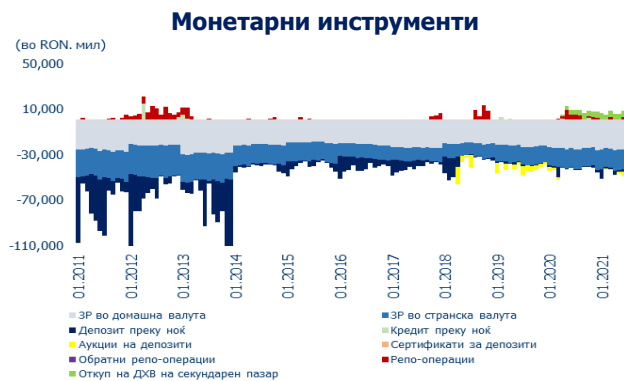
Во анализираниот период, вредноста на домашната валута имаше променлива динамика (детерминирана од промените на макроекономските фундаменти во домашната економија, но и од очекувањата на пазарните учесници за извесно затегнување на монетарните услови што особено се засилија при крајот на полугодieto) и се движеше околу неформалниот таргет на девизниот курс, од 4,50 злоти за едно евро.

2.4. Романија

Централната банка на Романија е единствена меѓу земјите во регионот којашто и во првата половина од 2021 година продолжи со монетарно релаксирање. Имено, при отсуство на изразени инфлациски притисоци на почетокот од годината, зголемена неизвесност од пролетниот пандемиски бран, како и ограничен простор за фискална експанзија, централната банка продолжи да го поддржува економското закрепнување преку **намалување (во јануари) на основната каматна стапка за дополнителни 0,25 п.п., на историски најниско ниво од 1,25%**. Оваа промена, соодветно се одрази на каматните стапки на **расположливите депозити и кредити преку ноќ**, коишто се сведоа на 0,75% и 1,75%, соодветно. Но, преносниот ефект од повисоките цени на нафтата, зголемената домашна побарувачка којашто ги придвижи цените на прехранбените производи нагоре и затегнатите услови на пазарот на труд влијаеја за нагорна динамика на инфлацијата, којашто во мај (3,9%) го надмина и инфлацискиот таргет (2,5% +/- 1 п.п.), но централната банка до крајот на полугодieto не направи измени во каматните стапки и поставеноста на монетарната политика. Со оглед на зголемената ликвидност во банкарскиот систем како резултат на буџетското трошење финансирано главно со средства од компензационите фондови на ЕУ, банките имаа мал интерес на **редовните 7-дневни репо операции за креирање ликвидност во домашна валута**, на кои се применува тендер со неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната. Дополнително, централната банка продолжи да откупува **државни хартии од вредност на секундарниот пазар**

¹² Повеќе информации: <https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/faq/bill-discount-credit.html>.

на **дефинитивна основа** но во поумерен износ, така што на крајот од јуни учеството на овој нестандартен инструмент во вкупната состојба на монетарните инструменти се стабилизираше на околу 13%. Вишокот ликвидни средства креиран од автономните фактори и програмата за квантитативно олеснување беше стерилизиран преку **7-дневните аукции на депозити**, за кои банките, по подолг период имаа интерес во текот на целото полугодие, што влијаеше за раст на неговото учество во вкупната состојба на монетарните инструменти на околу 9% на крајот од јуни (од 5% во март 2020 година). На овие аукции централната банка применува тендер со неограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната. Натомошното надолно прилагодување на основната каматна стапка и примената на квантитативното олеснување позитивно се одразија на каматните стапки на примарниот и секундарниот пазар на ДХВ¹³, но и на динамиката на каматните стапки на пазарот на пари¹⁴.



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



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

Вредноста на домашната валута и во првата половина од годината ја продолжи надолната динамика (на крајот од јуни беше пониска за 1,8% во однос еврото, споредено со крајот на 2020 година), поради неизвесноста на меѓународните пазари, изразените инфлациски притисоци, домашните политички ризици и побавното закрепнување на домашната економија во однос на пазарните очекувања.

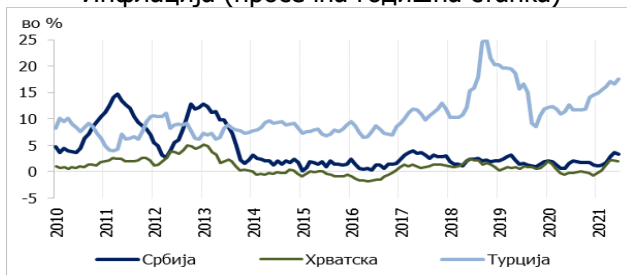
¹³ Имено, каматните стапки на издадените државни записи и обврзници на крајот на јуни беа пониски во просек за по 2,30 п.п., во споредба со втората половина на март 2020 година. Реализираните каматни стапки на секундарен пазар ја следеа динамиката на каматните стапки на примарно издадените хартии од вредност.

¹⁴ По нагорната динамика и изразената флукуација на почетокот од пандемијата, остварените краткорочни каматни стапки на пазарот на пари (ROBOR - просечна каматна стапка по која банките се подготвени да им позајмат на други банки и ROBID - просечна каматна стапка по која банките би се задолжиле на пазарот на пари) на крајот на јуни беа пониски во просек за по 1,60 п.п. во однос на декември 2020 година.

2. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

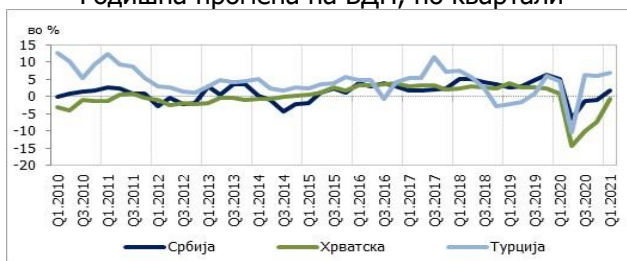
Инфлација (просечна годишна стапка)



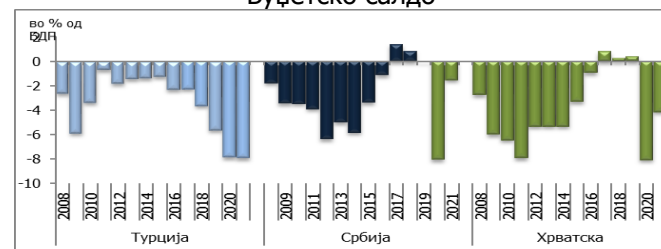
Основни каматни стапки



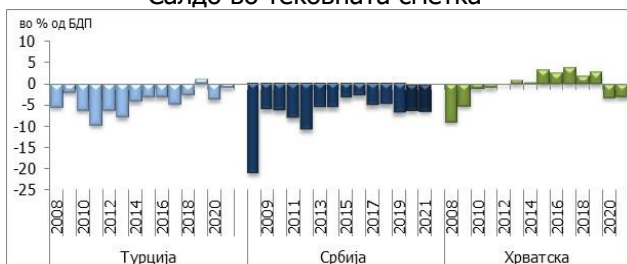
Годишна промена на БДП, по квартали



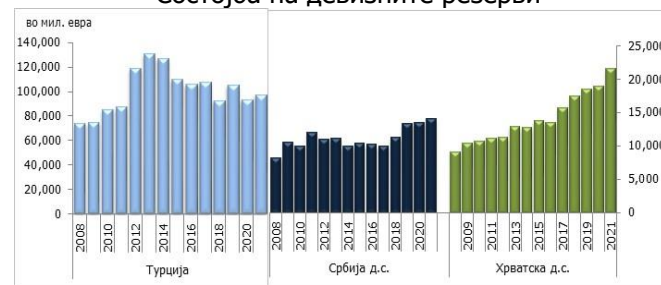
Буџетско салдо*



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

Во **Србија** и **Хрватска**, по олабавувањето на мерките во периодот април-мај 2021 година, економиите постепено започнаа да закрепнуваат, така што и двете земји во првиот квартал од годината остварија годишен раст на БДП од 13,4% и 16,1%, соодветно. Заживувањето на економиите беше главно предводено од индустриското производство, повисоката домашна и странска побарувачка, а во Хрватска позитивен придонес имаше и секторот туризам. Од друга страна, заживеаната економска активност и повисоките увозни цени креираа инфлациски притисоци во двете земји, што влијаеше за нагорна динамика на инфлацијата којашто до крајот на полугодieto се задржа во рамки на инфлациските таргети на одделните централни банки.

И во првото полугодие од 2021 година **Турција** ја прошири својата економска активност, благодарение на растот на индустриското производство поради заживената странска побарувачка, укинувањето на најголем дел од глобалните рестрикции за заштита од вирусот во пролетните месеци, што исто така имаше позитивно влијание и на домашниот туризам, како еден од клучните економски сектори за оваа економија. Имајќи ја предвид динамиката на клучните макроекономски индикатори, годишниот раст на турската економија во 2021 година се очекува да достигне 6,3%. Сепак, и покрај подобрените економски остварувања во однос на иницијалните пролетни проекции (со кои се очекуваше годишен раст на БДП од 5,3%), вкупната макроекономска слика за Турција е и натаму неизвесна, имајќи ја предвид растечката инфлација (којашто на крајот на јуни достигна 17,5%), зголемената ранливост на корпоративниот и финансискиот сектор, загрозената независност на централната банка, геополитичките тензии и слабата вредност на лирата, која во првата половина од годината имаше историски најниска вредност во однос на САД-доларот.

3.1. Србија

Во првата половина на 2021 година централната банка на Србија не направи измени во поставеноста на монетарната политика и ја задржа основната каматна стапка којашто се применува на **еднонеделните репо-операции за повлекување ликвидност** на историски најниско ниво од 1,0% (1,25 п.п. пониска во однос на преткризниот период). За обезбедување дополнителна ликвидносна поддршка на домашната економија, покрај редовните неделни аукции на девизни своп-операции со рочност од две недели, во првото полугодие од годината во континуитет беа одржувани и **неделни аукции на девизни-своп операции со рочност од 3 месеци**. На овие операции се применува фиксна каматна стапка, којашто на крајот на полугодието 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. Централната банка одржуваше и **дополнителни обратни репо-операции за креирање ликвидност со рочност од 3 месеци**, на кои се применува фиксна каматна стапка којашто ја одредува централната банка (на крајот на јуни каматната стапка беше пониска од основната каматна стапка за 0,90 п.п.). На овие аукции банките имаа мал и привремен интерес, така што на крајот од полугодието овој инструмент учествуваше со околу 2% во вкупната состојба на монетарниот инструментариум. Дополнително, централната банка и во првите шест месеци од годината **откупуваше државни хартии од вредност на секундарниот пазар**, на репо-основа со рочност до достасување од 3 месеци. Воедно, со цел зголемување на кредитната поддршка на корпоративниот сектор, централната банка продолжи да применува **стимулативен надомест на задолжителна резерва за оние банки коишто во рамките на гарантната шема за поповолни корпоративни кредити во домашна валута (за финансирање на редовното работење и набавка на обртни средства) ќе ги намалат каматните стапки за минимум 0,5 п.п.¹⁵**

Во насока на одржување (или спречување зголемување) на вредноста на домашната валута, централната банка на Србија и во првата половина од годината беше присутна на девизниот пазар, откупувајќи на нето-основа 320 мил. евра.



3.2. Хрватска

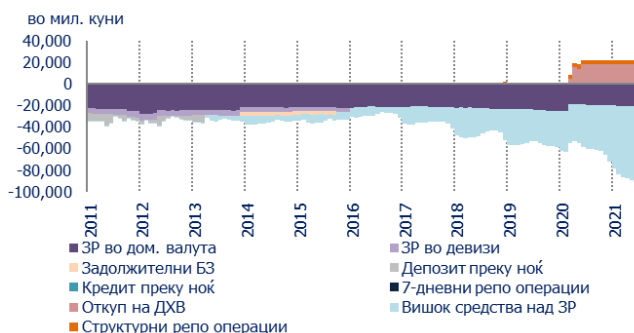
Во првата половина од 2021 година, при нормализирање на движењата на домашните финансиски пазари, централната банка на Хрватска продолжи да спроведува експанзивна монетарната политика преку задржување на ликвидноста во банкарскиот систем на релативно високо ниво. Имено, со оглед на големиот вишок на слободни средства во домашна валута, којшто во текот на анализираниот период во континуитет се зголемуваше заради зголеменото буџетско трошење на државата (доминантно финансирано со средства од фондовите на ЕУ) банките немаа побарувачка на **редовните 7-дневни операции за креирање ликвидност** по фиксна каматна стапка од 0,05%. Отсуството на интерес и на операциите за долгорочно регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем беше причина централната банка да ги укине **структурни репо-операции за креирање ликвидност со рочност**

¹⁵ Стимулативната стапка на задолжителна резерва е повисока за 0,50 п.п. од основната која изнесува 0,10%.

од 5 години, кои се спроведуваа по репо-каматна стапка од 0,25%. Имено, за овој инструмент, којшто првпат е воведен во 2018 година и повторно активиран во првата половина од 2020 година, банките имаа интерес само во два наврати (март и ноември 2020 година), обезбедувајќи ликвидност во домашна валута во износ од 4.270 милијарди куни. При крајот на полугодieto, комерцијалните банки предвреме вратија 750 мил. куни, така што со крај на јуни состојбата на овој инструмент изнесува 3.520 милијарди куни или само 5% од вкупниот вишок на ликвидност над обврската за задолжителна резерва. По релативно високиот **дефинитивен откуп на државни обврзници на секундарниот пазар во 2020 година (доминантно во првата половина)**, во првото полугодие централната банка не се јави на секундарниот пазар на државни хартии од вредност, што придонесе за стабилизирање на учеството на овој нестандартен инструмент на околу 26% во вкупниот вишок на ликвидност над обврската за задолжителна резерва.

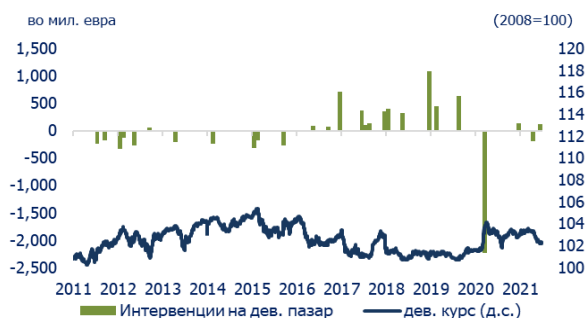
Во анализираниот период, на девизниот пазар централната банка беше присутна на двете страни со цел одбрана на девизниот курс на куната во однос на еврото, којшто по влезот на Хрватска во механизмот на девизни курсеви ЕРМ II во јули 2020 година е одреден на ниво од 7,5340 куни за едно евро, +/- 15%. Така, по умерената депрецијација на домашната валута во првиот квартал од годината, централната банка во април продаде 190 мил. евра. Во вториот квартал, во услови на зголемени девизни приливи од компензационите фондови на ЕУ и од отпочнувањето на сезонскиот ефект од летната туристичка сезона, куната умерено апрецираше, така што централната банка откупи 120 мил. евра.

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

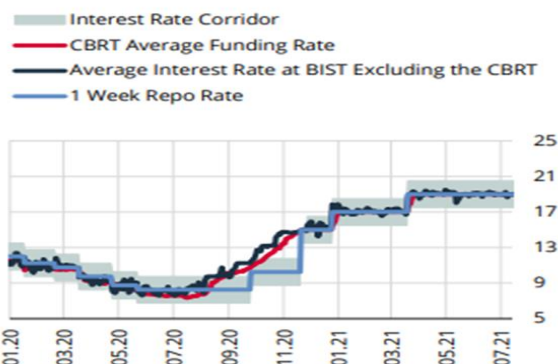
Со оглед на умерените економски последици од здравствената криза, коишто турската економија ги надмина уште во третиот квартал од 2020 година, справувањето со растечката инфлација беше главен предизвик на централната банка и во првото полугодие од 2021 година. Имено, имајќи ги предвид изразените инфлациски притисоци креирани од преносниот ефект на ослабената лира, зголемената домашна побарувачка, ограничениот понуда во некои сектори, како и високите инфлациски очекувања централната банка дополнително ја затегна монетарната политика, **зголемувајќи ја основната каматна стапка (на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност) за вкупно 2 п.п., на ниво од 19% на крајот од јуни**. Заложбата на централната банка за силно и транспарентно монетарно затегнување вклучуваше и натамошна примена на поедноставената монетарна рамка ревидирана во ноември 2020 година. Имено, во текот на анализираниот период вкупната ликвидност во домашна валута централната банка ја обезбедуваше преку **7-дневните репо операции и еднонеделните редовни своп-трансакции со американски долари и злато**, кои се спроведуваат преку тендер со ограничен износ на понуда и фиксна каматна стапка еднаква на основната каматна стапка. Во согласност со целта за ценовна стабилност и заради зголемување на ефикасноста на трансмисиониот механизам, централната банка направи **измени во системот на задолжителна резерва**, која доминира во состојбата на монетарните инструменти (42% на крајот на јуни)¹⁶: ги зголеми стапките на задолжителна резерва за сите видови обврски во домашна и странска валута за 2 п.п.; го намали делот од задолжителната резерва во домашна валута којшто може да се исполнува со злато од 20% на 15% и со девизна актива од 30% на 10% од обврската во лири, а од 1 октомври ја укинува можност за исполнување на задолжителната резерва во домашна валута со девизна актива; ја зголеми стапката на надомест на задолжителна резерва којашто се исполнува во домашна валута за 1,5

¹⁶ Извор: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Announcements/Press+Releases/2021/ANO2021-27>.

п.п., на 13,5%; девизните депозити конвертирани во домашна валута по 25 јуни ги ослободи од обврската за задолжителна резерва; а заради зголемување на учеството на депозитите во домашна валута во вкупниот банкарски систем на крајот од полугодието беше најавено и воведување на нов надомест за задолжителна резерва на делот од обврската којшто се исполнува во лири. Промената на системот на задолжителна резерва влијаеше за зголемување на обврската којашто се исполнува во лири за околу 25 милијарди лири, додека вкупната задолжителна резерва во девизи и злато се намали за 0,5 милијарди американски долари.

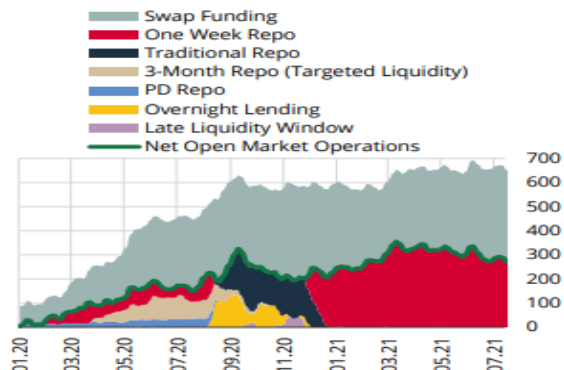
Преносниот ефект од растечката инфлација, геополитичките тензии (во Кавказ и источниот Медитеран) заедно со неизвесноста на финансиските пазари, зголемената побарувачка за резервни валути и загрозената независност на централната банка придонесоа за продолжување на острата депрецијација на турската лира, којашто на крајот на јуни достигна историски најниска вредност.

Каматни стапки на Централната банка во Турција



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

Монетарни инструменти



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

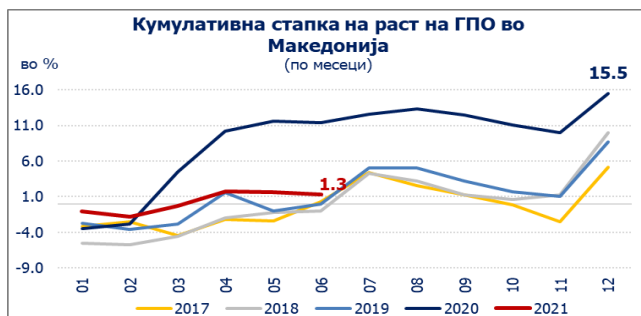
Во овој краток осврт се разгледани трендовите кај готовите пари во оптек кај земјите од Централна и Југоисточна Европа: Чешка, Полска, Романија, Србија, Хрватска, Албанија, Унгарија, Турција, брзорастечките економии (Кина и Русија), но и кај развиените економии (САД, еврозона, Австралија, Шведска и Велика Британија). Во анализата се користени збирните стапки на раст на готовите пари во оптек од почетокот на годината, за утврдување заеднички споредлив показател за промената на динамиката на раст на побарувачката за домашна валута¹⁷ и податоци за состојбата на готовите пари во оптек по одделни економии.

Резултатите од компаративната анализа покажуваат дека по високиот раст на готовите пари во оптек којшто отпочна во март 2020 година како последица на здравствената криза и во континуитет се одржуваше во текот на целата година речиси во сите анализирани земји (со исклучок на Унгарија, Хрватска, Турција и Шведска), готовината во домашна валута се задржува на високо ниво и во првата половина од 2021 година. Имено, во најголем дел од анализираниите земји готовината во оптек во првото полугодие ја следи динамиката од преткризниот период, но со умерено повисока потреба за одржување готовина во домашна валута споредено со 2018 и 2019 година, што во еден дел може да се поврзе и со генералниот тренд на пораст на потрошувачките цени ширум светот и ултра ниските каматни стапки на финансиските инструменти. Така, највисока потреба за одржување на готовина во домашна валута и во првото полугодие од 2021 година е присутна во Кина, каде кумулативната стапка на раст на готовите пари во оптек на крајот на јуни изнесува 8,5%, што е спротивно од вообичаената промена за овој период во преткризните години (кумулативен пад од 1,4%), еврозоната со 4,5%, наспроти просечната стапка од 0,8%, Албанија, со кумулативна стапка на раст на готовината во леи од 3,5% во јуни (-0,3% просек за преткризните години), по што следат економиите со двојно и помалку од двојно повисока стапка на раст од просекот: САД со 4,76 (просечна стапка од 2,1%), Полска со 6,5% (просечна стапка од 3,2%), Романија со 4,4% (просечна стапка од 3,6%), Велика Британија со 1,4% (просечна стапка од 0,5%) и Северна Македонија со 1,3% (просечна стапка од -0,3%).

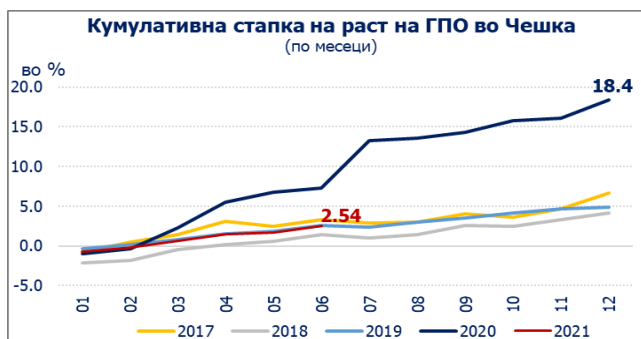
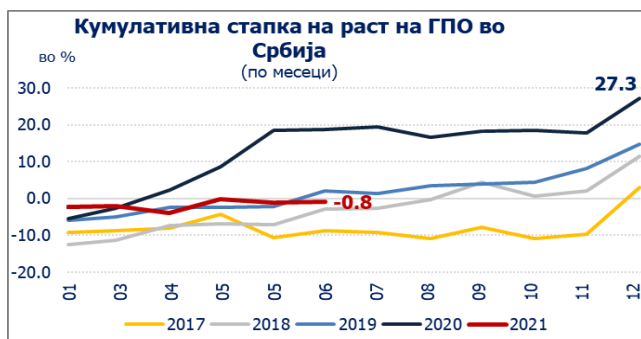
Од друга страна, по повисокото ниво на готовината во домашна валута во првиот квартал од 2021 година, во некои од анализираниите земји кумулативната стапка на раст на крајот од јуни се сведува околу просекот за одделните економии за истиот период во преткризните години. Таков е случајот со Унгарија, каде кумулативната стапка на готовината во оптек на крајот на јуни изнесува 2,8%, што е на ниво на просекот од 2,7%, по што следи Русија со 0,9%, Чешка со 2,54%, Австралија со 2,46% и Србија со -0,8%.

Исклучок од анализираниите земји и натаму е Шведска (земја со највисок степен на безготовинско плаќање во светот, каде што согласно со расположливите податоци до преткризниот период, само 6% од вкупните плаќања се вршат со готовина), каде што и во првата половина од 2021 година готовите пари во оптек имаат изразена надолна динамика од просекот за истиот период претходните три години. Слична динамика имаат и куните во Хрватска, коишто остварија релативно висок раст само во март 2020 година, по што во континуитет имаат послаб кумулативен раст од просечниот за преткризните години. Во Турција, по високиот кумулативен раст на готовите пари во оптек во периодот март-јули 2020 година, до крајот на 2020 година и првата половина од 2021 година следеше нагло враќање на готовината во домашна валута назад во банкарскиот систем, така што годишната стапка на раст во јуни (13,6%) беше само умерено повисока од годишниот просек во изминатите три години (11%). Враќањето на готовината во банкарскиот систем најверојатно е поврзано со повисоките каматни стапки на депозитите во домашна валута како резултат на зголемувањето на каматните стапки на централната банка коешто отпочна во втората половина од 2020 година. Имено, од првото зголемување на основната каматна стапка во јули 2020 година, до крајот на јуни 2020 година каматните стапки на депозитите во домашна валута во просек се зголемени за по 10 п.п..

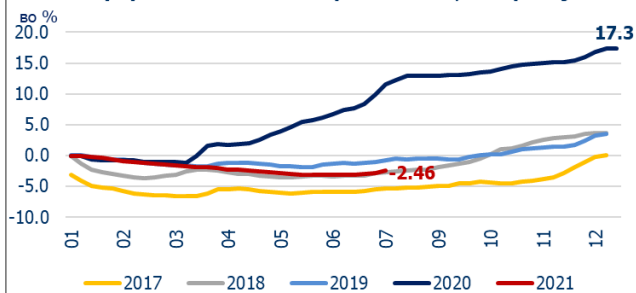
Имајќи ја предвид динамиката на готовите пари во оптек кај анализираниите земји, може да се констатира дека кај најголем дел од земјите готовината во домашната валута има промена на нивото (англ. level shift) во првите месеци од почетокот на здравствената криза и тоа повисоко ниво се задржува до крајот на анализираниот период.



¹⁷ Вообичаено како показател за готовите пари во оптек се користи учеството на готовината во БДП и во паричната маса, но со оглед на неизвесноста од ефектите на кризата врз економската активност и монетарните агрегати, во оваа анализа тие намерно не беа опфатени.



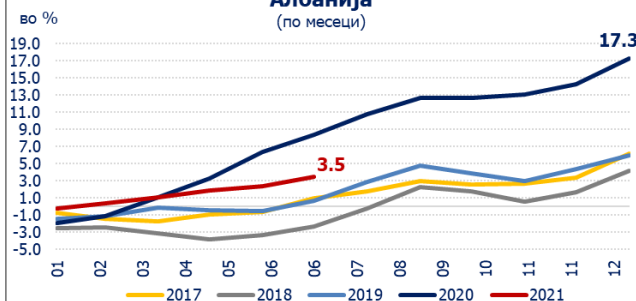
Кумулативна стапка на раст на ГПО, Австралија



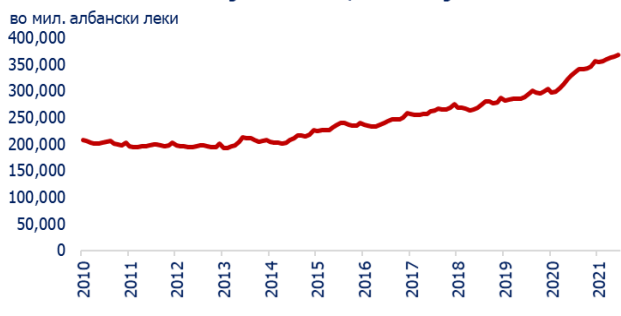
Состојба на ГПО, Австралија



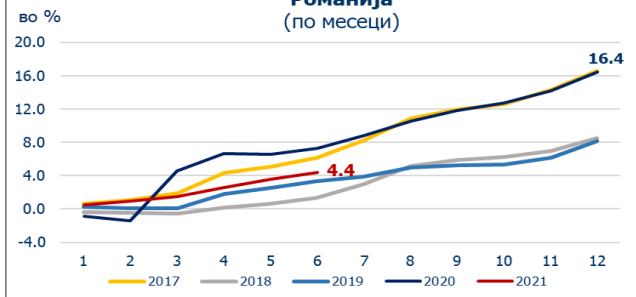
Кумулативна стапка на раст на ГПО во Албанија (по месеци)



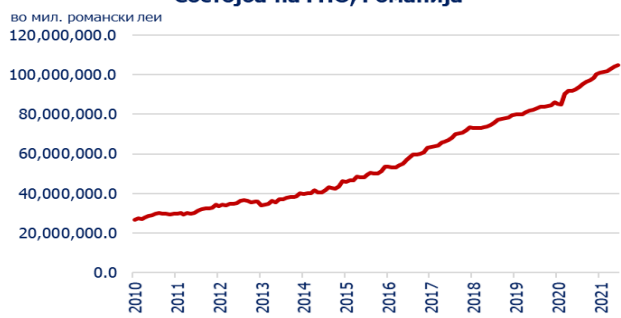
Состојба на ГПО, Албанија



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



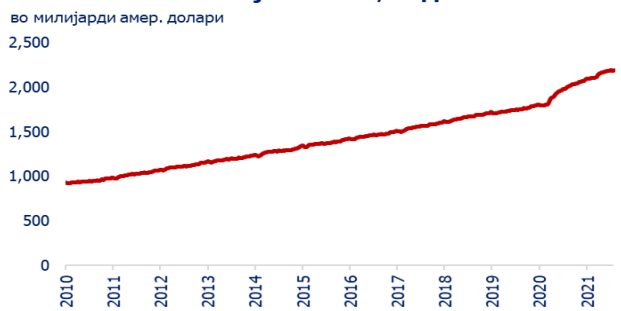
Состојба на ГПО, Романија



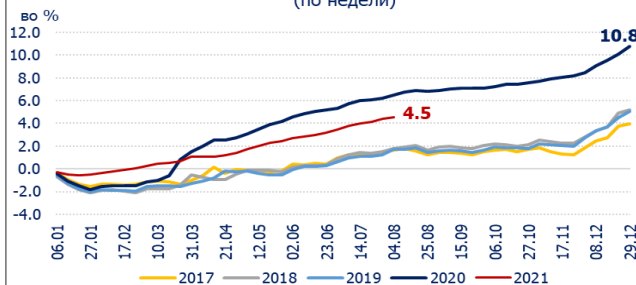
Кумулативна стапка на раст на ГПО во САД (по недели)



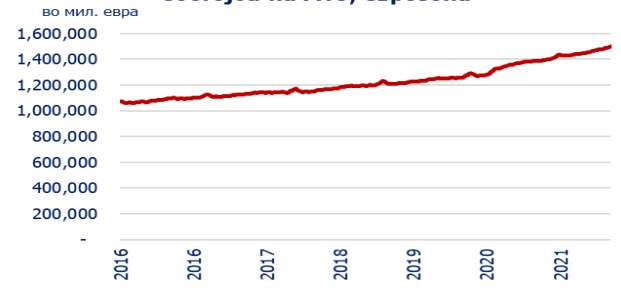
Состојба на ГПО, САД

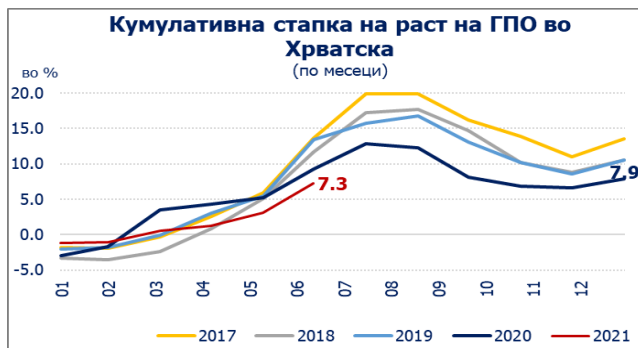
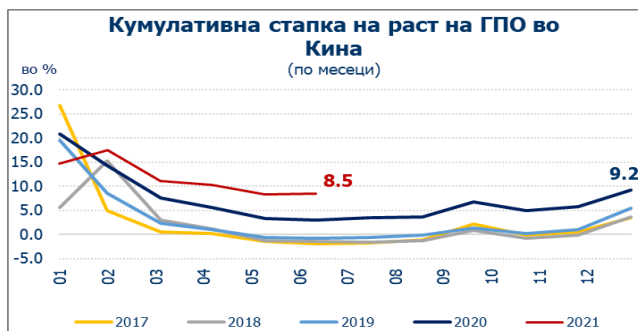
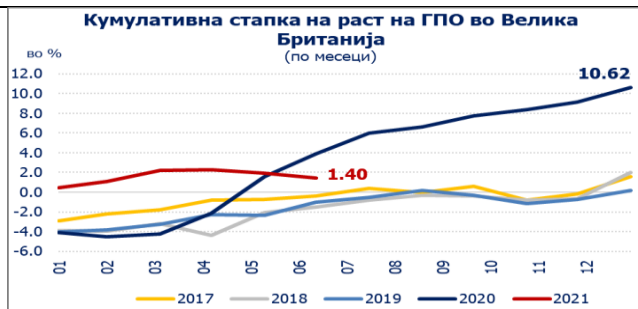


Кумулативна стапка на раст на ГПО во еврозона (по недели)



Состојба на ГПО, еврозона





Извор: веб-страници на централни банки

