

Народна банка на Република Северна Македонија



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

(втора половина на 2018 година)

Дирекција за операции на финансиските пазари

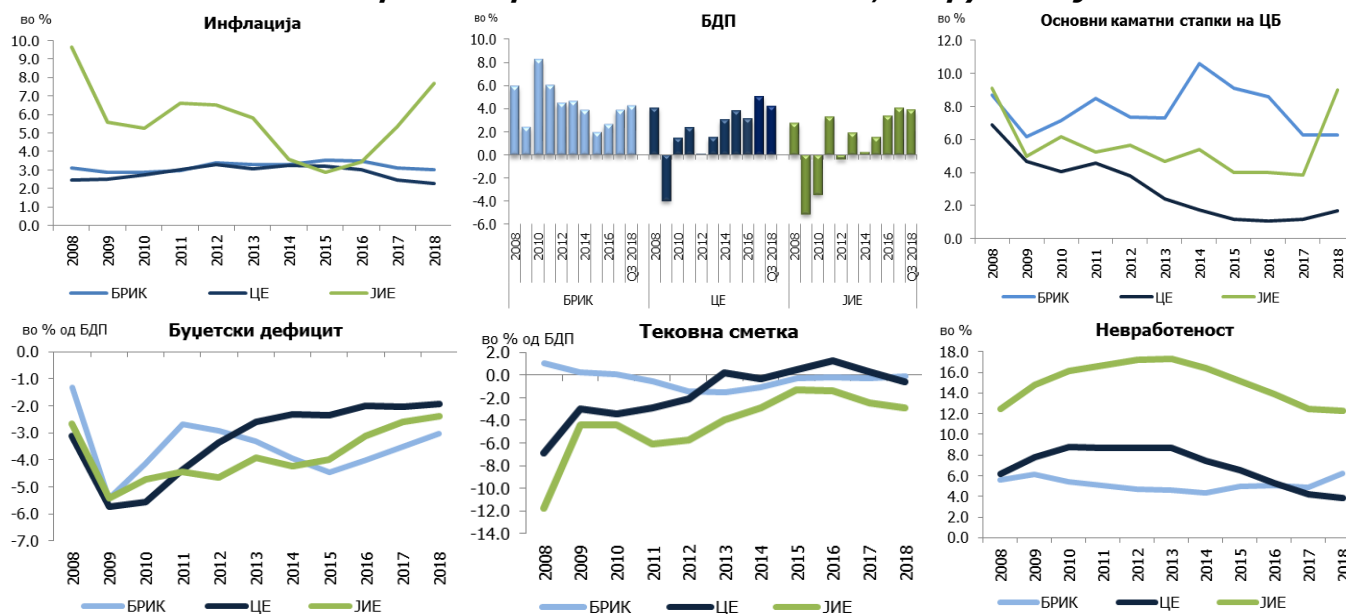
февруари 2019 година

Вовед

Во втората половина на 2018 година, продолжи трендот на одлив на капитал од брзорастечките економии и депрецијација на националните валути, така што централните банки беа насочени кон стопирање на неповолната динамика на девизниот курс, преку интервенции на девизниот пазар. Од друга страна, променливото инфлациско окружување условено како од глобални фактори, така и од економскиот амбиент во одделните земји, беше причина за различна поставеност на монетарните политики кај централните банки. Така, заострување на монетарните услови имаше кај централните банки на **Индија** и **Русија**, што се спроведуваше преку зголемување на основните каматни стапки. Од друга страна, во услови на забавена економска активност и ризици за нето-одлив на странски капитал, централната банка на **Кина** ги задржа истите каматни стапки на репо-операциите за креирање ликвидност, а монетарното олеснување го прикажа преку намалување на стапките на задолжителна резерва. Централната банка на **Бразил** го заврши 18-месечниот циклус на намалување на референтната каматна стапка, задржувајќи ја на историски најниско ниво.

Во **Централна и Југоисточна Европа**, високата домашна побарувачка и натаму придонесуваше за солиден економски раст во **Чешка**, **Унгарија** и **Полска**, додека во **Романија** беше забележано забавување на растот по економското прегревање во 2017 година. Единствено централната банка на **Чешка**, како одговор на зголемените инфлациски ризици и динамиката на домашната валута, продолжи со зголемување на каматните стапки. Централната банка на **Полска** не направи измени кај каматните стапки, при што и натаму повлекуваше ликвидност преку основниот инструмент 7-дневните благајнички записи. Во **Романија** најголемиот дел од вишокот ликвидност беше стерилизиран преку задолжителната резерва, а управувањето со краткорочните промени кај ликвидноста се спроведуваше преку репо-операциите за креирање ликвидност и аукциите на депозити. Централната банка на **Унгарија** ги задржа каматните стапки на истото ниво и донесе стратегија за поедноставување на оперативната рамка на монетарната политика. Поставеноста на монетарните инструменти кај централните банки на земјите од **Југоисточна Европа** во втората половина од 2018 година беше во согласност со случувањата во домашната економија. Така, смирувањето на растечката двоцифрена инфлација поттикната од високата депрецијација на лирата беше главен предизвик на монетарните власти во **Турција**. Централната банка на **Србија** ги задржа истите каматни стапки и направи измени во исполнувањето на задолжителната резерва во домашна валута, а монетарната власт на **Хрватска** продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

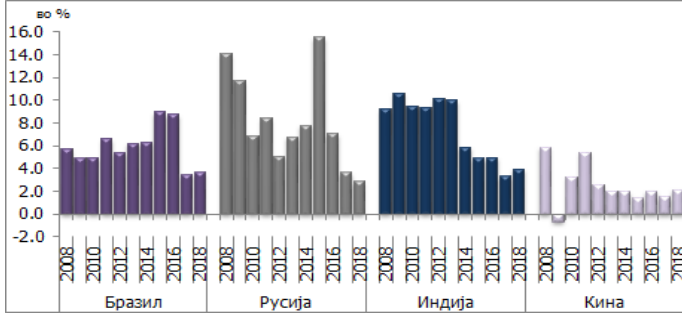


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централните банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИК:** Бразил, Русија, Индија, Кина; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија и Романија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција.

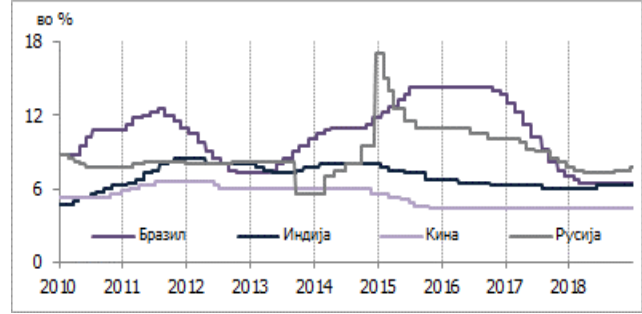
1. БРИК

Основни економски податоци

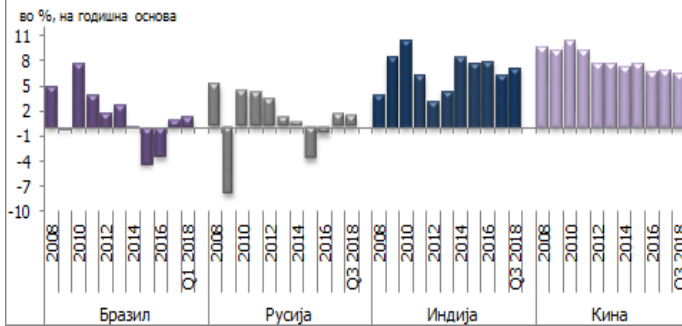
Инфлација



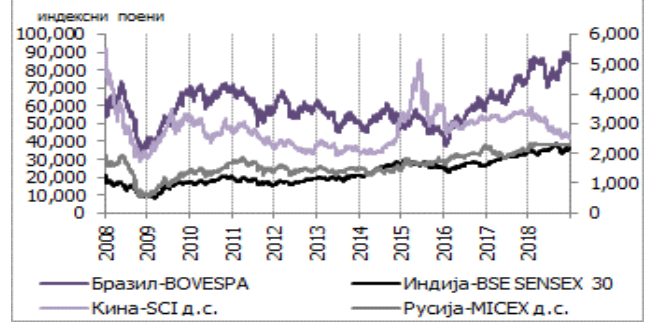
Основни каматни стапки на ЦБ



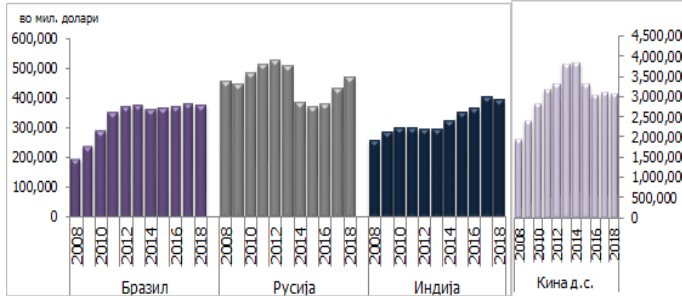
Раст на БДП



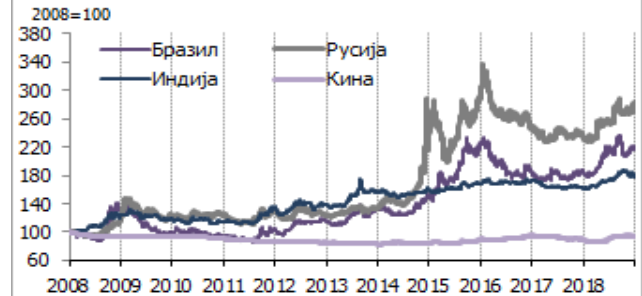
Берзански индекси



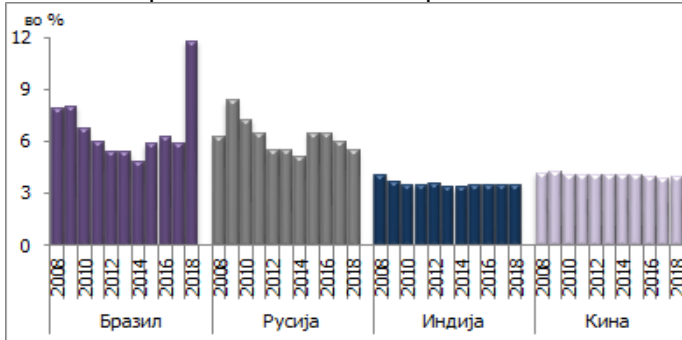
Состојба на девизните резерви



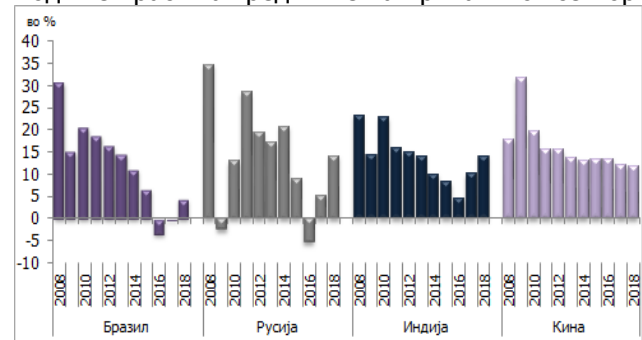
Номинални девизни курсеви



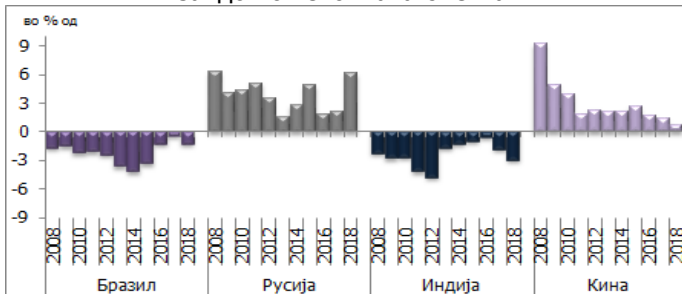
Просечна стапка на невработеност



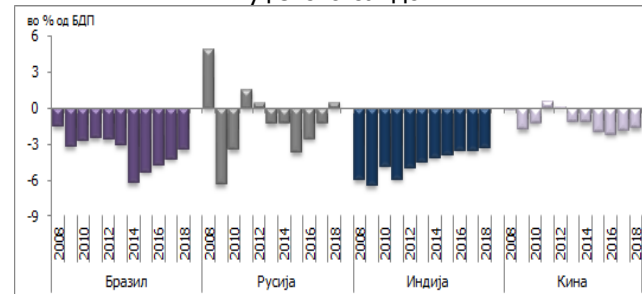
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2018 се проекции за цела година.

*Извор: база на податоци на ММФ. За Индија се однесуваат на фискалната година (извор: www.tradingeconomics.com).

1.1. Бразил – постепено здравување на економијата и олабавена монетарна политика

Макроекономско окружување

По неповолниот ефект на штрајкот на транспортерите во вториот квартал од 2018 година, во втората половина од годината бразилската економија постепено закрепнуваше. Така, **БДП** во третиот квартал се зголеми за 1,3% на годишна основа, што се должи на највисокиот раст на инвестициите (30% на годишна основа) од 2009 година наваму и на повисоката приватна потрошувачка (4,8%), поддржана од измените во програмата за социјално осигурување¹, умерениот раст на платите и натамошниот пад на невработеноста (11,7% во ноември). Позитивен импулс за приватната потрошувачка имаше и **кредитната активност** на банките, којашто во втората половина од годината и натаму расте (од 3,5% на годишна основа во октомври). Во екстерниот сектор, измените во специјалната царинска програма² и зголемената лична потрошувачка придонесоа за раст на увозот и проширување на дефицитот во **тековната сметка**, од 0,4% во 2017 година на 0,8% од БДП во 2018 година. Бразилската економија во 2018 година привлече релативно висок износ на странски директни инвестиции, коишто достигнаа 88,3 милијарди американски долари, или околу 4,7% од БДП. Одложените реформи во пензискиот систем коишто се на товар на буџетот³ и измените во даночната регулатива иницирани од штрајкувачите го зголемија **буџетскиот дефицит** (околу 8,6% од БДП во 2018 година), којшто е извор на ранливост на економијата поради неодржливиот раст во изминатите неколку години и релативно високиот јавен долг (околу 85% од БДП). Намалувањето на цената на нафтата на крајот на годината придонесе за забавување на **инфлацијата** со што таа се сведе на 3,8% (во второто полугодие се одржуваше во просек 4,4% околу таргетот на централната банка, 4,5%+/-1,5 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

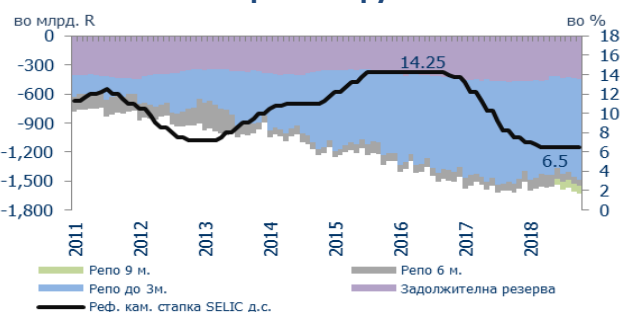
Постигнувањето на целното ниво на инфлацијата кон средина на годината и ризиците за продолжување на овој тренд беа основните причини поради кои централната банка на Бразил во второто полугодие го стопира 18-месечниот циклус на намалување на референтната каматна стапка. Во такви околности, таргетираната каматна стапка на пазарот на пари – СЕЛИК беше задржана на истото, историски најниско ниво од 6,5%. Вишокот ликвидност во банкарскиот систем, којшто забележа умерен раст, и натаму беше повлекуван преку редовните репо-операции со рочност од 3 месеци, за кои се применува тендер со фиксна каматна стапка од 6,47%. По воведувањето на репо-операциите со рочност од 9 месеци на крајот на јуни, централната банка во јули повлече дел од вишокот ликвидност на овој рок (со учество од околу 7% во вкупните инструменти) по каматна стапка од 6,57%. При управувањето со краткорочната ликвидност се применуваа и расположливите депозити и кредити со рочност од 2 дена, за коишто каматната стапка е пониска, односно повисока за 0,8 п.п., соодветно, во споредба со референтната каматна стапка на централната банка. Случувањата на глобалните финансиски пазари, апрецијацијата на американскиот долар и неизвесноста поврзана со претседателските избори во Бразил доведоа до депрецијација на бразилскиот реал (11% во периодот јули-септември), поради што централната банка интервенира со своп-операции за креирање девизна ликвидност. Изборот на нов претседател во октомври ја намали политичката неизвесност во земјата и го врати оптимизмот на финансиските пазари, што се одрази со корекција на вредноста на валутата од над 10% и раст на берзанскиот индекс за околу 28%.

Номинален девизен курс и интервенции со девизни своп-транзакции



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

Монетарни инструменти



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

¹ На почетокот на 2018 година беше намалена старосната граница за повлекување средства од пензискиот фонд од 65 за мажи и 62 години за жени на 60 години за двете старосни граници, а беше дадена можност и воените лица и лицата пензионирани поради здравствени проблеми да ги повлечат средствата до крајот на септември 2018 година. Со овие измени, во економијата беа инјектирани околу 3,2 милијарди долари само во третиот квартал од 2018 година. Извор: Извештај за инфлација, декември 2018 година <https://www.bcb.gov.br>.

² Оваа програма е воведена во 1999 година, заради стимулирање на увозот на стоки наменети за истражување и рударски активности со нафта и природен гас. Во 2018 година беа донесени дополнителни царински и даночни ослободувања, коишто го стимулираа увозот на нафтени платформи во втората половина од годината. Извор: <http://www.internationaltaxreview.com/Article/3818233/Brazils-latest-tax-legislation-updates-for-the-oil-and-gas-industry.html>

³ Пензиите и пензиските бенефиции во октомври достигнаа третина од вкупните буџетски расходи или околу 9,1% од БДП.

1.2. Русија – инфлациски притисоци и затегната монетарна политика

Макроекономско окружување

Непосредно по годишната експанзија на **БДП** од 1,9% во вториот квартал, којашто во еден дел беше поддржана и од светското првенство во фудбал⁴, во третиот квартал од 2018 година руската економија растеше, но послабо (1,5%), поради послабата лична потрошувачка. **Инфлацијата**, по сведувањето на историски најниското ниво (2,2% на почетокот на годината), во второто полугодие повторно имаше нагорна насока, со што на крајот на годината (4,3%) го надмина таргетот на централната банка, 4%. Главен фактор којшто придонесе за повисоката инфлација беше ценовната чувствителност на ослабената рубља, врз чија вредност влијаеја фактори од надворешното окружување. Од друга страна, **буџетот** за првпат по седум години е во суфицит (2,7% од БДП, наспроти планот за дефицит од 1,3% од БДП), за што главен придонес имаа високите цени на нафтата во најголем дел од годината и претпазливата јавна потрошувачка. Цената на нафтата (и покрај надолната корекција кон крајот на годината), заедно со подобрувањето на салдото од трговската размена на останатите добра во 2018 година овозможија проширување и на **трговскиот суфицит** на историски највисокото ниво (над 5% од БДП). Ваквите движења сепак не условија раст на вредноста на рубљата, поради забрзаното нето-повлекување на странскиот приватен капитал⁵, коешто во 4 квартал од 2018 година беше највисоко на квартална основа во последните 4 години. Одливот на капитал и песимизмот на странските инвеститори за нови инвестиции во Русија, во комбинација со солидните остварувања на буџетските приходи, овозможија намалено задолжување на руската влада, но и пораст на каматните стапки на овие хартии од вредност.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

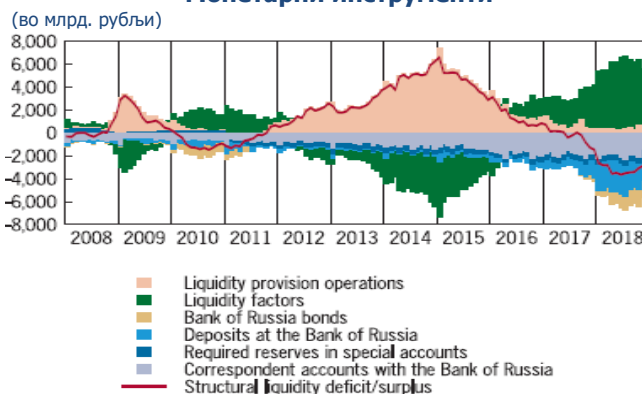
Од почетокот на втората половина на 2018 година структурниот вишок на ликвидност во банкарскиот систем континуирано се намалуваше, како резултат на остварувањата во буџетот. Во однос на спроведувањето на монетарната политика, централната банка ја зголеми основната каматна стапка (на еднонеделните аукции за депозити за повлекување ликвидност) за 0,25 п.п., на 7,5%. Започнувањето на циклусот на затегнување на монетарната политика, коешто продолжи и во декември 2018 година (кога каматната стапка повторно беше зголемена за 0,25 п.п.), беше реакција на изразените инфлациски ризици, коишто произлегуваа од преносниот ефект на послабата рубља врз домашните цени и од очекуваниот ефект на зголемувањето на стапката на ДДВ за 2 п.п., од јануари 2019 година. Исто така, заради зачувување на вредноста на валутата со оглед на одливот на капитал и очекувањата за нови санкции од страна на САД, централната банка го стопира откупот на вишокот девизи (на 14 септември) коишто ги спроведува за сметка на државата⁶. Во анализираниот период беше зголемена и стапката на задолжителна резерва којашто се применува на девизните обврски на банките за 1 п.п.⁷. Централната банка управуваше со вишокот ликвидни средства главно преку неделните аукции на депозити, чијашто состојба ја приспособуваше на ликвидносната позиција на банките, додека состојбата на 3-месечните купонски хартии од вредност и натаму е стабилна. Пазарните каматни стапки и покрај зголемената променливост главно беа под основната каматна стапка, што е вообичаено со оглед на структурниот вишок на ликвидност.

Каматни стапки на централната банка



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

Монетарни инструменти



⁴ Позитивниот ефект од мундијалот врз БДП се оценува на околу 0,1-0,2 п.п. (извор: www.cbr.ru).

⁵ Поради санкциите на САД кон руски компании.

⁶ И се поврзани со фискалното правило, согласно со коешто дополнителните приходи коишто произлегуваат од повисоката пазарна цена на нафтата во однос на границата од 40 долари за барел се трансферираат во резервниот фонд кај централната банка.

⁷ Стапката на задолжителна резерва во девизи изнесува 8% од девизните обврски кон правни лица и 7% на девизни обврски кон физички лица. Банките ја исполнуваат девизната задолжителна резерва со издвојување девизни средства на сметка кај централната банка. Задолжителната резерва во домашна валута изнесува 5% за обврски кон правни лица и 1% за обврски кон физички лица.

1.3. Индија – висок раст и еднократно зголемување на основната каматна стапка

Макроекономско окружување

И покрај умереното забавување на економскиот раст во втората половина од годината (7,1% во трет квартал), Индија и натаму е најбрзорастечка економија во светот, со очекуван раст на **БДП** од 7,4% во 2018 година⁸. Послабите остварувања во анализираниот период се должат на забавениот раст на приватната потрошувачка во руралните средини. Од друга страна, значајно придвижување имаше инвестициската потрошувачка, предводена од владините капитални инвестиции. Токму овие расходи (и покрај подобрената наплата на даночните приходи) се очекува дека ќе предизвикаат проширување на **буџетскиот дефицит** на 3,5% од БДП во фискалната 2018/2019 година, што е умерено повисоко од планот 3,3%⁹. Домашната побарувачка и повисоките цени на нафтата го засилија увозот, чијшто ефект беше надополнет со послабата надворешна побарувачка, така што дефицитот во **тековната сметка** се зголеми на околу 2,7% од БДП заклучно со ноември. Пониските цени на прехранбените производи заедно со остриот пад на цената на нафтата во последниот квартал придонесоа за надолна динамика на **инфлацијата**, којашто во декември (2,2%) се сведе на долната граница од таргетот на централната банка (4% +/- 2 п.п.). Ликвидносната криза во банкарскиот систем поврзана со банкротот на една голема небанкарска финансиска компанија (IL&FS)¹⁰ ја зголеми перцепцијата за ризик на банките кон овие институции¹¹ и придонесе за висок раст на нефункционалните кредити (11,6%).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Како одговор на зајакнатите инфлациски ризици коишто произлегуваа од сè уште високите цени на нафтата, централната банка на Индија во август ги зголеми каматните стапки за 0,25 п.п.¹² Со тоа, каматната стапка на репо-операциите за креирање ликвидност, којашто е и референтна каматна стапка, изнесува 6,5%, а сразмерно зголемување имаше и кај каматната стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност, на 6,25%. До крајот на годината, со оглед на надолната динамика на инфлацијата, централната банка ги задржа каматните стапки на истото ниво, а најголем дел од вишокот ликвидност се повлекуваше преку задолжителната резерва. Воедно, на почетокот на второто полугодие од 2018 година, ликвидноста којашто беше креирана преку силното трошење на државата се стерилизира преку обратните репо-операции за повлекување ликвидност. До крајот на годината, ликвидносните потреби коишто произлегуваа од интервенциите за продажба на девизи, растот на готовите пари во оптек за време на фестивалската сезона (во ноември), но и воздржаното буџетско трошење во последниот квартал од годината, придонесоа за намалување на состојбата на обратните репо-операции и посилно креирање ликвидни средства преку репо-операциите. За задоволување на ликвидносните потреби на банките, централната банка повремено одржуваше и аукции за откуп на долгорочни државни ХВ.

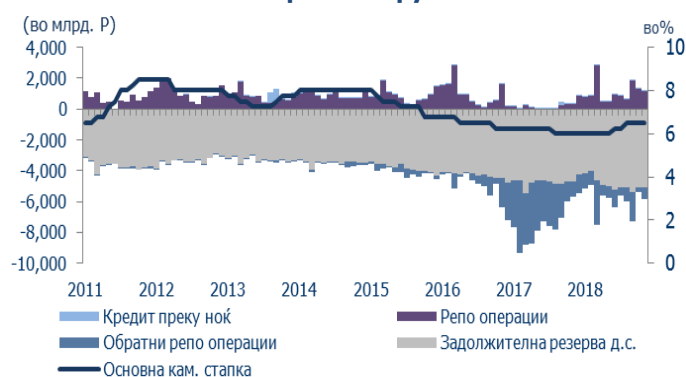
Трговската војна иницирана од САД и санкциите на САД за Турција предизвикаа притисок за одлив на капитал и од Индија, што заедно со растот на цените на нафтата до октомври и проширувањето на дефицитот во трговската сметка придонесоа за пад на вредноста на индиската рупија за 10% во однос на 2017 година (поради што претставува најлошата валута помеѓу азиските земји во 2018 година). Заради зачувување на вредноста на валутата, централната банка во континуитет интервенира на девизиот пазар, со што продажбата на девизи достигна 11,4 милијарди долари во второто полугодие од 2018 година.

Девизен курс и интервенции



Извор: www.rbi.org.in

Монетарни инструменти



Извор: „Блумберг“.

⁸ Во првата половина од 2018 година економијата порасна за 7,8%, а за 2019 година е проектирано забавување на растот на 7,3%.

⁹ Од април до октомври 2018 година беа остварени 103,5% од планираниот дефицит за фискалната 2018/2019 година.

¹⁰ Извор: <https://economictimes.indiatimes.com/industry/banking/finance/banking/everything-about-the-ilfs-crisis-that-has-india-in-panic-mode/articleshow/66026024.cms>

¹¹ Небанкарските финансиски посредници, коишто се финансираат со кредити од банките во последните години го зголемуваа кредитирањето на приватниот сектор во значително поголем обем од банките.

¹² Ова беше втора реакција за затегнување на монетарните услови, по зголемувањето на каматната стапка во јуни за 0,25 п.п.

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

Макроекономско окружување

Трговската војна со САД започна неповолно да влијае врз економската активност во Кина, за што сведочи и најслабот годишен раст на **БДП** (6,5% втората половина од годината и 6,6% за 2018 година) во последните 28 години. Податоците за продажбите на мало (годишен раст од 8,2% во декември наспроти просекот од 10% во изминатите години) упатуваат на забавување на растот на личната потрошувачка, што е индикација за намалената доверба на домаќинствата. Заради јакнење на личната потрошувачка, во октомври беше зголемен прагот за примена на данок на личен доход од 512 долари на 732 долари, а беа воведени и дополнителни даночни ослободувања коишто ќе се применуваат од 1 јануари 2019 година¹³. Трговските тензии придонесоа и за влошување на динамиката на надворешниот сектор, така што за 2018 година се проценува дека суфицитот во **тековната сметка** ќе биде минимален, 0,2% од БДП, наспроти 1,3% во 2017 година. Заради поддршка на економијата беа воведени даночни измени коишто овозможуваат пониски трошоци за фирмите¹⁴ за околу 6,6 милијарди долари. Воедно, централната банка во два наврати ја зголеми квотата за одобрување редисконтни кредити на финансиските институции (за 43 милијарди долари) коишто одобруваат кредити на малите приватни компании, што овозможи задржување на релативно високиот **кредитен раст** (во просек околу 13%) и зголемување на инвестициите во фиксни средства и инфраструктурни проекти¹⁵. Како континуитет на процесот на либерализација на капиталните текови, странските инвеститори во наредните три години се ослободуваат од плаќање данок на каматните приходи добиени од инвестиции во домашни обврзници¹⁶. Ваквата контрациклична фискална политика придонесе за надминување на таргетот за **буџетски дефицит** за 2018 година на 2,8% од БДП, наспроти планираниот 2,6%. Депрецијацијата на јуанот како резултат на јакнењето на доларот на меѓународните пазари придонесе за умерена нагорна динамика на **инфлацијата**, којашто изнесуваше 2,3%, во просек.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Со оглед на предизвиците со коишто се соочи кинеската економија, централната банка на Кина, презеде и дополнителни мерки за олабавување на монетарната политика, коишто првенствено ги сигнализира преку намалување на стапките на задолжителна резерва, вкупно за 1,5 п.п., на ниво од 14,5% за големите банки и 12,5% за малите банки. Воедно, централната банка ја зголеми понудата на среднорочните расположливи кредити (англ. MLF-Medium-term Lending Facility), а креира ликвидност и преку долгорочните операции (англ. PSL-Pledged Supplementary Lending) заради засилување на таргетираното кредитирање на малите и средните претпријатија. Исто така, во декември беше овозможено банките коишто ги кредитираат таргетираните сектори да добијат кредит од централната банка со рочност од 3 години, по каматна стапка од 3,15 п.п. (1,5 п.п. пониска од каматната стапка на основните операции – MLF).

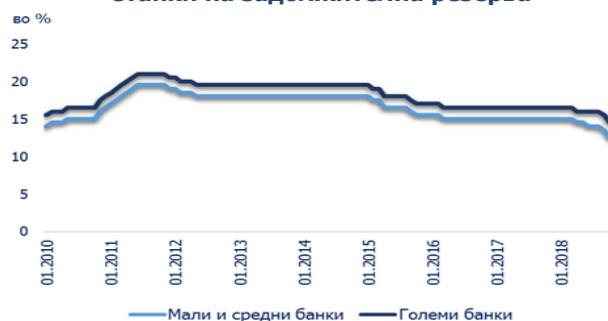
Трговските тензии, апрецијацијата на доларот и дивергенцијата помеѓу монетарните политики на САД и Кина придонесоа за највисок пад на јуанот (вкупно 5,71%) по депрецијацијата од 2015 година. Во такви околности, и по воздржаната реакција во првата половина од годината, централната банка на Кина во август ги воведо следниве мерки: наметна задолжителна резерва за банките коишто продаваат девизни форвард-договори по стапка од 20% од вредноста на договорот, ги ограничи банките од слободните трговски зони да депонираат депозити во јуани кај странски банки, ги затегна условите за инвестиции на кинески фирми во странство и издаде благајнички записи на пазарот во Хонг Конг за да повлече прекугранична ликвидност во јуани.

Девизен курс



Извор: <https://www.reuters.com/>

Стапки на задолжителна резерва



Извор: <https://www.ceicdata.com/>

¹³ Овие даночни измени се очекува да влијаат за пад на даночните приходи за околу 47,5 милијарди долари на годишна основа.

¹⁴ Даночните измени вклучуваат намалување на годишниот праг за оданочување со данок на добивка, намалување на акцизата за увоз на машини, текстил, производи од хартија и градежни материјали, даночни ослободувања за иновации и обуки на вработени и др. Извор: <https://www.china-briefing.com/news/china-tax-cuts-rmb-45-billion-support-economy/>.

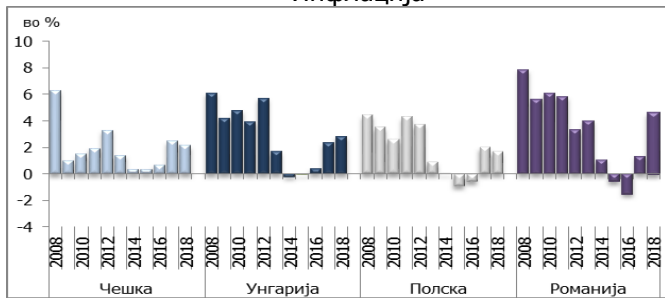
¹⁵ Повисоките инвестиции во овој сектор се должат и на олеснетите услови за финансирање на локалните власти на домашниот пазар на капитал.

¹⁶ Извор: <https://www.cnbc.com/2018/08/30/reuters-america-update-1-china-announces-tax-cuts-in-move-to-support-economy.html>

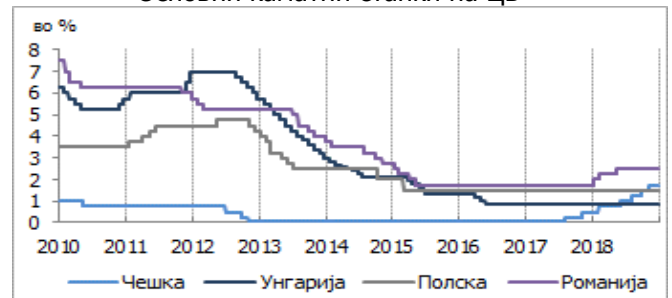
2. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

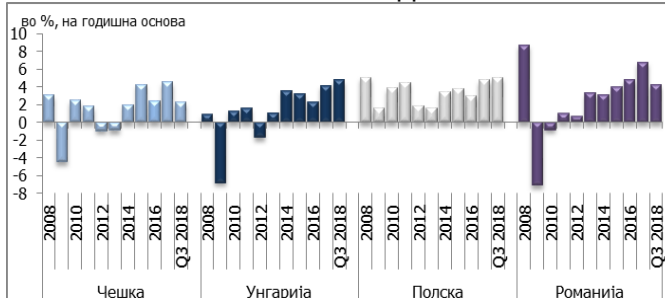
Инфлација



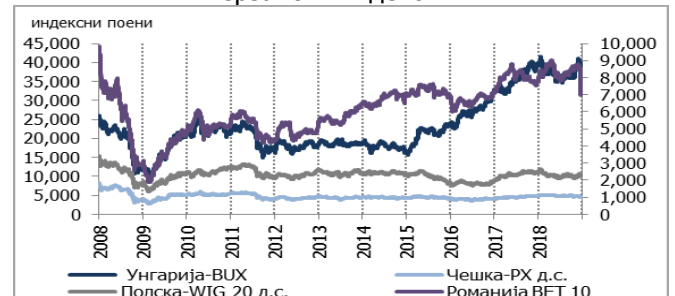
Основни каматни стапки на ЦБ



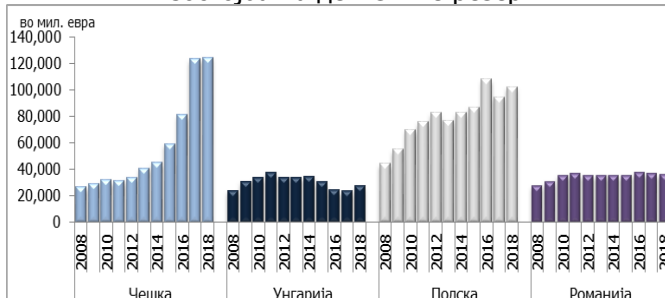
Раст на БДП



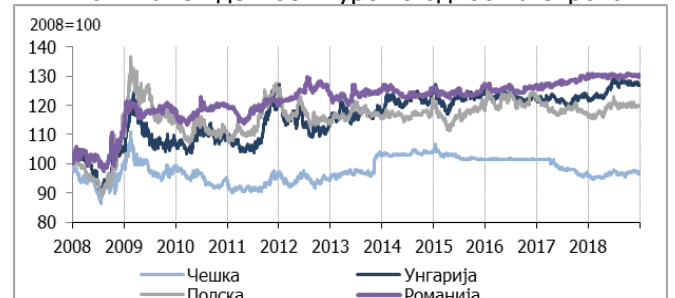
Берзански индекси



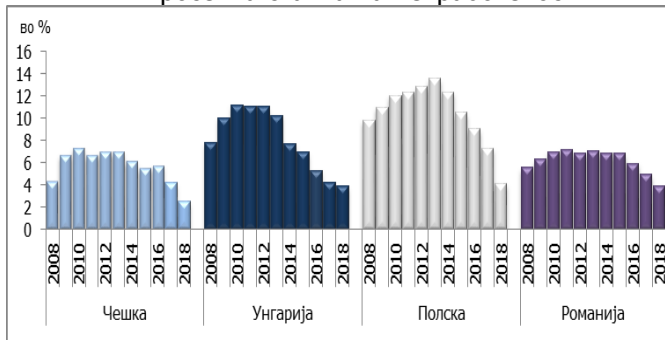
Состојба на девизните резерви



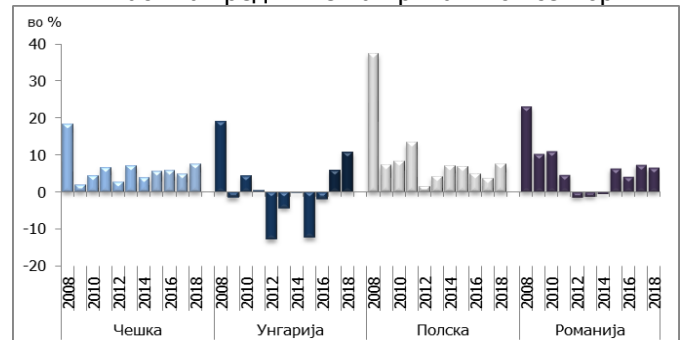
Номинален девизен курс во однос на еврото



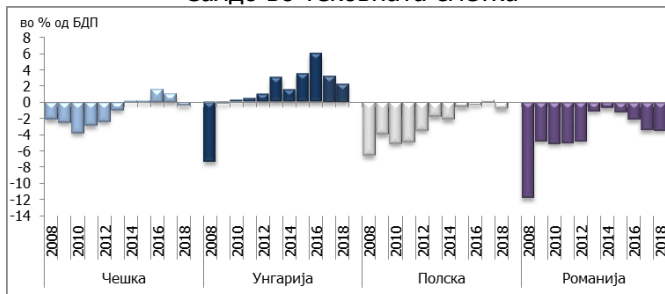
Просечна стапка на невработеност



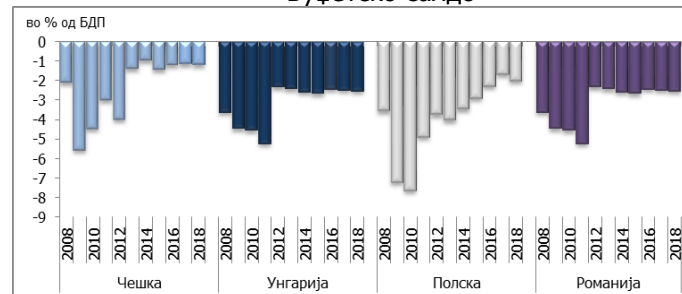
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2018 се проекции за целата година.

*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2018 се проекции за целата година.

2.1. Чешка – натамошно затегнување на монетарните услови преку раст на каматите

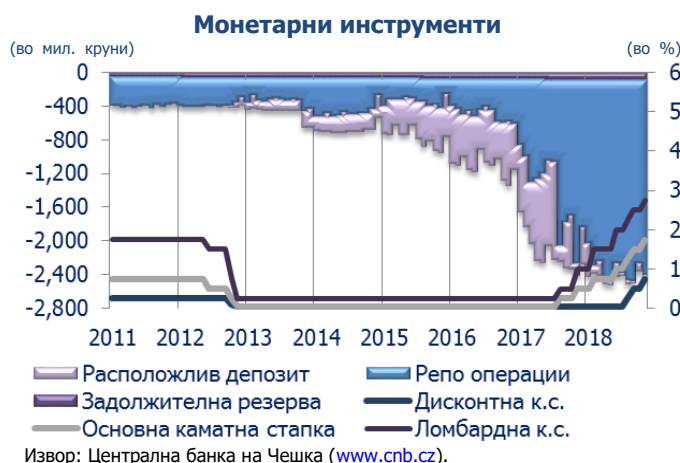
Макроекономско окружување

Во третиот квартал на годината чешката економија и натаму расте, но послабо (2,4%) во однос на претходниот период¹⁷, главно поради послабите остварувања во извозниот сектор. Ваквата динамика сепак не испраќа негативни сигнали за следниот период, туку е во согласност со враќањето на Чешка на патеката на потенцијалниот одржлив раст. Тоа пред сè се аргументира со движењата на пазарот на труд коишто се карактеризираат со раст на платите, ниска стапка на **невработеност** (на ново историски најниско ниво од 1,9% во октомври коешто е најниско помеѓу земјите од ЕУ) и зголемена потреба за работна сила. Во втората половина на 2018 година, и покрај тоа што динамиката на **инфлацијата** беше главно во горната зона од целното ниво (2%+/-1 п.п.), ценовните притисоци во Чешка постепено се намалуваа со што годишниот раст на цените во декември се сведе на ниво на среднорочниот таргет. Фискалната политика, којашто преку зголемените приходи ги користи предностите од растот на домашната економија, исто така придонесуваше за домашната потрошувачка, преку засилување на буџетската потрошувачка (за 5,3% на годишна основа), без притоа да биде загрозната стабилноста на суфицитот, којшто за 2018 година е непроменет, 1,6% од БДП. **Кредитирањето на приватниот сектор** продолжи со нагорниот тренд (раст од над 7% во октомври), во голем дел поради посиленото финансирање на домаќинствата (за хипотекарни кредити), додека растот на кредитите на нефинансиските компании беше релативно послаб.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Како одговор на сè уште присутните ризици за инфлацијата, движењата на пазарот на труд и неизвесната динамика на круната, централната банка на Чешка во втората половина на 2018 година во три наврати (август, октомври и ноември) ја зголеми каматната стапка на 2-неделните репо-операции за повлекување ликвидност за вкупно 0,75 п.п., од 1,00% на 1,75%. Каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ, беше исто така зголемена за 0,75 п.п., на 2,75%, додека нагорната корекција кај каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ изнесуваше 0,70 п.п., со што достигна 0,75%. Промените во каматните стапки на централната банка се пренесоа на пазарот на пари, а раст имаше и на приносите на државните хартии од вредност, особено со пократка рочност, од 1 до 5 години. Вишокот на ликвидност централната банка и во анализираниот период го повлекуваше главно преку основниот инструмент (2-неделни репо-операции), за коишто се применува тендер со максимална каматна стапка. Просечната остварена каматна стапка на репо-аукциите во анализираниот период беше на ниво на референтната каматна стапка, а состојбата на основниот инструмент во просек имаше историски највисоко ниво, коешто опфаќа околу 75% од билансот на централната банка.

Во втората половина на 2018 година, вредноста на чешката круна забележа умерена депрецијација, што создаде дополнителен притисок врз динамиката на инфлацијата. Ваквата промена на вредноста на валутата главно се поврзува со случувањата на меѓународните финансиски пазари и нето-одливот на портфолио-инвестиции од Чешка, неизвесноста околу Брежит (со оглед на тоа дека Велика Британија е нејзиниот најголем трговски партнер), но и со неизвесноста од воведување царини од страна на САД за автомобилската индустрија во Европа. Сепак, за одбележување е фактот дека промените на вредноста на оваа валута беа релативно мали, во распон од 1,4-3%



¹⁷ Наспроти растот од 4,6% во 2017 година и 3,3% во првата половина на 2018 година.

2.2. Унгарија – поедноставување на оперативната рамка на монетарната политика

Макроекономско окружување

Во втората половина на 2018 година, унгарската економија и натаму остварува солидни стапки на раст, што се потврдува со годишната стапка на **БДП** од 4,9% во третиот квартал¹⁸. Забрзувањето на растот и во анализираниот период произлегува од засилената инвестициска потрошувачка, а при задржување на високиот позитивен придонес на личната потрошувачка. Домашната потрошувачка главно беше поддржана од **кредитната активност**, при висок раст на кредитите одобрени на корпоративниот сектор (околу 15%) и стабилна динамика на кредитирањето на домаќинствата (5,9%), каде што преовладуваат станбените кредити. Дополнителен поттик за приватната потрошувачка доаѓаше и од континуираниот раст на платите и новото историски најниско ниво на невработеност (3,6%). Во анализираниот период, **инфлацијата** имаше променлива динамика. Така, повисоките цени на нафтата и сировините придонесе за нагорен тренд (до 3,8%) до октомври 2018 година, кога се приближи кон горната граница на целната зона (3%+/-1 п.п.). Падот на цените на нафтата овозможи смирување на инфлацијата до крајот на годината, кога се сведе на 2,7%, односно под среднорочното целно ниво.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во втората половина на годината, централната банка на Унгарија ги задржа каматните стапки на истото ниво: основната каматна стапка изнесува 0,90% и е еднаква со каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ, а каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ е негативна, -0,15%. Во септември 2018 година централната банка објави стратегија за нормализирање на инструментите на монетарната политика. Согласно со стратегијата, последната аукција на 3-месечни депозити (на коишто се применуваше основната каматна стапка) беше одржана во септември, со што од крајот на 2018 година овој инструмент не е веќе дел од оперативната рамка. Основната каматна стапка и натаму се применува за утврдување на надоместот на издвоената задолжителна резерва, којашто го зазема приматот на основен инструмент, како и на преференцијалните депозити преку ноќ¹⁹ кај централната банка. Во септември беше одржана и последната аукција за откуп на хипотекарни обврзници на секундарниот пазар, а во декември беа одржани и последните аукции на каматни своп-трансакции и на откуп на хипотекарни обврзници на примарниот пазар. Исто така, беше прекината и програмата за поддршка на кредитирањето на малите и средните претпријатија (англ. Market-based Lending Scheme-MLS). Со објавувањето на стратегијата, во септември монетарната власт ја најави и програмата ФГС (Funding for Growth Scheme Fix (FGS Fix), којашто е планирано да се применува од април 2019 година и чијашто основна цел е поддршка на долгорочното кредитирање во домашна валута на малите и средните претпријатија по фиксна каматна стапка. Со оглед на овие измени, сетот на монетарни инструменти на почетокот на 2019 година се состои од: задолжителна резерва, расположливи депозити и кредити преку ноќ, девизни своп-трансакции за креирање ликвидност во домашна валута, новата програма за поддршка на долгорочно кредитирање и преференцијални депозити¹⁹. На примарниот пазар на државни хартии од вредност, во потрага по позитивни приноси нерезидентите во втората половина од годината имаа релативно висока побарувачка за унгарските хартии од вредност во домашна валута, што придонесе за надолжен тренд на приносите, но и за повторно зголемување на застапеноста на овие инвеститори во вкупното портфолио на државните хартии од вредност. Сличен тренд, којшто произлезе и од растот на ликвидноста на банките, беше забележан и кај пазарните каматни стапки, коишто се одржуваа околу основната каматна стапка на централната банка.



¹⁸ Во 2017 година унгарскиот БДП забележа раст од 4,2%, додека во првата половина на 2018 година економијата растеше со 4,7%. Растот на БДП за 2018 година се проценува дека ќе биде највисок (4,5%) од 2004 година и над долгорочниот потенцијал.

¹⁹ Со оглед на прекинувањето на МЛС (Market-based Lending Scheme), преференцијалните депозити ќе бидат расположливи за банките коишто ќе учествуваат во програмата ФГС (FGS Fix), заради неутрализирање на краткорочниот вишок ликвидност.

2.3. Полска – највисок раст во ЕУ и непроменети монетарни услови

Макроекономско окружување

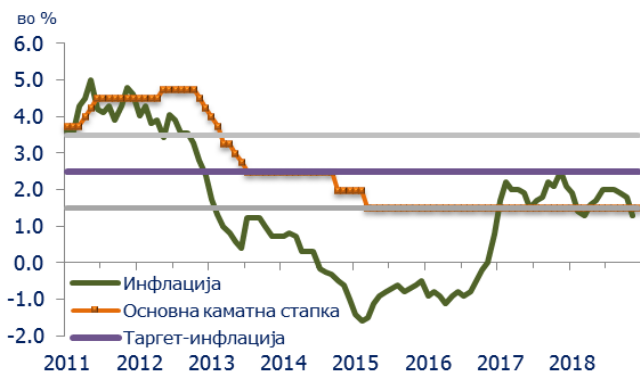
И во третиот квартал од 2018 година полската економија ги демантира пазарните очекувања за забавување на економската експанзија, остварувајќи годишен раст на **БДП** од 5,1%²⁰. Движечка сила на растот и натаму беше домашната потрошувачка (како одраз на оптимизмот на домаќинствата при засилени буџетски расходи со социјална компонента и ниска невработеност од 5,8% во декември) и фиксните инвестиции финансирани од фондовите на ЕУ. Солиден придонес кон економската активност имаше и надворешниот сектор, каде што и покрај послабата глобална побарувачка, умерената депрецијација на домашната валута ја зајакна пазарната конкурентност на економијата и овозможи намалување на дефицитот во **тековната сметка**. Во делот на јавните финансии, и покрај високите социјални трансфери, поволната економска клима создаде солидна основа за повисоки даночни приходи, поради што **буџетскиот дефицит** за 2018 година изнесува околу 0,5% од БДП. **Инфлацијата** имаше променлива динамика, при висок раст на цените на енергијата²¹ (коишто во ноември беа повисоки за 14% во однос декември 2017 година), чијшто ефект беше неутрализиран со падот на цените на нафтата. Во такви околности, инфлацијата во втората половина на годината изнесуваше 1,8% (1,1% во декември) и беше во рамки на таргетот на централната банка (2,5% +/- 1 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во анализираниот период, централната банка на Полска ја задржа каматната стапка (на благајничките записи со рочност од 1 недела) на истото, најниско ниво, од 1,5%. Ризиците поврзани со проектираната нагорна динамика на инфлацијата и очекувањата за забавување на економскиот раст на среден рок беа главен мотив монетарните власти во декември да размислуваат за затегнување на монетарните услови во Полска. Сепак, основната каматна стапка не беше променета, со што се засилија пазарните очекувања за нејзино зголемување во 2019 година. Во втората половина од годината вишокот ликвидност во економијата се стабилизира, главно поради поумерената апсорпција на средства од фондовите на ЕУ и повлекувањето ликвидни средства од страна на државата, што придонесе за релативно стабилно ниво и на основниот инструмент, којшто преовладува во сетот на инструменти за повлекување ликвидност. Во анализираниот период, централната банка и натаму повремено спроведува и операции за фино регулирање на ликвидноста (со рочност од 1 до 3 дена), преку коишто во просек беа повлечени околу 1.000 милиони злоти.

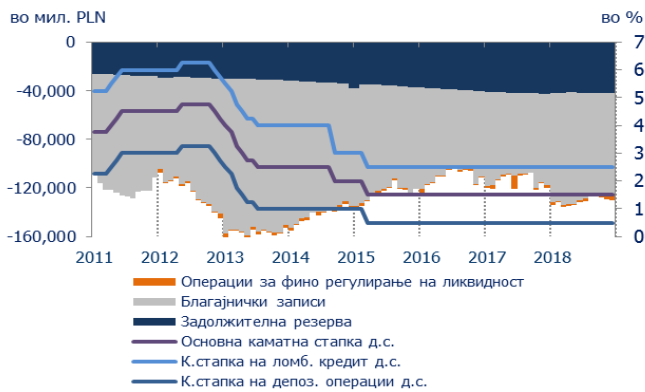
Полската злота покрај динамиката којашто беше карактеристична за валутите од централна Европа (и условена главно од екстерни фактори), забележа позначителен пад на вредноста (за 0,6%)²² во првата половина на ноември, како пазарна реакција на корупцискиот скандал во банкарскиот сектор²³. Овој фактор го поттикна и стравот од финансиска дестабилизација, со оглед дека по објавувањето на веста берзанските индекси на акции и државни обврзници забележаа највисок пад во последните две години²⁴.

Инфлација и основна каматна стапка



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

Монетарни инструменти



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

²⁰ Првичните податоци за последниот квартал упатуваат дека вкупниот годишен раст во 2018 година (5,2%) ќе биде највисок во последните девет години.

²¹ Скапиот јаглен, отсуство на обновливи извори на енергија и лошата инфраструктура се причина за повисоките цени на компаниите за производство и дистрибуција на електрична енергија.

²² Во 2018 година злотата има пониска вредност за 2,7%.

²³ Претседателот на управата за финансиска супервизија беше обвинет за барање поткуп од сопственик на две банки, коишто зафаќаат 4,3% од вкупната банкарска актива и се помеѓу најмалку капитализираните кредитори.

²⁴ Извор: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-21/how-brewing-scandal-exposed-pressures-on-polish-banks-quicktake>

2.4. Романија – забавување на растот и променлива инфлација

Макроекономско окружување

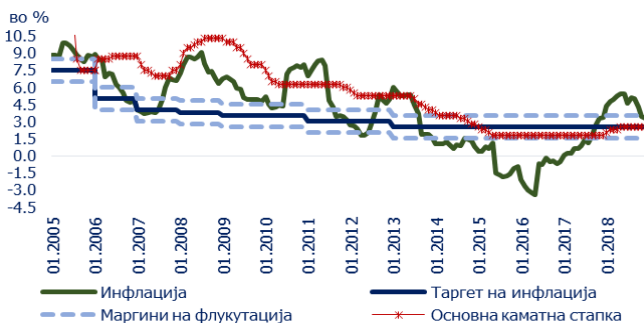
Макроекономските податоци за Романија за 2018 година упатуваат на забавување на растот по економското прегревање во 2017 година²⁵. БДП во третиот квартал се зголеми за 4,3% на годишна основа²⁶, што се должи на растот на приватната потрошувачка, поддржана од континуираниот раст на платите главно во јавниот сектор, ниската невработеност (3,8% во декември) и солидната **кредитна поддршка** (новоодобрените кредити на домаќинствата беа повисоки за 9,2% во декември на годишна основа). Домашната побарувачка, во комбинација со повисоките цени на нафтата се одрази на **инфлацијата**, којашто до октомври (во просек 4,8%) се одржуваше над таргетот (2,5% +/- 1 п.п.), додека во декември поради пониските цени на енергенсите се намали на 3,3%. Понеповолните движења во економијата произлегуваа од влошените остварувања на надворешниот сектор и фискалната политика. Имено, во услови на послаба побарувачка од ЕУ, трговскиот дефицит забележа највисок раст од 2012 година наваму, што придонесе за проширување на дефицитот во **тековната сметка** над 4,5% од БДП за првите единаесет месеци од годината (3,4% во 2017 година). Во делот на јавните финансии, фискалниот стимул преку даночната политика²⁷, како и повисоките социјални бенефиции и платите во јавниот сектор придонесоа за зголемување на **буџетскиот дефицит** на 2,9% од БДП во 2018 година (0,8% во 2017 година). Со буџетот за 2019 година е предвиден нов данок за банките, енергетскиот и телекомуникацискиот сектор, како и измени за приватните пензиски фондови и работењето на државните претпријатија²⁸.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

По зголемувањето на каматните стапка на почетокот на годината (за вкупно 0,5 п.п.), во второто полугодие во отсуство на инфлациски притисоци, каматните стапки беа задржани на истото ниво. Основната каматна стапка којашто се применува на репо-операциите за креирање ликвидност со рочност од 7 дена се задржа на нивото од 2,5%, додека каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ изнесуваат 1,5% и 3,0%, соодветно. Во 2018 година, централната банка ги приспособи стапките на надомест на задолжителната резерва во домашна валута (од 0,09% на 0,2%) и во долари (од 0,09 на 0,12%) согласно со промените на пасивните каматни стапки на банките, додека надоместот за задолжителната резерва во евра беше непроменет (0,2%). Најголем дел од вишокот ликвидност и натаму беше стерилизиран преку задолжителната резерва, којашто во изминатите неколку години учествува во просек со околу 90% од вкупниот износ на монетарните инструменти. Воедно, во втората половина од годината, воздржаноста од буџетски трошења придонесе за намалување на ликвидноста на банките, поради што редовните репо-операции придонесоа за креирање ликвидност. Со оглед на измените во даночната регулатива, банките на крајот од годината реагираа со намалување на активата преку пониска побарувачка за ДХВ, што придонесе за раст на ликвидноста и зголемен интерес на аукциите на 7-дневните депозити на централната банка на почетокот од 2019 година, на коишто се применува тендер со фиксна каматна стапка.

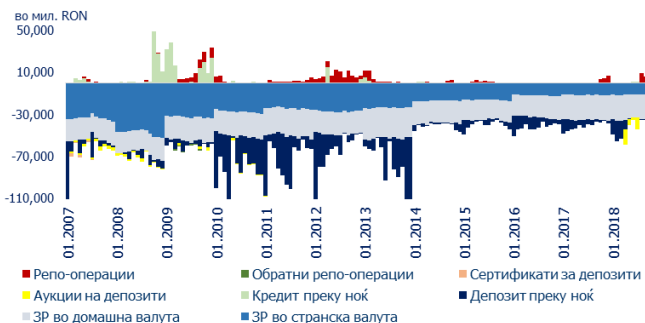
Растот на каматните стапки во Романија влијаеше стимулативно за задржување на странскиот капитал во економијата, така што девизниот курс на романската валута во 2018 година беше стабилен (номинална депрецијација од само 0,1 п.п.). Воведувањето на новиот данок за банките имаше неповолни ефекти главно на берзанските цени на акциите на банките на крајот на 2018 и почетокот на 2019 година.

Инфлација и основна каматна стапка



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

Монетарни инструменти



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

²⁵ Во 2017 година оваа економија имаше втор најбрз годишен раст во Европа од 6,9%, веднаш по Ирска.

²⁶ Се очекува дека вкупниот раст за 2018 година ќе достигне 4,5%.

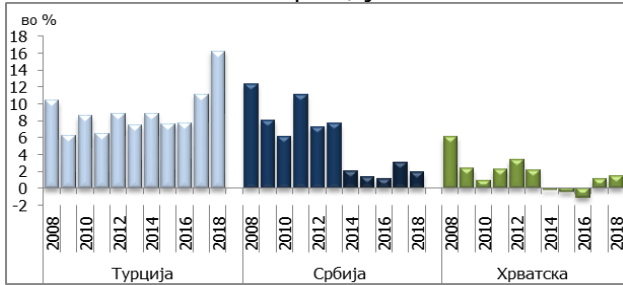
²⁷ Од 1 јануари 2018 година се применува пониска стапка на персонален данок на доход (10%, наспроти 16% во претходните години) и на социјални придонеси (37,25%, намалени за 2 п.п.).

²⁸ Банките ќе имаат обврска за плаќање данок на финансиска актива ако просечната вредност на котираните каматни стапки РОБОР со рочност 3 и 6 месеци (коишто се референтни стапки за кредитните производи на банките) има повисока вредност од 1,5%. Даночните стапки се движат од 0% (за просечна вредност на котациите до 1,5%) до 0,9% ако РОБОР има просечна вредност помеѓу 3% и 3,5%. Целта на овој данок е заштита на кредитокорисниците од високи каматни стапки на кредитите. Воедно, беа воведени и посебни даноци од 2% од прометот на енергетските фирми и 3% за компаниите од телекомуникацискиот сектор. Кај приватното пензиско осигурување беше намален надоместот за управување со средствата од 2,5% на 1%, фондовите имаат можност да инвестираат во јавно-приватни партнерства, а осигурениците со новите измени можат да ги повлечат средствата по 5-годишен период на инвестирање со надомест од 2%. Исто така, најдоцна 35 дена по одобрувањето на финансиските извештаи за изминатата година, државните претпријатија ќе треба да префрлат 35% од непотрошените буџетски средства во државниот буџет.

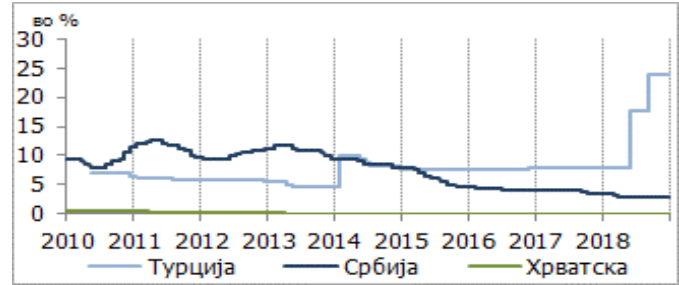
3. Земји од југоисточна Европа

Основни економски податоци

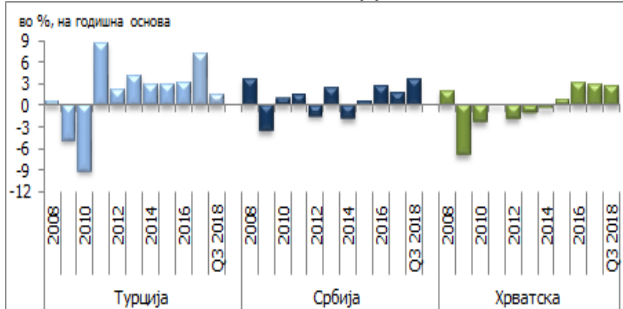
Инфлација



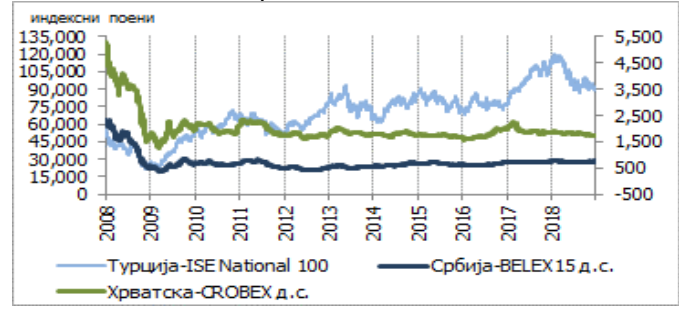
Основни каматни стапки



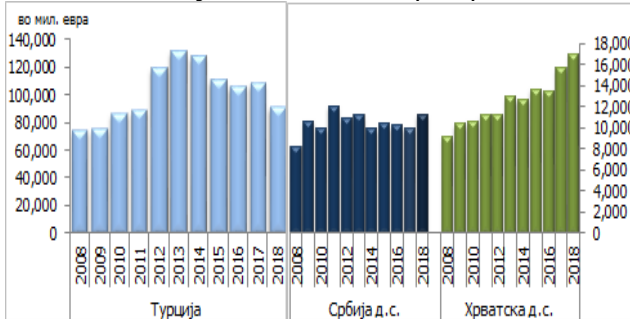
Раст на БДП



Берзански индекси



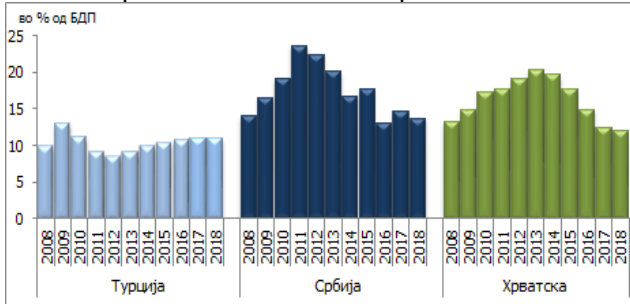
Состојба на девизните резерви



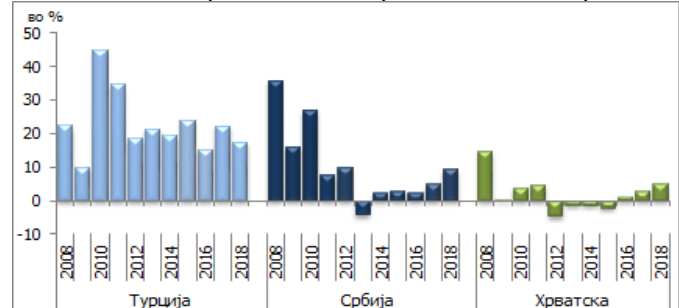
Номинален девизен курс во однос на еврото



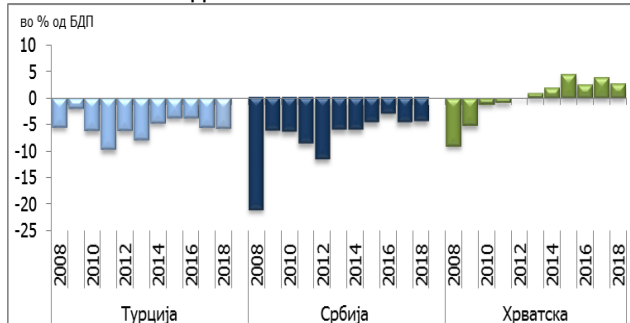
Просечна стапка на невработеност



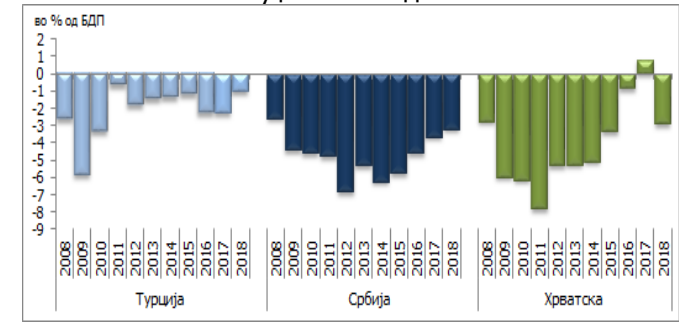
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2018 се проекции за целата година.

*Извор: база на податоци на ММФ, податоците за 2018 се проекции за целата година.

3.1. Турција – висока инфлација и затегната монетарна политика

Макроекономско окружување

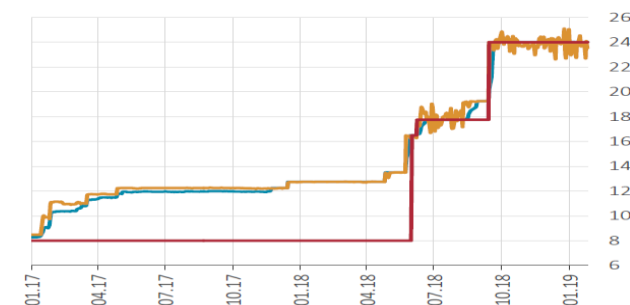
Смирувањето на растечката двоцифрена **инфлација** (којашто во октомври достигна 25,2%) поттикната од високата **деpreciјација на лирата** во однос на САД-доларот (72% во август во однос на вредноста на крајот на 2017 година) беа главните предизвици на турската економија и во втората половина на годината. Како позначајни фактори за неповолниот тренд кај лирата се вбројуваат: зголемените политички тензии помеѓу Турција и САД, зголемувањето на царините на САД за алуминиум и челик за Турција, ниската доверба во централната банка на Турција и високиот надворешен долг на приватниот сектор деноминиран во САД-долари. Нестабилноста на финансиските пазари во комбинација со растот на каматните стапки во економијата и воздржаноста од инвестициска и лична потрошувачка, придонесоа за остар пад на **кредитирањето на приватниот сектор**²⁹ и **затегнување на домашната побарувачка**. Единствено поповолни движења беа забележани кај нето-извозот, којшто и натаму се зголемува, поради солидната туристичка сезона, но и забавувањето на увозот поврзан со слабата домашна побарувачка. Во такви околности, по солидниот годишен раст (од 6,3%) во првата половина од 2018 година, во третиот квартал **турската економија се зголеми за само 1,6%** во однос на Кв.3.2017 година.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во анализираниот период, мерките на централната банка се однесуваа на смирување на променливите движењата на финансиските пазари и стабилизирање на вредноста на лирата. Во таа смисла, непосредно по задржувањето на каматната стапка на непроменето ниво (8%) на крајот на јули што предизвика дополнителни високи дневни загуби кај лирата и недоверба кон централната банка, на почетокот на август монетарната власт ги презеде следниве мерки заради подобрување на ликвидноста на банките во домашна и странска валута: 1) ги намали стапките на задолжителна резерва за 2,5 п.п., освен за девизните обврски кон странски банки, за коишто стапките ги одреди на пониско ниво за 4 п.п.; 2) го намали делот од задолжителната резерва во домашна валута којшто може да се исполнува со девизна актива; 3) ги намали дисконтните стапки на обезбедувањето за ликвидност во домашна валута; 4) најави можност за обезбедување ликвидност во лири и девизи со рочност до 91 ден и 1 месец, соодветно; 5) ја зголеми понудата на аукциите за продажба на девизни термински трансакции, без испорака, и најави можност за интервенции за продажба на девизи на банките; 6) ги стопира 1-неделните репо-аукции од 13 август до 14 септември и емитира ликвидност преку расположливите кредити преку ноќ (на коишто се применуваше највисоката каматна стапка, од 19,25%). На 14 септември, како одговор на натамошно изразените ризици во економијата централната банка ги зголеми каматните стапки на расположливите депозити преку ноќ и основната каматна стапка за 6,25 п.п., на ниво од 22,5% и 24%, соодветно, а каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ ја зголеми за 4,75 п.п., со што е на исто ниво со основниот инструмент. Во такви околности, централната банка пристапи со креирање ликвидност преку неделните репо-операции. Преземените мерки придонесоа за зголемување на вредноста на лирата за околу 20% во октомври-ноември, што заедно со намалувањето на даноците, надолниот тренд на цена на нафтата и смирувањето на цените на храната овозможија промена на трендот на инфлацијата, којашто во декември се намали на 20,3%.

Каматни стапки на Централната банка во Турција

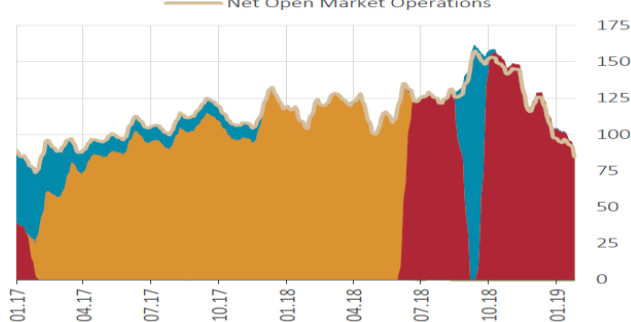
— CBRT Average Funding Rate
— Average Interest Rate at BIST excluding the CBRT
— 1 Week Repo Rate



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

Монетарни инструменти

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



²⁹ Вкупниот кредитен раст, којшто на почетокот на годината бележеше стапки од 20%, во ноември 2018 година се сведе на 7,5%. Покрај преземените мерки на претпазливост за спречување на растот на долгот во странска валута на корпоративниот сектор од првото полугодие, за овој тренд придонесе и ограничувањето на максималната рочност на потрошувачките кредити (на 36 месеци, за купување потрошни добра и 6 месеци, за купување компјутери, таблети и мобилни телефони), што започна да се применува од септември 2018 година.

3.2. Хрватска – експанзивна монетарна политика и интервенции за откуп на девизи

Макроекономско окружување

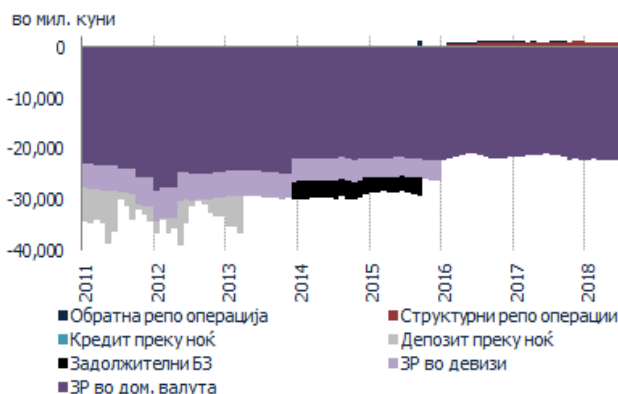
Во третото тромесечје од 2018 година, Хрватска имаше стабилна стапка на раст (2,8%, наспроти 2,7% во првата половина на годината), којашто го надмина просечниот раст на земјите од ЕУ (1,9%). Најголем придонес кон ваквата динамика на хрватската економија имаше повисокиот извоз на стоки и услуги условен од подобрата туристичка сезона, а позитивен импулс доаѓаше и од личната потрошувачка, којашто на годишна основа се зголеми за 2,7%. Овие остварувања во реалниот сектор соодветствуваат со случувањата во јавните финансии, каде што е забележан повисок раст на речиси сите категории даноци и придонеси во однос на буџетските расходи, за чиешто остварување беа користени средства од фондовите на ЕУ. **Инфлацијата** во втората половина на годината имаше претежно надолна динамика (од 2,4% во јуни, се сведе на 0,8% во декември на годишна основа), под најголемо влијание на падот на цените на енергенсите, поврзани со високата споредбена основа на цените на електричната енергија од септември 2017 година наваму. **Кредитната активност** на банките ја задржа нагорната динамика, при што во ноември вкупната состојба на кредитите беше повисока за 2% на годишна основа, при посилен раст на кредитите одобрени на домаќинствата (за 6,2%) и покрај умерената нагорна динамика на кредитната активност на корпоративниот сектор. Податоците заклучно со третиот квартал на 2018 година упатуваат на проширување на **суфицитот во тековната сметка** (на 3,2% од БДП), главно поради силниот раст на извозот на услугите, а релативно подобри остварувања беа забележани и во капиталната сметка, каде што суфицитот достигна 1% од БДП. Поволните остварувања во односите со остатокот од светот условија значителен раст на девизната ликвидност на банките и соодветна реакција на централната банка на девизниот пазар.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Хрватска во втората половина од 2018 година и натаму спроведува експанзивна монетарна политика, преку одржување на ликвидноста на банките на високо ниво. Така, покрај повлекувањето на дел од структурниот вишок на ликвидност преку задолжителната резерва во домашна валута³⁰, банките и натаму одржуваа значителен дел од слободните средства на нивните редовни сметки кај централната банка. Анализирани динамички, вишокот на ликвидност во втората половина на годината имаше претежно надолен тренд, којшто беше предводен од растот на депозитите на државата кај централната банка во услови на посилено остварување на буџетските приходи. Оваа промена беше присутна сè до крајот на 2018 година, кога централната банка на Хрватска интервенира со откуп на вишокот девизи на девизниот пазар, во вкупен износ од 1.083 милиони евра. Со тоа, во 2018 година интервенциите на централната банка за откуп на девизи достигнаа највисоко ниво (од 1.808 милиони евра) од 2000 година наваму.

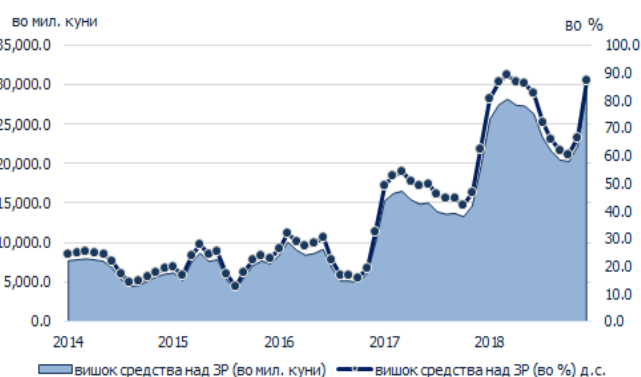
Релативно високата ликвидност во втората половина на годината придонесе за отсуство на интерес на банките за учество на редовните репо-операции за креирање ликвидност, на коишто централната банка нудеше ликвидност со рочност од 7 дена, по каматна стапка од 0,3%. Воедно, банките немаа тргувања и на меѓубанкарскиот пазар на депозити, каде што последен пат беше склучена трансакција во јули 2018 година.

Монетарни инструменти



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

Вишок на ликвидност над задолжителната резерва



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

³⁰ Од јануари 2016 година, банките ја исполнуваат задолжителната резерва во девизи на сопствени девизни сметки во странство.

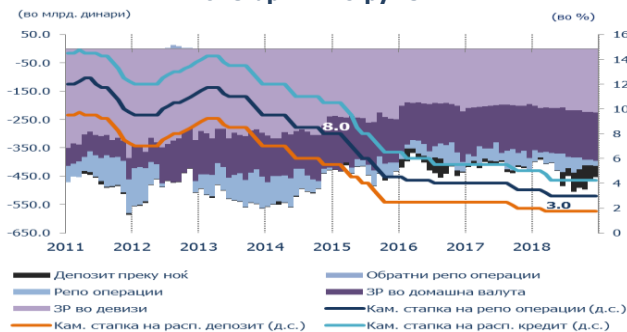
Макроекономско окружување

Во втората половина на 2018 година Србија оствари умерено пониски стапки на економски раст (3,7%, наспроти 4,9% во првите шест месеци), што главно произлегува од фактори од надворешниот сектор: посилен раст на увозот и понеповолни движења кај извозот со оглед на воведувањето царини на српските производи од страна на Косово. **Инфлацијата** беше стабилна и се одржуваше околу 2% (таргетот е одреден на 3% +/- 1,5 п.п). Релативно поволни беа остварувањата и во **фискалниот сектор**, со оглед дека буџетот втора година по ред бележи суфицит (којшто за првите девет месеци од 2018 година изнесува 1,5% од БДП) што овозможи натамошно намалување на **јавниот долг** на 56,2% во ноември (57,9% од БДП на крај на 2017 година). Економскиот раст беше поддржан од **кредитната активност**, којашто во ноември беше повисока за 8% на годишна основа. Од секторски аспект, посилен раст и натаму има кредитирањето на домаќинствата (раст од 12,2% во ноември), додека кредитната поддршка на корпоративниот сектор беше поумерена (4,8% на годишна основа, односно 11% со исклучен ефект од отписите на нефункционалните кредити). Макроекономската стабилност и подобро деловно окружување придонесе за натамошен раст и на **СДИ**, концентриран во производствениот сектор (503 милиони евра во трет квартал), со што за целата 2018 година нето-приливите врз оваа основа се проценуваат на 6,2% од БДП (или околу 3 милијарди евра). Во јули 2018 година, Србија потпиша нов договор за соработка со ММФ за поддршка на Инструментот за координација на политиката (Policy Coordination Instrument-PCI³¹). Програмата претставува континуитет во однос на стендбај-аранжманот за претпазливост што Србија го комплетира во февруари 2018 година. Заради натамошен раст на степенот на динаризации, на крајот на годината централната банка и Владата донесоа нова Стратегија на динаризации, како континуитет на мерките предвидени со Стратегијата од 2012 година.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка во втората половина на 2018 година ја задржа основната каматна стапка (на еднонеделни репо-операции за повлекување ликвидност) на ниво од 3%³². Вишокот на ликвидност оваа централна банка главно го стерилизира преку задолжителната резерва (37% во вкупниот износ на монетарните инструменти). Од октомври, обврската за задолжителна резерва во домашна валута покрај со средства на редовната сметка кај централната банка, банките на просечна основа ја исполнуваат и со средствата на сметките во системот за порамнување на инстант-плаќања кај централната банка (IPS-RTGS). Исто така, измените кај задолжителната резерва вклучуваа и одредба со којашто се дава можност на банка да не пресметува задолжителната резерва на вкупните обврски или на дел од обврските, сè заради зачувување и јакнење на стабилноста на финансискиот систем. На редовните репо-операции централната банка на Србија во второто полугодие ја намали понудата, со што овој инструмент на крајот на годината имаше минимална застапеност (3,6% во вкупните инструменти), а вишокот краткорочна ликвидност банките го насочија кон депозитите преку ноќ (на коишто се применува каматна стапка од 1,75%), чијашто просечна состојба во декември го достигна нивото на репо-операциите.

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Србија (www.nbs.rs)

Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс



Извор: Централна банка на Србија (www.nbs.rs)

Централната банка на Србија во втората половина на годината интервенира на девизниот пазар, но со релативно послаб нето-откуп (390 милиони евра) во однос на првата половина од годината. Сепак, вкупниот нето-откуп на девизи во 2018 година (1.580 милиони евра) беше двојно повисок од

³¹ ПЦИ е нов механизам за поддршка на членките на ММФ. Тоа е советодавен инструмент, не предвидува употреба на финансиски средства и има за цел да обезбеди поддршка за економската програма на земјата којашто нема тековни или потенцијални проблеми во платниот биланс. Оваа програма на ММФ со Србија ќе трае 30 месеци, а напредокот на земјата во нејзиното спроведување ќе се следи полугодишно.

³² Во првата половина на 2018 година, имаше двократно намалување на каматната стапка за вкупно 0,5 п.п.

претходната година (725 милиони евра). На 8 ноември 2018 година, е донесена измена на Одлуката за услови и начин на работа на девизниот пазар, согласно со којашто куповниот, односно продажниот девизен курс на менувачкиот пазар не смее да биде понизок, односно повисок за 1,25%, соодветно од официјалниот среден курс на динарот во однос на еврото за конкретниот ден. Овие измени стапија на сила на 1 јануари 2019 година.