

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 2020 година)

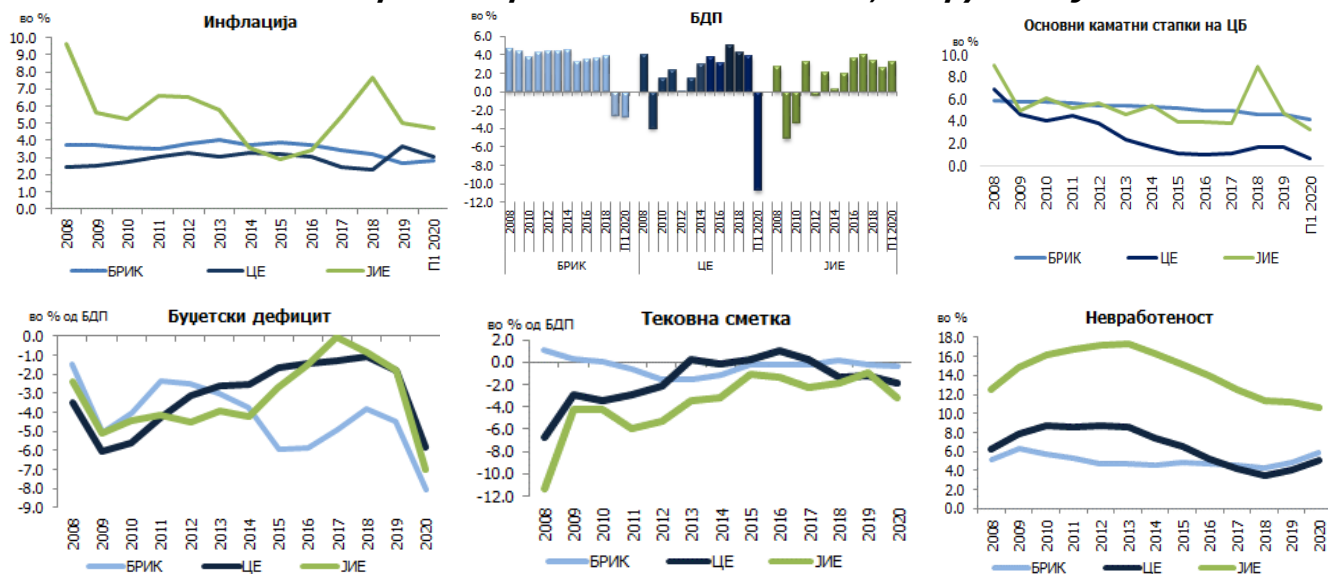
Дирекција за операции на финансиските пазари

октомври 2020 година

Вовед

По релативно солидниот почеток во најголем дел од анализираните земји, економската активност до крајот на првата половина на годината забележа значителен пад, главно поради негативните ефекти од вирусната инфекција ковид-19. Намалувањето на економската активност беше проследено со пад на ликвидноста во банкарските системи, нестабилност на пазарите на пари, раст на приносите на државните обврзници и нето-одлив на капитал од брзорастечките и земјите во развој. Притоа, со оглед на поограничениот фискален стимул, централните банки на брзорастечките економии спроведуваа изразена експанзивна монетарна политика. Така, **Русија** и **Кина**, покрај намалувањето на каматните стапки и примената на редовните монетарни инструменти, пристапија кон примена на нестандартни инструменти за зголемување на ликвидноста поддршка на банкарскиот систем. Олабавувањето на монетарните услови беше карактеристика и за земјите од **Централна и Југоисточна Европа**, коишто и покрај солидната ликвидносна позиција во банкарскиот систем, спроведуваа агресивни мерки за олеснување на монетарните услови. Така, централните банки на **Унгарија**, **Полска** и **Романија** ги намалија каматните стапки и започнаа со програми за откуп на државни хартии од вредност на секундарниот пазар, а спроведуваа и репо и кредитни операции за обезбедување ликвидност на краток и на среден рок. Централната банка на **Чешка** изреагира со остро намалување на основната каматна стапка и со примена на нестандартни инструменти за креирање ликвидни средства во домашна валута. И централните банки на земјите од **Југоисточна Европа** во првата половина од 2020 година ја приспособија монетарната поставеност како одговор на последиците од здравствената криза. Централната банка на **Србија** ги намали каматните стапки, започна со откуп на државни хартии од вредност на секундарен пазар на репо-основа и спроведуваше своп-аукции за обезбедување ликвидност во домашна и странска валута. Монетарната власт на **Хрватска** продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките, а дополнително откупуваше државни хартии од вредност на секундарниот пазар и спроведуваше репо-аукции за обезбедување ликвидност на долг рок. Намалувањето на основната каматна стапка беше одлика и на централната банка на **Турција**, којашто и покрај натамошната примена на задолжителната резерва за поттикнување на кредитната активност во земјата, спроведуваше и нестандартни кредитни операции за поддршка на реалната економија.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

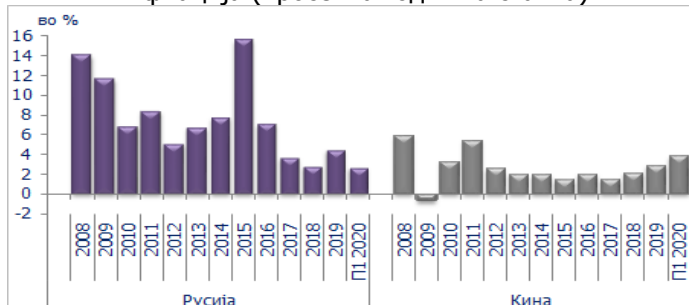


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централните банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИК:** Русија и Кина; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија и Романија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција.

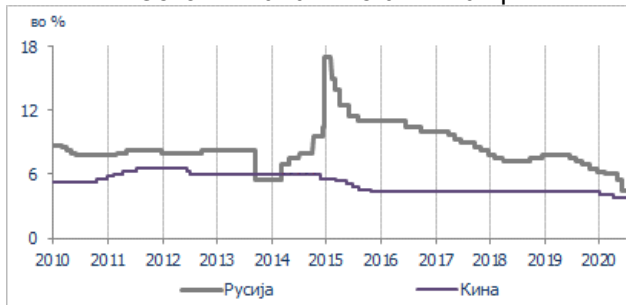
1. КИНА И РУСИЈА

Основни економски податоци

Инфлација (просечна годишна стапка)



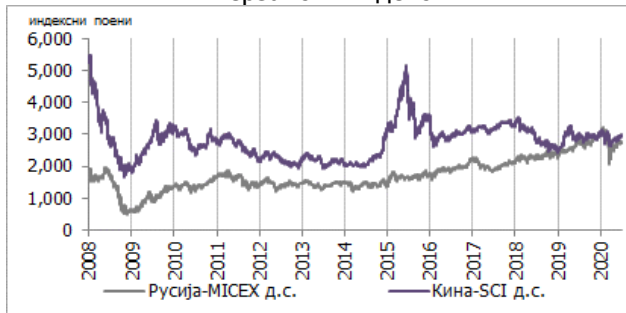
Основни каматни стапки на ЦБ



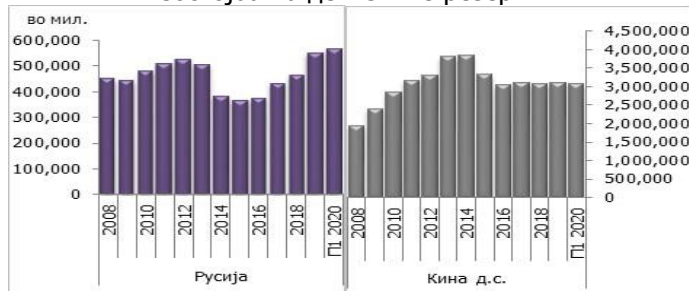
Раст на БДП (просечна годишна стапка)



Берзански индекси



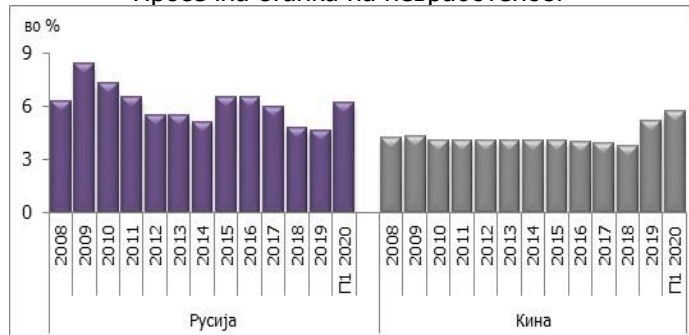
Состојба на девизните резерви



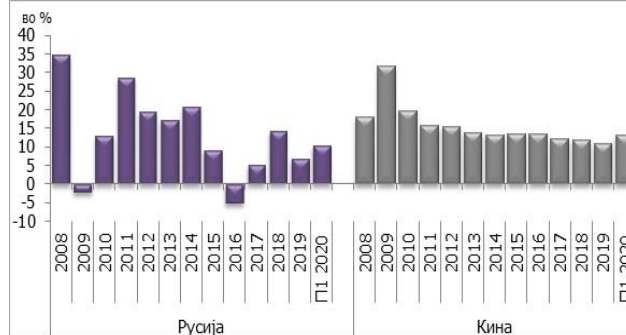
Номинални девизни курсеви



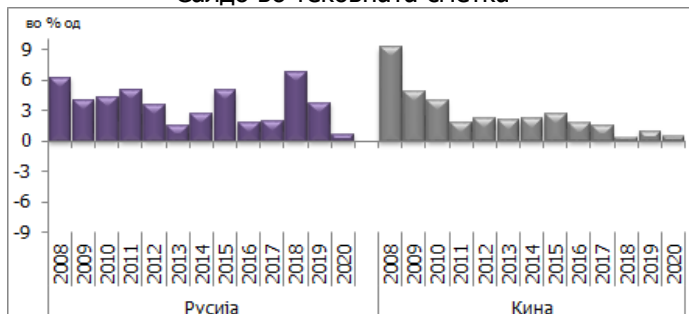
Просечна стапка на невработеност



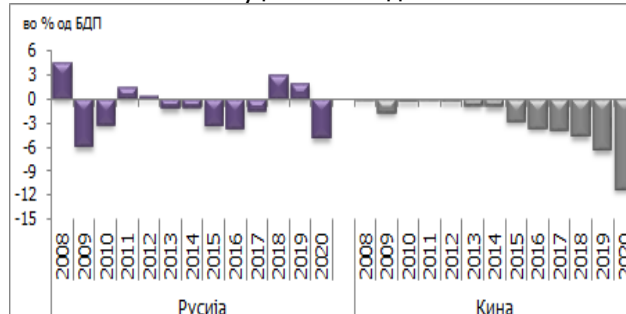
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ

*Извор: база на податоци на ММФ

Макроекономско окружување во Русија и Кина

За разлика од останатите земји во светот, коишто првите негативни ефекти од вирусната инфекција ковид-19 ги забележаа во март, **кинеската економија**, каде што првично се појави вирусот, го доживеа својот најостар пад на економската активност уште на почетокот на годината. Така, строгите рестриктивни мерки со кои се запре активната во голем број економски сектори и региони во февруари, придонесоа за пад на индустриското производство за првпат од 1976 година наваму и пад на БДП од 6,8% на годишна основа во првиот квартал од годината, што е најслабо остварување од 1992 година наваму. Намалувањето на економската активност беше проследено со пад на вработеноста и раст на инфлацијата во првите два месеца од годината. Кинеската економија се врати на патеката на раст во вториот квартал (остварувајќи годишно зголемување на БДП од 3,2%), како резултат на постепено отворање на секторите и заживувањето на производствената активност, високата странска побарувачка за здравствени производи и експанзивната политика на фискалните и монетарните власти. Сепак, слабата приватна потрошувачка како одраз на стравувањето од втор бран на вирусот, намалената понуда на земјоделски производи (заради временски непогоди) којашто создава инфлациски притисоци и затегнувањето на трговските тензии со САД по донесувањето на Законот за национална безбедност на крајот од јуни, се главни фактори на ризик за кинеската економија, којшто би остварил раст од 1,2% во 2020 година.

Пандемијата на вирусот ковид-19 предизвика длабока глобална економска рецесија, со најостар пад на глобалното индустриско производство од светската финансиска криза наваму. Ваквите случувања не ја одминаа ни **руската економија**, којашто по умерениот раст од 1,6%, на годишно ниво во првиот квартал, во вториот квартал од 2020 година забележа најостар пад (од 8,5% на годишна основа) во последните 11 години. Овие остварувања се должат на намалената активност во речиси сите економски сектори и влошената надворешнотрговска размена заради остриот пад на цената на нафтата на меѓународните пазари. Ваквите движења, заедно со глобалната одбивност кон ризик на финансиските пазари негативно се одразија на вредноста на рубљата, којашто се сведе на нивото од 2016 година, кога имаше историски најниска вредност. Здравствената криза се одрази и на пазарот на труд, каде што невработеноста се зголеми на 6,1% во мај, што е највисоко ниво во последните девет години. Иако проекциите се предмет на голема неизвесност, се очекува слабо закрепнување на активната во втората половина од годината, со што во 2020 година руската економија би се намалила за околу 6%.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

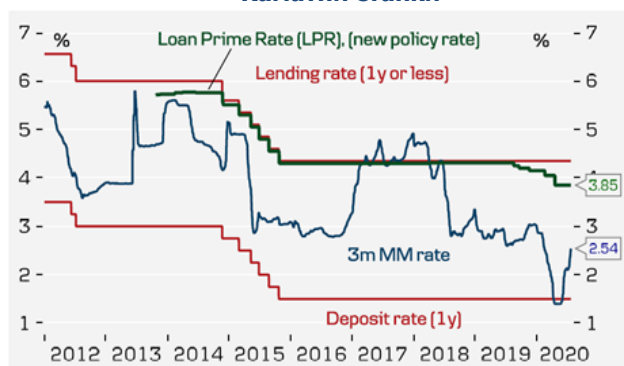
1.1. Кина

Со оглед на предизвиците со коишто се соочи кинеската економија под влијание на вирусот ковид-19, кој првично се појави во оваа земја, централната банка уште од почетокот 2020 година преземаше мерки за олабавување на монетарната политика и за зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем. Така, продолжи со циклусот на **намалување на каматната стапка на 7-дневните репо-операциите за креирање ликвидност за 0,2 п.п., на 2,2% и значително ја зголеми нивната понуда**. Ги намали и двете основни каматни стапки (англ. Loan Prime Rate – LPR) на **расположливата кредитна линија до 1 година за 1 п.п., на 3,85% и на расположливата кредитна линија до 5 години за 5 п.п., на 4,75%**. Воедно, централната банка **го зголеми износот на креирана ликвидност преку среднорочните кредити** (англ. Medium-term Lending Facility – MLF, чијашто каматна стапка е исто така намалена за 0,3 п.п., на 2,95%), **долгорочните операции** (англ. Pledged Supplementary Lending – PSL) и **целните среднорочни кредити** (англ. targeted medium-term lending facilities – TMLF) заради засилување на целното кредитирање на малите и на средните претпријатија. Централната банка најпрво ја надополни финансиската поддршка за овие субјекти со **привремено одложување на отплатата на нивните кредитни обврски**. Покрај тоа, воведе **нова кредитна линија од околу 43 милијарди САД долари**, средства коишто можат да ги користат локалните банки за кредитирање на компаниите погодени од здравствената криза, по каматна стапка не повисока од 3,15% (или пониска за 1 п.п. од LPR). Како дополнување на оваа мерка, централната банка започна со **квартален откуп на кредити одобрени од локалните банки на мали и средни**

компани, коишто банките треба да ги реоткупат назад во рок од една година¹. Преку оваа програма којашто беше најавена во јуни, централната банка планира да инјектира ликвидност од околу 140 милијарди САД-долари. За натамошна поддршка на реалната економија преку кредитниот канал, централната банка **го поврза системот на задолжителна резерва со стапката на раст на т.н. инклузивни кредити**². Така, за малите и големите банки коишто имаат раст на инклузивните кредити се применува пониска стапка на задолжителна резерва за 0,5 п.п., додека за акционерските комерцијални банки коишто имаат зголемено инклузивно финансирање стапката на задолжителна резерва се намалува за 1 п.п. Покрај оваа мерка, при крајот на полугодieto во два наврати **ја намали стапката на задолжителна резерва за малите банки за вкупно 1 п.п.**

Кинескиот јуан имаше променливи движења под влијание на неизвесноста поврзана со здравствената криза, при што од 7,14 јуани за САД-долар во април и мај, до крајот на јуни се приближи под нивото од 7 јуани за САД-долар, при послаба вредност на САД-доларот и повисок раст на кинеската економија наспроти останатите големи економии.

Каматни стапки



Извор: <https://danskebank.com/>

Девизен курс



1.2. Русија

Со оглед на надолната динамика на инфлацијата, на почетокот од 2020 година централната банка на Русија продолжи со **циклусот на намалување на основната каматна стапка** (на еднонеделните аукции на депозити) за 0,25 п.п., на 6,00%. Затворањето на голем дел од економиите во светот како одговор на ширењето на вирусната инфекција придонесе за остар пад на цената на нафтата, депрецијација на рубљата и раст на нивото на цени, поради што централната банка во март ги задржа каматните стапки на истото ниво. Со оглед на намалувањето на домашната и глобалната економска активност, инфлациските притисоци од слабата рубља беа привремени, така што во вториот квартал од годината **основната каматна стапка беше намалена за дополнителни 1,75 п.п., на историски најниско ниво од 4,25%**. Вишокот ликвидност во банкарскиот сектор, којшто се насобра во претходните две години, значително се намали, главно под влијание на високиот раст на побарувачката за готовина во рубљи (и покрај експанзивната буџетска потрошувачка) и повисоката обврска на банките за задолжителна резерва поврзана со ревалоризацијата на обврските на банките во девизи. Во такви околности, интересот на еднонеделните аукции на депозити од страна на банките значително се намали и услови реакција на централната банка **преку намалување на понудата на должничките хартии од вредност со рочност од 3, 6 и 12 месеци**. За зголемување на ликвидноста во домашна валута, централната банка спроведуваше **редовни едномесечни репо-аукции за обезбедување ликвидност по фиксна каматна стапка еднаква на основната и повремени репо-аукции за фино регулирање на ликвидноста (англ. fine-tuning) до една година по варијабилна каматна стапка**, за коишто банките имаа многу слаба побарувачка само во март и април.

За зголемување на девизната ликвидност на банките, централната банка **ја зголеми и понудата на девизните своп-трансакции во долари**.

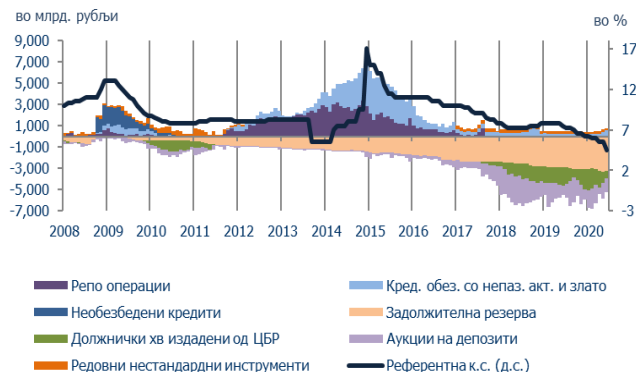
¹ Извор: <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-pboc/china-central-bank-to-buy-bank-loans-to-spur-lending-to-small-firms-worth-1-trillion-yuan-idUSKBN23828I>.

² Во инклузивни кредити влегуваат кредитите одобрени на: земјоделци, потрошувачки кредити одобрени на сиромашниот дел од населението, студентски кредити, загарантирани заеми за основање на бизнис (англ. start-ups), кредити за самовработени, трговци и кредити на мали и средни претпријатија до 10 милиони јуани.

За справување со економските и финансиските последици од здравствената криза беа донесени дополнителни мерки насочени кон поддршка на финансискиот сектор и реалната економија. Сетот мерки го вклучуваше следново: централната банка **ја намали каматната стапка на кредитната програма за финансирање на малите и средните претпријатија од 6% на 4% и го зголеми износот на расположливи средства до 500 милијарди рубљи**, од кои 150 милијарди рубљи се средства коишто централната банка им ги одобрува на банките преку едногодишни кредити по каматна стапка од 4%, а се наменети за малите и средните претпријатија за исплата на плати (каматната стапка во првите 6 месеци од одобрувањето на корпоративниот кредит не смее да биде повисока од 4%). Исто така, централната банка презеде мерки за поддршка на растот на хипотекарните кредити, **проширувајќи ја листата на прифатливо обезбедување за кредитните операции со хипотекарни обврзници; ја задржа стапката на противцикличен заштитен слој на капиталот на 0%**; направи измени и во законската регулатива на финансиските институции, со која до 1 јануари 2021 година **дозволи евидентирање на сопственичките и должнички хартии од вредност стекнати пред 1 март 2020 по фер вредност**; а за смирување на високата побарувачка за ефективни средства во домашна валута и стимулирање на е-плаќањата, централната банка **постави лимити на провизиите коишто банките ги наплаќаат за овој тип трансакции**.

Вредноста на руската рубља во текот на анализираниот период во најголем дел произлезе од динамиката на цената на нафтата на меѓународните пазари. Така, по остриот пад на вредноста во периодот март–април за околу 28,3% во однос на САД-доларот (во споредба со декември 2019 година), до крајот на јуни врати дел од изгубената вредност.

Монетарни инструменти



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

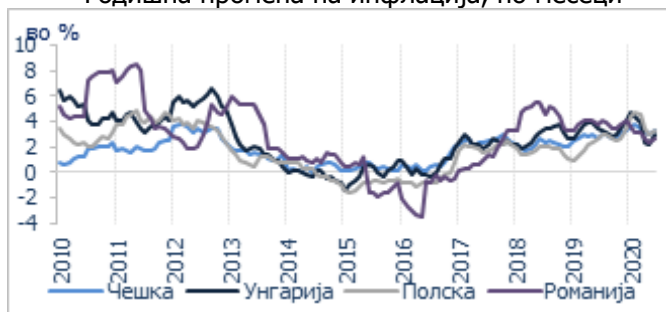
Девизен курс рубља/САД-долари



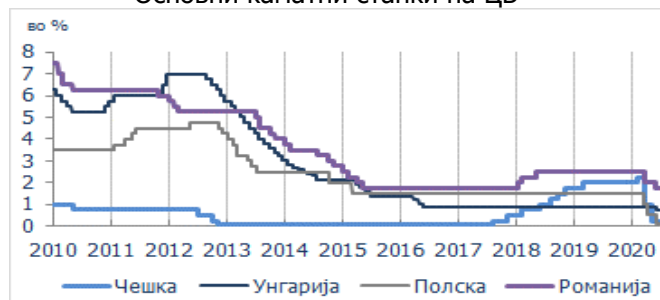
2. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

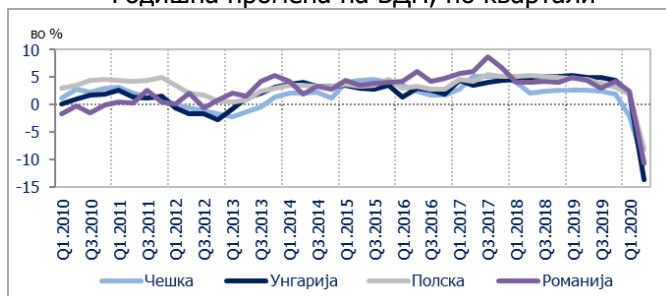
Годишна промена на инфлација, по месеци



Основни каматни стапки на ЦБ



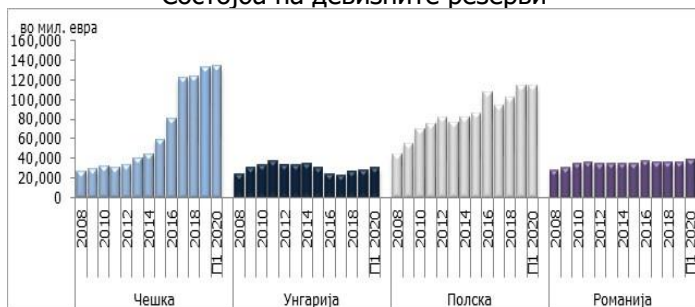
Годишна промена на БДП, по квартали



Берзански индекси



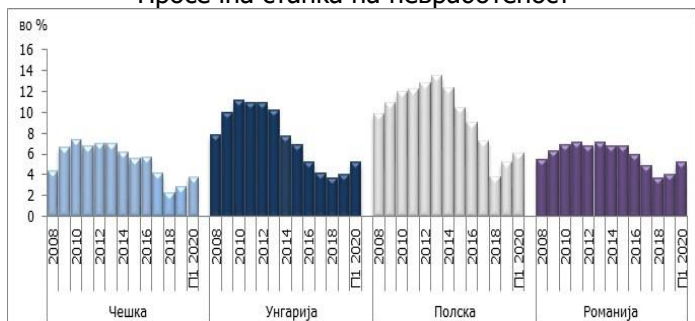
Состојба на девизните резерви



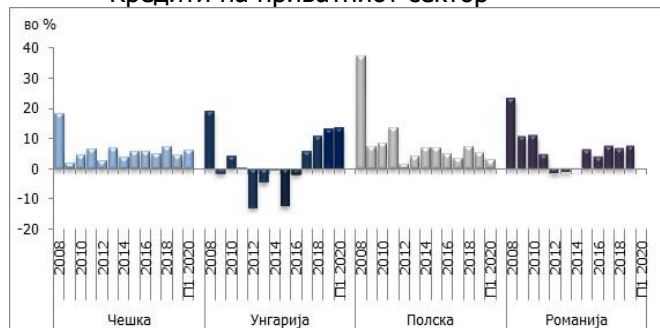
Номинален девизен курс во однос на еврото



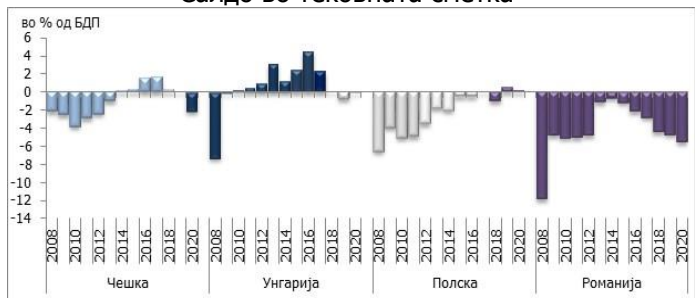
Просечна стапка на невработеност



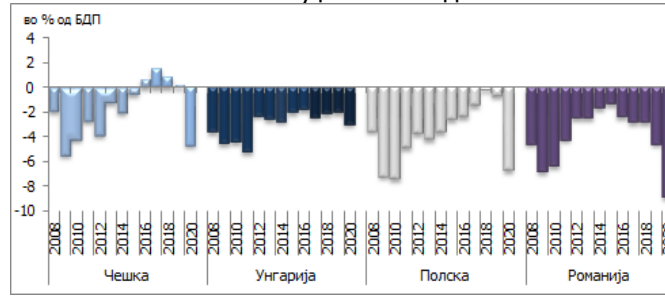
Кредити на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



*Извор: база на податоци на ММФ

*Извор: база на податоци на ММФ

Макроекономско окружување во земјите од Централна Европа

Во првиот квартал од 2020 година, економиите на **Полска, Чешка и Романија** забележаа умерен и речиси рамномерен раст на активноста (во просек од по 2,2%), предизвикан главно од домашната побарувачка. За разлика од овие три економии, негативните ефекти од вирусот ковид-19 се почувствуваа во чешката економија уште во првиот квартал од годината, забележувајќи годишен пад на активноста од 2,2%. Веќе во вториот квартал од годината, здравствената криза се одрази во сите земји од Централна Европа, коишто забележаа остар на БДП, од 13,6% во Унгарија, 10,7% во Чешка, 10,5% во Романија и 8,0% во Полска. И покрај сигналите за постепено закрепнување на економиите во втората половина од годината, се очекува дека најголем пад во 2020 година ќе забележат Чешка и Унгарија (влошување за околу 9% во однос на очекувањата од пред кризата), заради високиот степен на трговска и финансиска отвореност на овие две економии и висока изложеност на цикличната автоиндустрија. Како одговор на економските и финансиските последици предизвикани од здравствената криза, фискалните и монетарните власти во сите земји од овој регион пристапија кон експанзивна политика. Имено, солидните макроекономски основи и поволните буџетски позиции во Унгарија, Полска и Чешка овозможуваат силен фискален стимул и покрај послабото остварување на даночните приходи. Исклучок од оваа група земји е Романија, каде што со оглед на релативно високиот буџетски дефицит во 2019 година од 4,6%, владата имаше поограничен простор за користење на фискалната политика заради поддршка на реалната економија. Експанзивната фискална политика беше поддржана од централните банки, коишто покрај редовните инструменти, започнаа со програми за квантитативно олеснување (Полска, Романија и Унгарија), како нестандартна мерка на монетарната политика. Така, во анализираниот период, централната банка на Полска ја спроведе една од најголемите програми за квантитативно олеснување меѓу земјите од оваа група, додека збирното намалување на основната каматна стапка на чешката централна банка беше едно од најголемите конвенционални монетарни олеснувања.

Што се однесува до инфлацијата, во Унгарија, Чешка и Полска во првата половина од годината има тренд на намалување поради слабата домашна побарувачка, а исклучок од оваа динамика е Романија каде што нивото на цени е стабилно. Со оглед на тоа дека нивото на инфлација во овие економии во преткризниот период беше значително повисоко во однос на останатите земји од Европа (поради достигнувањето на потенцијалните нивоа на раст, солидниот пазар на труд и високиот раст на платите) овој тренд на намалување сè уште не е доволно силен за да предизвика загриженост од дефлација.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

2.1 Чешка

На почетокот од 2020 година, во услови на изразени инфлациски притисоци (просечна стапка на инфлација од 3,7% во првите два месеци од годината) коишто произлегуваа главно од мерките на владата за зголемување на приватната потрошувачка и измените во индиректните даноци³, централната банка на Чешка го продолжи двегодишниот циклус на зголемување на каматните стапки. Така, **основната каматна стапка којашто се применува на двонеделните репо-операции за повлекување ликвидност беше зголемена за 0,25 п.п.**, на 2,25%, а за ист обем беа зголемени и каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ, на 1,25% и 3,25%, соодветно. Зголемувањето на неизвесноста околу вирусот ковид-19 во првата половина на март беше причина за промена на насоката и поставеноста на монетарната политика. Имено, **централната банка во три наврти ја намали основната каматна стапка за вкупно 2 п.п., на ниво од 0,25%** на крајот на првото полугодие. Каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ беа намалувани со различен интензитет, така што на крајот на јуни каматната стапка на расположливите депозити беше

³ Овие мерки беа донесени во текот на 2019 година и вклучуваат: зголемување на социјалните бенефиции за 6%, пораст на минималната плата за околу 7,2%, реформи во пензискиот систем: намалување на старосната граница за пензионирање за физички исцрпувачките професии и воведување пензии за вдовец/а, како и зголемување на производите и услугите чишто промет ќе се оданочува со третата поовластена даночна стапка на ДДВ од 10% (претходно прометот со овие производи се оданочуваше со 15%): услуги за обезбедување вода од системот за водоснабдување, третман на отпадни води, угостителски услуги и сервирање пијалаци, со исклучок на алкохолни пијалаци и тутун, услуги за чување на деца, стари и изнемоштени лица, чистење домаќинства, фризерски услуги и услуги за поправка на обувки, производи од кожа и велосипеди.

пониска за 0,95 п.п., на 0,05%, додека каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ беше поставена на пониско ниво за 2,00 п.п., на 1,00%. Ваквата промена придонесе за стеснување на коридорот на каматни стапки на вкупно 0,95 п.п., од +/- 1 п.п. во преткризниот период. И покрај солидното ниво на ликвидност во банкарскиот систем, централната банка **ја зголеми фреквенцијата на одржување на аукциите на двонеделните репо-операции за креирање ликвидност (првично воведени во 2008 година) од еднаш на трипати во неделата.** Исто така, при крајот на мај беа **воведени репо-операции за креирање ликвидност со рочност од три месеци**, за кои покрај банките, со понуда може да се јават и останатите финансиски институции (осигурителни компании, пензиски фондови и друштва за управување). За овие репо-операции, коишто е предвидено да се спроведуваат до крајот на 2021 година, беше **проширена и листата на прифатливо обезбедување, на која покрај државните хартии од вредност и записите на централната банка беа додадени и хипотекарни обврзници.** На репо-аукциите за креирање ликвидност централната банка применува тендер со неограничена понуда и фиксна каматна стапка, еднаква на основната каматна стапка. Со оглед на солидната ликвидносна позиција во финансискиот систем, во анализираниот период банките се јавија со мала понуда на само три репо-аукции со рочност од две недели (во износ од 80 милиони круни, што е само 0,03% од структурниот вишок ликвидност), додека останатите финансиски институции немаа интерес. Послабиот интерес на репо-аукциите се поврзува и со користењето на вишокот ликвидни средства повлечени преку двонеделните репо-операции, чијашто просечна состојба забележа умерен пад. На овие аукции централната банка применува тендер со максимална каматна стапка, при што просечната остварена каматна стапка во анализираниот период се задржа на ниво на максималната стапка.



Покрај мерките за приспособување на ликвидноста во банкарскиот систем, централната банка ја зголеми можноста за банките за финансирање на реалната економија, преку ревизија и намалување на стапката на противцикличен заштитен слој на капиталот за 0,75 п.п., на 1,00%.

Агресивното монетарно олеснување во комбинација со острата осетливост на ризик на инвеститорите придонесоа за депрецијација на домашната валута, којашто на крајот од полугодieto имаше пониска вредност за околу 4,8% во однос на 2019 година. Централната банка не учествуваше на девизниот пазар, но вербално искажа подготвеност да интервенира во случај на големи флукуации на вредноста.

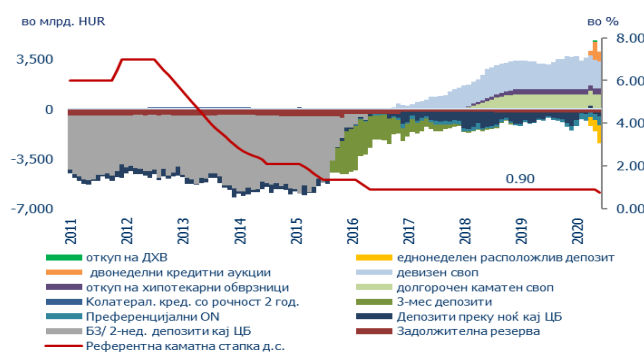
2.2. Унгарија

Централната банка на Унгарија во првите два месеци од 2020 година не направи измени во каматните стапки и поставеноста на монетарната политика, при што и натаму го целеше нивото на вишок ликвидност во банкарскиот систем, преку активно приспособување на понудата на девизни своп-транзакции за креирање ликвидност во домашна валута. Во втората половина на март, централната банка ја приспособи монетарната рамка како одговор на економската и финансиската криза предизвикана од вирусот ковид-19. Сетот монетарни мерки вклучуваше: спроведување еднонеделни девизни своп-транзакции за креирање ликвидност во форинти на дневна основа во периодот од 16 до 27 март, покрај редовно воспоставените рочности од 1, 3, 6 и 12 месеци; **проширување на листата на обезбедување** за кредитните операции со вклучување на корпоративните заеми на банките; **воведување еднонеделни кредитни аукции за обезбедување ликвидност со рочност од 1 недела, 3, 6, 12 месеци и 3 и 5 години** (кај кои преовладува побарувачката за 5 год.), со неограничен

износ и фиксна каматна стапка којашто ја одредува централната банка (на крајот на јуни беше повисока за 1,10 п.п. од референтната каматна стапка); **суспендирање на казнената каматна стапка за неисполнување на обврската за задолжителна резерва**, со што на банките им се остава простор за целосно користење на средствата; **повторно активирање на расположливите депозити со рочност од една недела**, по каматната стапка којашто ја одредува централната банка, а се движи во рамките на коридорот на каматни стапки; **воведување симетричен коридор на каматни стапки**, што придонесе за зголемување на каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ од 0,9% на 1,85%; **воведување програма за откуп на државни хартии од вредност на секундарниот пазар и повторно активирање на програмата за откуп на хипотекарни обврзници** (стопирана на крајот од 2018 година); **проширување на програмата за финансирање на раст (англ. Funding for Growth Scheme Go – FGS GO)** со дополнителни 1.000 милијарда форинти, продолжување на рокот за рефинансирање на кредитите од 10 на 20 години и зголемување на максималниот износ на кредитот достапен за малите и средните претпријатија од 1 милијарда на 20 милијарди форинти; **измени во програмата за откуп на корпоративни обврзници** (англ. Bond Funding for Growth Scheme – BGS), заради поголема финансиска поддршка на корпоративниот сектор⁴; **натамошна примена на преференцијалните депозити преку ноќ** за стерилизирање на ликвидноста креирана преку програмите за финансирање на раст и откуп на корпоративни обврзници, притоа воведувајќи скалест систем на каматни стапки⁵; воведување **можност за инвестициските фондови за користење на инструментите на централната банка**⁶. Овој сет монетарни мерки беше придружен со надолно приспособување на референтната каматна стапка, којашто во јуни беше намалена за 0,15 п.п., на ниво од 0,75%. Каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ во јуни беа задржани на нивото од -0,05% и 1,85%, соодветно.

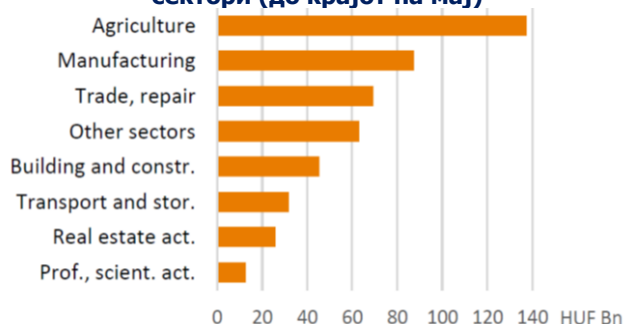
Анализата на динамиката на девизниот курс на унгарскиот форинт во првата половина на 2020 година упатува на натамошен тренд на депрецијација, којшто започна во 2019 година. Притоа, намалувањето на вредноста на форинтот во однос на еврото достигна 7% и беше најсилно од почетокот на годината во споредба со валутите на земјите од централна Европа.

Монетарни инструменти (состојби на крајот на месецот)



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

Одобрени кредити преку програмата ФСГ ГО, по сектори (до крајот на мај)



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

2.3. Полска

Централната банка на Полска беше првата централна банка од земјите во Централна Европа којашто ја приспособи монетарната поставеност како одговор на последиците предизвикани од вирусот ковид-19. Најпрво, во првата половина на март, **за првпат по 2010 година беше одржана аукција на репо-операции за креирање ликвидност** (коишто се активираат по потреба) на која беше применет тендер со неограничен износ и минимална каматна стапка од 1,5%. Во втората половина на март беше донесен првиот и најагресивен пакет мерки за олеснување на монетарните услови, а олабавувањето на

⁴ Измените вклучуваат зголемување на максималната изложеност на банката кон одредена корпоративна групација и продолжување на рочноста на корпоративните обврзници купени во рамки на програмата од 10 на 20 години.

⁵ На дневна основа се пресметува каматна стапка еднаква на референтната каматна стапка, а на крајот од месецот на просечниот износ на средствата пласирани во овој инструмент се пресметува каматна стапка од 4%. Стимулативната каматна стапка од 4% ќе се применува од 4 мај 2020 година до крајот на јуни 2021 година.

⁶ Мерките вклучуваат: можност за користење на новиот еднонеделен кредитен инструмент индиректно преку банките или директно, преку учество во програмата за финансирање на раст, вклучување во програмата за откуп на државни хартии од вредност на секундарен пазар.

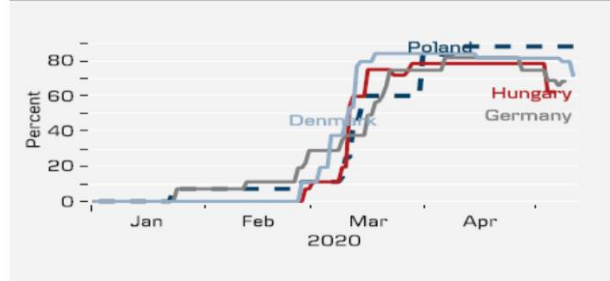
монетарната политика продолжи до крајот на мај. Така, во анализираниот период, централната банка **во три наврати ја намали основната каматна стапка** којашто се применува на аукциите на благајнички записи со рочност од една недела за 1,4 п.п., сведувајќи ја **на историски најниско ниво од 0,1%**. Оваа промена се одрази на каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ, коишто на крајот на јуни изнесуваа 0,0% и 0,5%, соодветно. Задржувањето на долната граница на коридорот на каматни стапки на 0% придонесе за негово стеснување на 0,5 п.п., од +/-1 п.п. во преткризниот период⁷. За зголемување на ликвидноста во банкарскиот систем беше **намалена и стапката на задолжителна резерва** (којашто се применува на сите обврски), **од 3,5% на 0,5%**, а за надомест за задолжителна резерва и натаму се применуваше основната каматна стапка. Покрај тоа, беа **воведени и две нестандартни мерки**: 1) програма за **откуп на краткорочни и долгорочни државни хартии од вредност на секундарниот пазар**⁸, заради долгорочно структурно регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем, зголемување на ликвидноста на секундарниот пазар на државни хартии од вредности и зајакнување на трансмисиониот механизам на каматни стапки; 2) повторно **активирање на нестандартниот инструмент за целно кредитирање – дисконтен кредит** (за првпат воведен во 2010 година), којшто им овозможува на банките да позајмат средства од централната банка по поволни услови (дисконтната стапка на одобрените кредити на крајот на јуни изнесуваше 0,12%) и да ги искористат за рефинансирање на кредитите одобрени на претпријатијата. Централната банка направи ревизија и ја намали стапката на контрацикличен заштитен слој на капиталот од 3% на 0%. Ослободената ликвидност преку мерките на централната банка, заедно со засиленото буџетско трошење заради справување со последиците од здравствената криза (коешто е најголемо во Европа и покрај со средства од фондовите на ЕУ, во голем дел е финансирано и на домашниот пазар на ДХВ, за што голем придонес има програмата за квантитативно олеснување) придонесоа за висок раст на вишокот ликвидност во банкарскиот систем, повлечен преку благајничките записи.

Индекс на мерки за затворање на економијата



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

Индекс на мерки за затворање на економијата



Извор: <https://danskebank.com/>

Солидниот одбранбен механизам на полската економија, којшто позитивно се одрази и на интересот на странските инвеститори (што е видливо и преку зголемените приливи од странски директни инвестиции), придонесе за задржување на полската злота на стабилно ниво во однос на водечките валути и валутите од земјите од централна Европа.

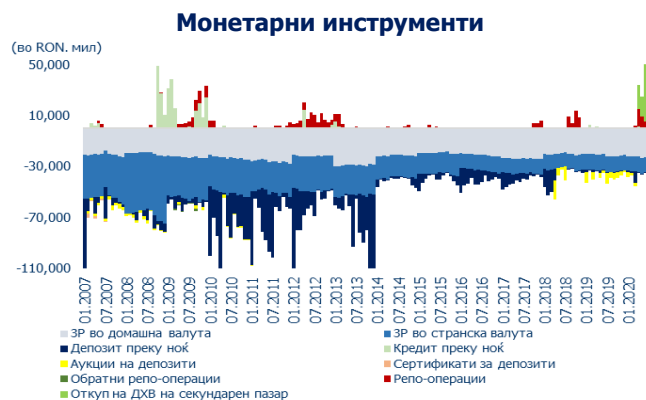
2.4. Романија

Во првите два месеца од годината централната банка на Романија ја задржа основната каматна стапка којашто се применува на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност на непроменето ниво и продолжи со повлекувањето ликвидност од банкарскиот систем преку аукциите на депозити. Во овој период, во услови на солидно ниво на девизни резерви и за намалување на валутниот ризик (којшто се зголеми заради раст на кредитирањето во странска валута) и усогласување со практиката на ЕЦБ, ја намали стапката на задолжителна резерва за обврските во странска валута над 2 год. за 2 п.п., на 6,00%, притоа задржувајќи ја стапката на задолжителна резерва за обврските во домашна валута за истата рочност на нивото од 8,00%. Веќе во втората половина на март, по првите негативни сигнали од ширењето на вирусната инфекција започна да спроведува експанзивна монетарната политика. Со оглед на намалувањето на ликвидноста во банкарскиот систем под влијание на интервенциите за продажба на девизи и високиот раст на готовите пари во оптек, централната банка **креира ликвидни средства**

⁷ Коридорот на каматни стапки по првото намалување на основната каматна стапка беше определен на +/- 0,5 п.п. во однос на основната каматна стапка.

⁸ Согласно со пазарните очекувања, откупот на државни хартии којшто тековно изнесува околу 4% од БДП, до крајот на 2020 година би можел да достигне 8-10% од БДП. Извор: <https://think.ing.com/snaps/poland-rates-on-hold-qe-in-focus/>

во домашна валута преку репо-операциите, на којшто применува тендер со неограничен износ и фиксна каматна стапка. **Основната каматна стапка во март и во јуни беше намалена за вкупно 0,75 п.п., на ниво од 1,75%.** Оваа промена, заедно со **стеснувањето на коридорот на каматните стапки** од +/- 1 п.п., на +/- 0,5 п.п., соодветно се одрази на каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ. Пониското ниво на ликвидни средства на банките придонесе и за отсуство на интерес на еднонеделните аукции на депозити, чијашто каматна стапка беше задржана на нивото од 2,50%. Покрај примената на редовниот монетарен инструментариум, за поддршка на реалната економија и јавниот сектор, централната банка започна со **откуп на државни хартии од вредност во домашна валута на секундарен пазар**, како нестандартна мерка на монетарната политика.



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



Позитивните ефекти од програмата за квантитативно олеснување беа видливи преку зголемувањето на побарувачката на примарниот пазар на ДХВ, што соодветно се одрази на каматните стапки по кои се издаваа хартиите од вредност⁹, а зголемувањето на ликвидноста во банкарскиот систем предизвика надолна динамика на меѓубанкарските каматни стапки¹⁰.

За зачувување на вредноста на домашната валута, којашто во првото полугодие депрецира за околу 1,3%, централната банка беше присутна на девизниот пазар со продажба на девизи. Со оглед на намалената девизна ликвидност, централната банка на Романија за првпат склучи договор со ЕЦБ за обезбедување ликвидност во евра преку репо-линија (како дел од програмата на ЕЦБ за ликвидносна поддршка во евра на земјите коишто не се членки на еврозоната) во износ од 4,5 милијарди евра, коишто ќе бидат достапни до крајот на 2020 година.

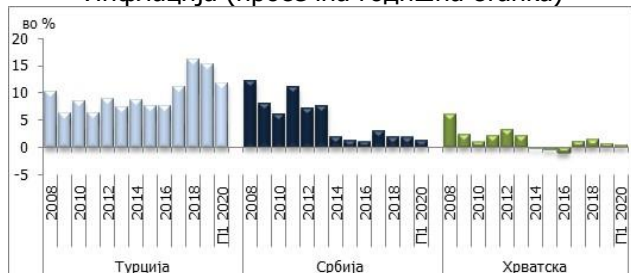
⁹ Каматните стапки на издадените државни записи и обврзници на крајот на јуни беа пониски во просек за по 1,1 п.п. и 1,3 п.п., во споредба со втората половина на март.

¹⁰ По нагорната динамика и изразената флукуација во втората половина на март, 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 0,6 п.п.

3. Земји од Југоисточна Европа

Основни економски податоци

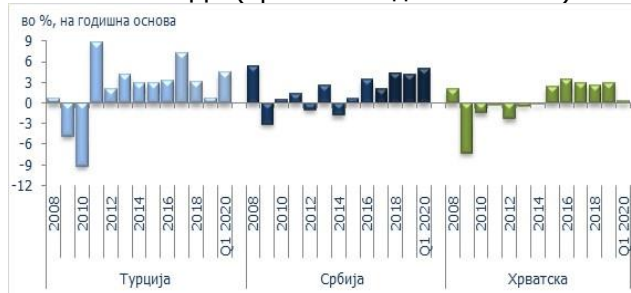
Инфлација (просечна годишна стапка)



Основни каматни стапки



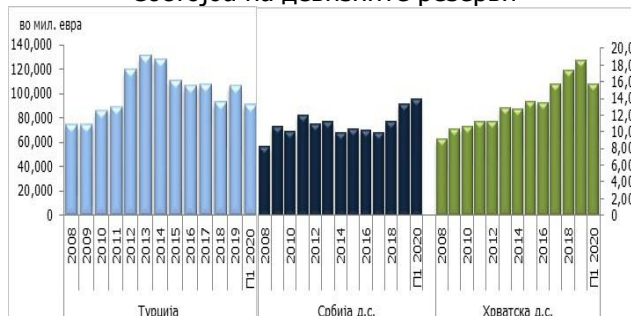
Раст на БДП (просечна годишна стапка)



Берзански индекси



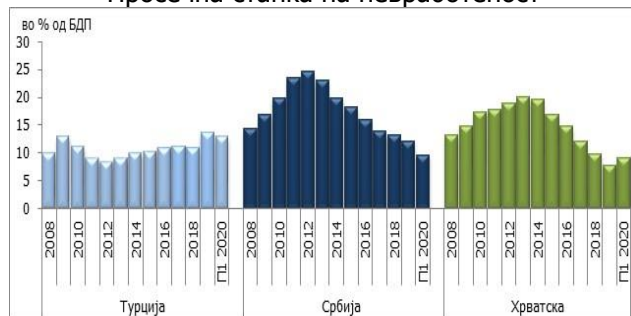
Состојба на девизните резерви



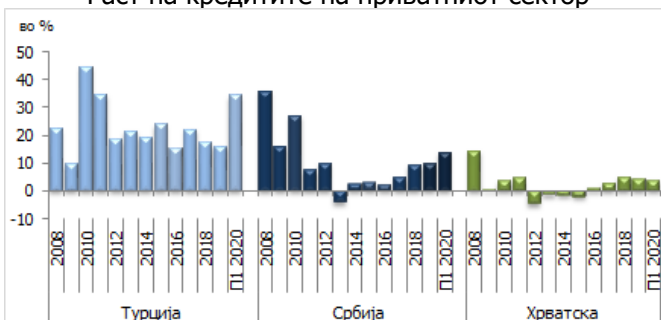
Номинален девизен курс во однос на еврото



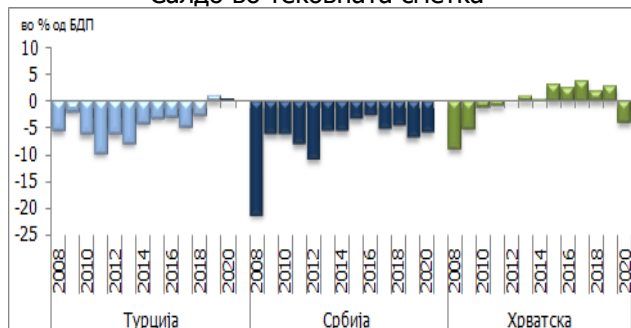
Просечна стапка на невработеност



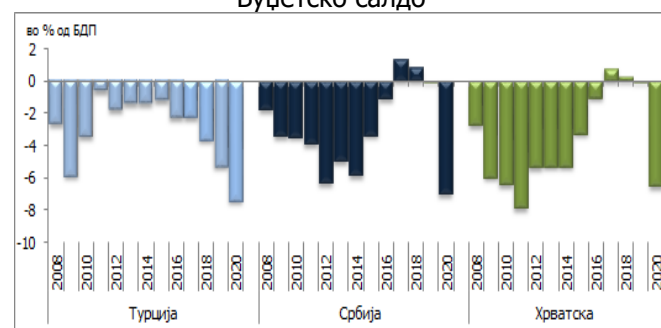
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



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

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

Макроекономско окружување во земјите од Југоисточна Европа

По избувнувањето на пандемијата на корона-вирусот и воведувањето на мерките за заштитна на населението, негативните економски ефекти од кризата се почувствуваа и во **Србија и Хрватска**. Неповолните последици за економскиот раст најмногу се одразија во март и април, а со постепеното олабавување на мерките, во мај се забележуваат првите сигнали за економско закрепнување кај двете земји. Притоа, и кај овие две земји од регионот, слабата домашна потрошувачка (при пад на вработеноста, особено во секторите за угостителство и туризам, транспорт и малопродажба) предизвика надолна динамика на инфлацијата.

По солидниот раст на активноста во првиот квартал од годината (4,5% на годишна основа), се очекува дека **турската економија** во 2020 година ќе влезе во рецесија за првпат во последните 10 години. Влошувањето на економските остварувања се резултат на домашните и странските мерки за ограничување на движењата, коишто силно го погодија туризмот во земјата, којшто придонесува со околу 12% во растот на БДП. Дополнителен придонес има и падот на индустриското производство, зголемувањето на невработеноста и нискиот извоз, што дополнително ја ослабна надворешната позиција на економијата. Иако се очекува дека фискалниот и монетарниот стимул ќе ги ублажат негативните ефекти од здравствената криза, за 2020 година се очекува дека турската економија ќе забележи пад на активноста од 3,9% на годишна основа.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

3.1. Србија

И централната банка на Србија во првата половина на 2020 година спроведе мерки за ублажување на негативните ефекти од здравствената криза предизвикана од вирусот ковид-19. Така, во три наврати **ја намали основната каматна стапка** (на еднонеделните репо-операции за повлекување ликвидност) за вкупно за 1,00 п.п., на ниво од 1,25%. Воедно, во март го стесни коридорот на каматни стапки од +/- 1,25 п.п. на +/- 1 п.п. Соодветно на оваа промена, каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ на крајот од јуни изнесуваа 0,25% и 2,25%, соодветно. За зголемување на ликвидноста во финансискиот сектор, централната банка во март **ги активира аукциите на девизни своп-операции** со рочност од две недели и три месеци (за првпат по 2017 година) по фиксна каматна стапка, којашто беше намалена во два наврати, така што на крајот на полугодieto изнесуваше 0,35% за обезбедување динарска ликвидност (каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ + 0,1 п.п.) и 0% за обезбедување ликвидност во евра. Исто така, заради пофлексибилно управување со ликвидноста, како и за зголемување на девизната ликвидност во земјата, централната банка овозможи **износот на своп продадени девизи да го надминува остварениот износ на своп купени девизи, наспроти дотогашниот принцип за еднаков износ на своп продадени и своп купени девизи на секоја аукција**. Покрај тоа, централната банка **организира и седумдневни репо-аукции за откуп на државни хартии од вредност**, по каматна стапка еднаква на каматна стапка на расположливите депозити преку ноќ, на тој начин обезбедувајќи дополнителна ликвидност за поддршка на реалната економија. Сепак, со оглед на солидната ликвидносна позиција во банкарскиот систем, овие операции на крајот на јуни учествуваа со околу 15% во вкупната состојба на монетарните инструменти. Централната банка ја прошири и листата на обезбедување за кредитни операции, вклучувајќи ги и корпоративните обврзници.

Монетарни инструменти



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

Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс на динарот



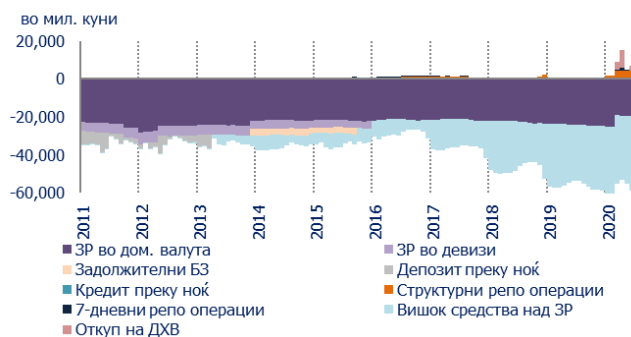
Извор: Централна банка на Србија (www.nbs.rs)

За зачувување на вредноста на домашната валута, централната банка во анализираниот период постојано интервенира со продажба на девизи и на спот-сегментот во вкупен износ од 1.030 милиони евра. Во такви околности, на крајот на јуни српскиот динар имаше умерено повисока вредност, 0,12% во споредба со крајот на 2019 година.

3.2. Хрватска

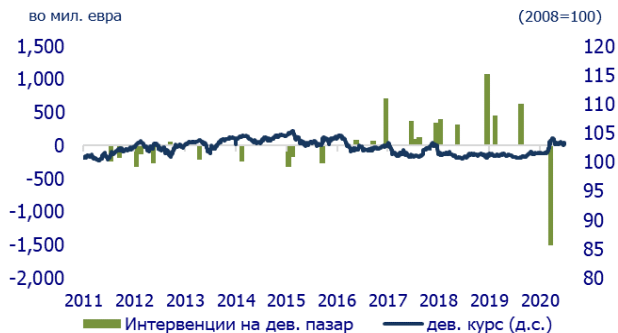
Како резултат на влошените економски и финансиски услови предизвикани од пандемијата на вирусот ковид-19, централната банка на Хрватска презеде низа мерки коишто главно беа насочени кон зголемување на ликвидноста во финансискиот систем. Така, централната банка во март **ја намали стапката на задолжителна резерва од 12% на 9%**, со што ослободи ликвидност во висина од 6,34 милијарди куни. Централната банка **ги спроведуваше редовните репо-операции за креирање ликвидност**, по фиксна каматна стапка намалена од 0,3% на 0,05%, на коишто банките се јавија со побарувачка за првпат по март 2017 година. Интересот на банките за овој инструмент беше највисок во април, по што постепено се намалуваше на наредните аукции. За долгорочно регулирање на ликвидноста во банкарскиот систем, централната банка за првпат по декември 2018 година **спроведуваше и структурни репо-операции за креирање ликвидност со рочност од 5 години**, по каматна стапка од 0,25% (1,20% на последната аукција во декември). За зачувување на стабилноста на државните обврзници, централната банка од почетокот на март започна со нивен откуп, а овозможи во операциите да учествуваат и пензиските фондови, друштвата за управување со инвестициски фондови и осигурителните компании. До крајот на полугодieto, централната банка преку откупот на државните хартии од вредност инјектира во економијата вкупно 20,3 милијарди куни, што е 5,3% од вкупниот вишок на ликвидност. За да го спречи значителното слабеење на куната во март, централната банка силно интервенира на девизниот пазар со продажба на 2,2 милијарди евра. За зголемување на девизната ликвидност, во април централната банка на Хрватска склучи договор за своп-линија со ЕЦБ за обезбедување девизна ликвидност во износ од 2 милијарди евра, којашто ќе биде достапна до крајот на 2020 година или подоцна, доколку има потреба.

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)

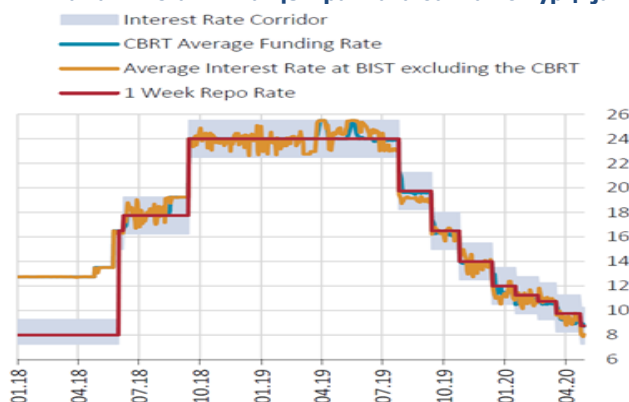
3.3. Турција

Со оглед на надолната динамика на инфлацијата којашто започна во 2019 година, централната банка на Турција и на почетокот од 2020 година продолжи со циклусот на намалување на каматните стапки. Изразените економски и финансиски ризици коишто произлегоа од здравствената криза беа дополнителен мотив за продолжување на овој тренд, така што **основната каматна стапка** (на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност) **на крајот од јуни беше сведена на 8,75%** (12% на крај на 2019 година). Истовремено, централната банка воведе повеќе **мерки за зголемување на ликвидноста во домашна валута**: 1) покрај еднонеделните, спроведуваше и **репо-операции со рочност од 3 месеци**, по каматна стапка еднаква на каматната стапка на расположливиот депозит преку ноќ (пониска за 2 п.п. од основната каматна стапка); 2) го зголеми износот на ликвидност во

домашна валута којшто се обезбедува преку **редовните своп-трансакции со американски долари**, ја зголеми рочноста на овие операции до 6 месеци, истовремено овозможувајќи своп-трансакции со евра и злато; 3) го зголеми максималниот лимит за учество на операциите на отворен пазар од 5% на 10% во вкупната билансна актива на банките; 4) го прошири ликвидните лимити на **кредитот преку ноќ за примарни дилери**¹¹ (на овој инструмент се применува каматна стапка којашто е пониска за 1 п.п. од основната каматна стапка); 5) ја прошири листата на прифатливо обезбедување со хипотекарните обврзници; 6) започна да применува **програма за дефинитивен откуп на државни хартии од вредност**, во износ не повисок од 10% од вкупните средства на централната банка. За поддршка на надворешнотрговскиот сектор и заради зголемување на девизните резерви, централната банка го зголеми износот на **редисконтните кредити** наменети за извозните компании, коишто ги одобрува во домашна валута, а средствата се враќаат во странска валута. На крајот, но не помалку значајно е тоа што оваа централна банка продолжи со активно користење и на **задолжителната резерва**. Имено, стапката на задолжителна резерва во странска валута беше намалена за 5 п.п., за оние банки коишто ги исполнуваат условите за пониска стапка на задолжителна резерва во домашна валута¹². Во анализираниот период, зголемените потреби за ликвидност во домашна валута беа главно надоместени преку еднонеделните репо-операции, а интересот за репо-операциите со рочност од 3 месеци беше послаб.

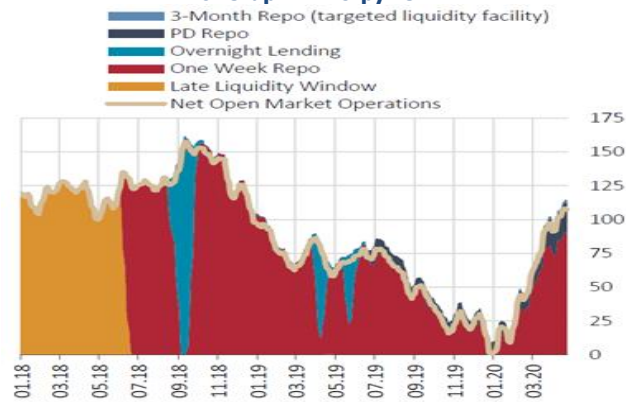
И покрај масивните интервенции на централната банка за продажба на околу 65 милијарди САД-долари во првата половина од годината, преносниот ефект од сè уште високата инфлација, ниското ниво на девизни резерви (коишто се намалени за повеќе од една третина во првата половина од годината), заедно со неизвесноста на финансиските пазари и зголемената побарувачка за резервни валути, придонесоа за остра депрецијација на турската лира, којашто од почетокот на годината има пониска вредност за 15,4%.

Каматни стапки на Централната банка во Турција



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

Монетарни инструменти



¹¹ Износот на средства коишто примарните дилери можат да го добијат од централната банка е поврзан со износот на купени државни хартии од вредност на примарен пазар и има ограничен удел во вкупното финансирање од централната банка. Како антикризна мерка, централната банка го зголеми учеството на овие кредити во вкупното финансирање.

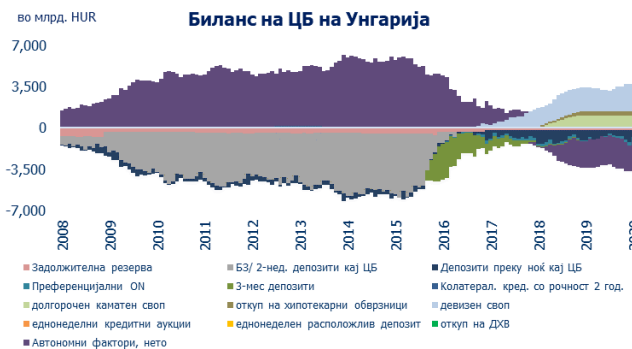
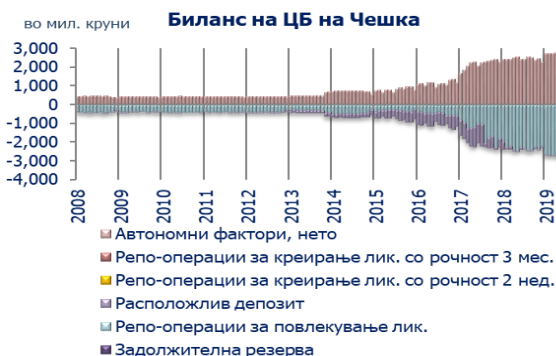
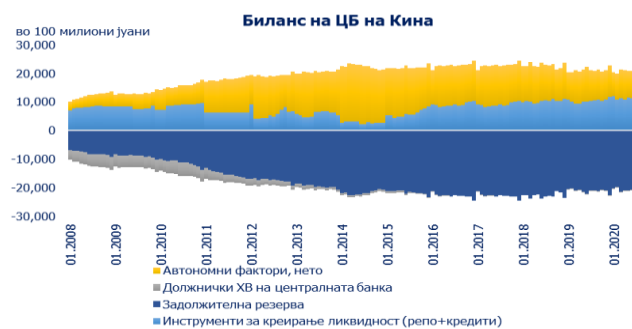
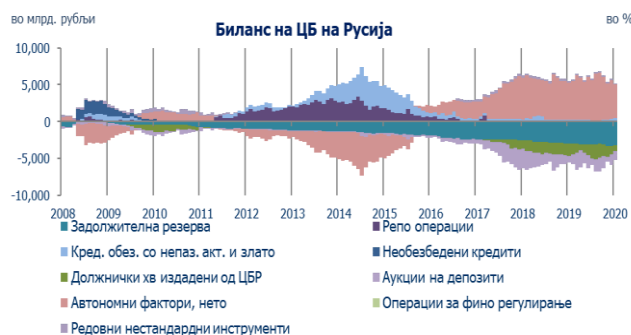
¹² Во втората половина на 2019 година, централната банка ги поврза стапките на задолжителна резерва во домашна валута и надоместот на задолжителната резерва којашто се исполнува во домашна валута со индивидуалниот годишен раст на потрошувачките кредити, долгорочните корпоративни и хипотекарни кредити во домашна валута.

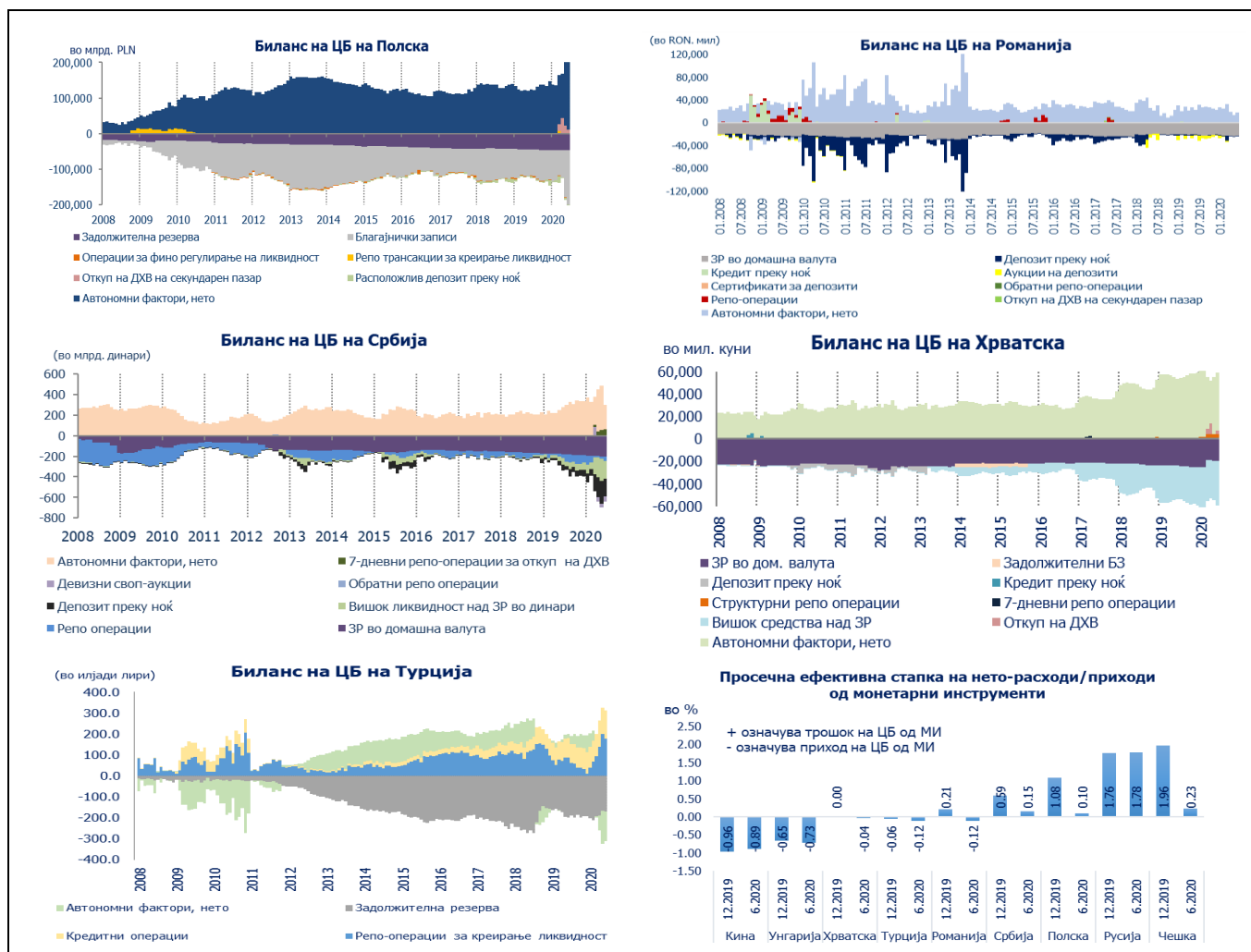
Прилог 1: Осврт на билансите на состојба на централните банки

Заедничка карактеристика за речиси сите анализирани земји (со исклучок на Унгарија) е што банкарскиот систем се наоѓа во позиција на ликвидносен вишок, така што централните банки користат инструменти за повлекување ликвидност. Со оглед на вишокот ликвидност, приспособувањето на монетарните рамки како одговор на економските и финансиските последици со коишто се соочуваа економиите во првата половина на годината придонесе за поумерено проширување на билансите на централните банки, во споредба со периодот на глобалната економска и финансиска криза во 2008 година, кога во некои земји, како Русија, Полска, Романија и Турција има засилено користење на инструментите за креирање ликвидност, што соодветно се одразува на билансот на централната банка.

Во Русија, Кина, Романија, Србија, Хрватска и Турција преовладува задолжителната резерва во монетарниот инструментариум, додека на страната на активата покрај редовните репо и кредитни операции за креирање ликвидност, од март наваму се среќаваат и нестандартни инструменти за дотурање ликвидност во домашна валута. Во Чешка најголемиот дел од структурниот вишок на ликвидност се повлекува преку репо-операциите, коишто се и основен монетарен инструмент, додека во Полска преовладуваат благајничките записи издадена од централната банка на репо-основа. Притоа, падот на ликвидните средства како последица на здравствената криза, во Чешка беше неутрализиран преку намалување на интересот на банките на репо-аукциите, што соодветно се одрази на состојбата на основниот инструмент. Во Полска, покрај програмата за откуп на ДХВ на секундарниот пазар, банките се јавија со побарувачка и на репо-аукциите за креирање ликвидност, а кон крајот на првата половина на годината значителен раст бележи повлечената ликвидност преку благајничките записи, заради високата буџетска потрошувачка. Исклучок од оваа група земји е Унгарија, каде што во услови на ликвидносен недостиг, централната банка користи инструменти за креирање ликвидност. Во такви околности, во првата половина од годината, во билансот на оваа централна банка се забележува пораст на учеството на редовните девизни свопови за креирање ликвидност во домашна валута и долгорочните каматни свопови, а соодветно учество заземаат и кредитните операции, како нестандартна мерка воведена за зголемување на ликвидносната поддршка на банкарскиот систем.

Структурата на монетарните инструменти и нивното учество во билансот на централната банка придонесува за остварување нето-приходи или нето-трошоци од спроведувањето на монетарната политика. Така, централните банки каде што операциите на отворениот пазар за повлекување ликвидност се повеќе застапени во структурата на монетарните инструменти и во билансот, имаат трошок од монетарните инструменти. Пет од вкупно девет земји кај коишто преовладува задолжителната резерва во сетот инструменти имаат ефективен нето-приход од примената на монетарните инструменти. Исклучок е Србија, којашто плаќа релативно висок надомест на задолжителната резерва во домашна валута (од 0,75% во декември 2019 година е намален на 0,25% на крајот од јуни 2020 година) и има обврски врз основа на камата врз основа на ликвидност повлечена преку репо-операции и расположливи депозити преку ноќ. Притоа, олабавувањето на монетарните услови од почетокот на годината, изразено преку значително намалување на каматните стапки и истовремено зголемено користење на инструментите за креирање ликвидност, соодветно се одрази со умерен раст на каматните приходи, односно намалување на каматните расходи кај централните банки коишто повлекуваат ликвидност преку операциите на отворениот пазар.





Прилог 2. Динамика на промена на готовите пари во оптек во избрани земји

Високиот раст на готовите пари во оптек како последица на здравствената криза не е карактеристика само за нашата економија. Имено, и покрај апелите на бројни централни банки за промена на навиките на населението за плаќање и видливото зголемување на безготовинските трансакции на годишна основа, податоците за развиените економии и земјите од Централна и Југоисточна Европа упатуваат на значителен раст и на готовината во оптек. Во оваа анализа беа разгледани трендовите кај готовите пари во оптек кај земјите од Централна и Југоисточна Европа: Чешка, Полска, Србија, Хрватска, Албанија, Унгарија, Турција, брзорастечките економии (Кина и Русија), но и кај развиените економии (САД, еврозона, Австралија, Шведска).

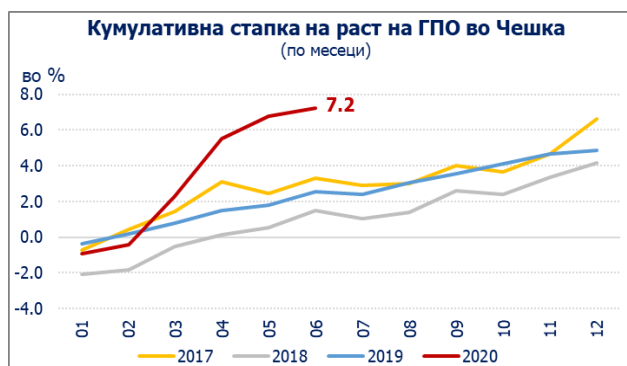
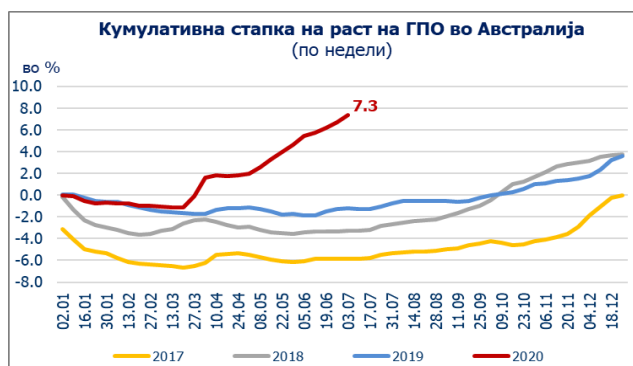
Во анализата се користени збирни стапки на раст на готовите пари во оптек од почетокот на годината, за утврдување заеднички споредлив показател за промената на динамиката на раст на побарувачката за домашна валута по одделни земји¹³. Резултатите од компаративната анализа покажуваат дека највисока збирна стапка на раст имаат готовите пари во Турција, којашто во април изнесува околу 63% и дополнително се засилува достигнувајќи 75% во јуни, по што следи Полска, којашто во јуни достигнува 24,4% (наспроти просекот од околу 2,3% во истиот анализиран период во изминатите три години), Србија, со збирна стапка на раст на готовината во српски динари од 18,7% во јуни, Русија со 17% во јуни, Република Северна Македонија со 11,4% во јуни, САД и Австралија со 9,3% и 7,3% на почетокот од јули. Релативно висок збиен раст во споредба со просекот за истиот период од 2017 година наваму се забележува и во Чешка (7,2%), Албанија (6,3%) и еврозона (5,4%). **Карактеристично за сите овие земји е што високиот раст започнува во март (што соодветствува со периодот на силно проширување на вирусот на глобално ниво), а овој тренд продолжува и во април, мај и јуни.**

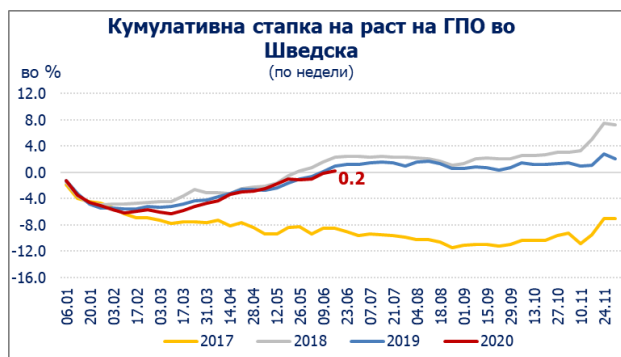
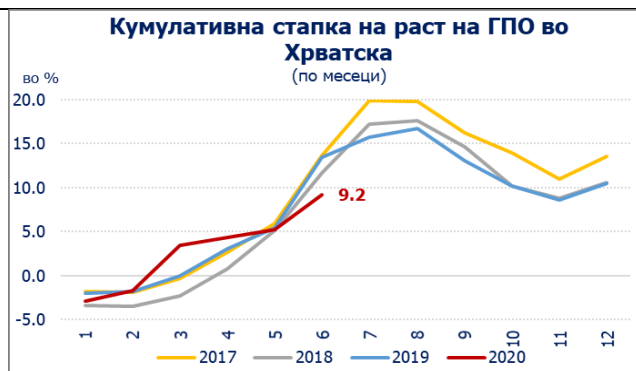
Од друга страна, поумерена склоност за ефективни средства во домашна валута се забележува во Унгарија, Хрватска и Кина. Имено, во Унгарија и покрај посилниот пораст во март (од -0,7% на 2,7%), нивото на форинти во оптек постепено се стабилизира, така што во јуни збирната стапка на раст (5,6%) е само умерено повисока од просекот за

¹³ 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.

истиот период изминатите три години (3,4%). Слична динамика имаат и издадените куни во Хрватска, коишто по релативно високиот раст во март (од -1,7% на 3,5%), во април, мај и јуни се стабилизираат, со што збирната стапка на раст во јуни изнесува 9,2% и е пониска од просекот за изминатите три години (12,9%). Во Кина, готовината во домашна валута на крајот на јуни има повисоко ниво за 3,5%, што е спротивно од промената во истиот период изминатите три години, кога во првата половина на годината имало тренд на стабилизирање на нивото на готовите пари во оптек (во просек пад од околу 1%).

Исклучок од анализираните земји 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 не се забележуваат промени во динамиката на готовите пари во оптек. Имено, збирно од почетокот на годината, готовите пари во оптек бележат раст од околу 0,2%, што е на ниво на просечната промена за истиот период изминатите три години.





Извор: веб-страници на централни банки / „Блумберг“