

## Народна банка на Република Македонија



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

(втора половина на 2017 година)

*Дирекција за операции на финансиските пазари*

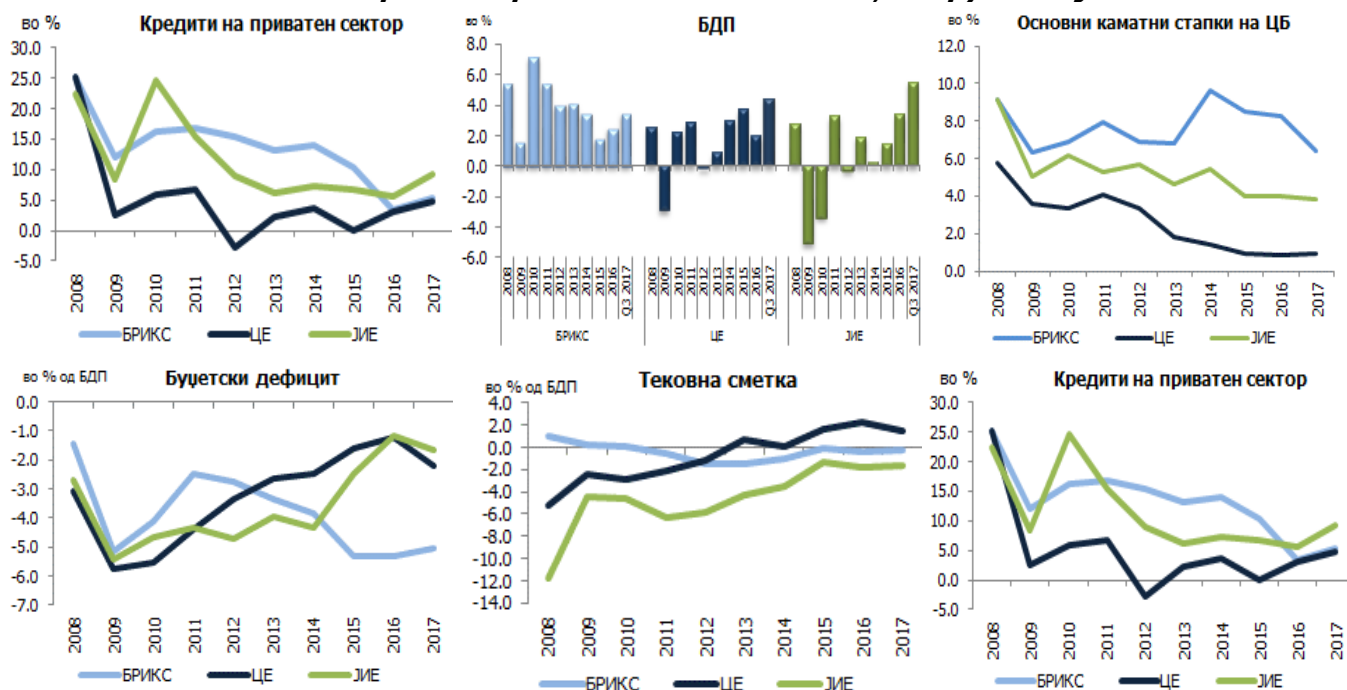
**февруари 2018 година**

## Вовед

Во втората половина на 2017 година, слабите инфлациски притисоци отворија простор за олабавување на монетарните услови во сите **земји од БРИКС**, што главно се спроведуваше преку намалување на основните каматни стапки. Помеѓу земјите од оваа група, како специфичен се издвојува случајот на Русија, каде што поради промената на ликвидносната позиција на банките, централната банка започна да издава 3-месечни обврзници и најави постепено повлекување на нестандартните мерки за стимулирање на кредитниот раст. Воедно, централната банка на Кина преку измените кај задолжителната резерва укажа на промена на монетарната рамка, којашто ќе се спроведува преку примена на коридор на каматни стапки.

Од друга страна, нагорниот тренд на цените на нафтата на меѓународните пазари којшто се засили во втората половина на 2017 година, придонесе за раст на инфлацијата кај земјите од **Централна и Југоисточна Европа**. Кај земјите од **Централна Европа** продолжи патеката на солиден раст, којшто и во анализираниот период беше поддржан од силната лична и инвестициска потрошувачка. Централните банки на оваа група земји главно спроведуваа експанзивна монетарна политика, а исклучок беше Централната банка на Чешка којашто беше прва централна банка во ЕУ којашто започна со затегнување на монетарните услови преку пораст на каматните стапки. Поставеноста на **монетарните инструменти кај централните банки на земјите од Југоисточна Европа** во втората половина на 2017 година беше во согласност со економскиот амбиент во одделните земји. Така, централната банка на Турција, со оглед на високата депрецијација на лирата и растот на веќе високата инфлација, активира бројни инструменти за зголемување на девизната ликвидност на банките. Централната банка на Србија ги намали каматните стапки, заради обезбедување поддршка на економската активност, додека централната банка на Хрватска изврши промена во листата на обезбедување за монетарните операции и повторно ги нудеше структурните репо-операции за креирање ликвидност (коишто имаа подолга рочност, но пониска каматна стапка во однос на последните структурни операции, спроведени на крајот на 2016 година).

### Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

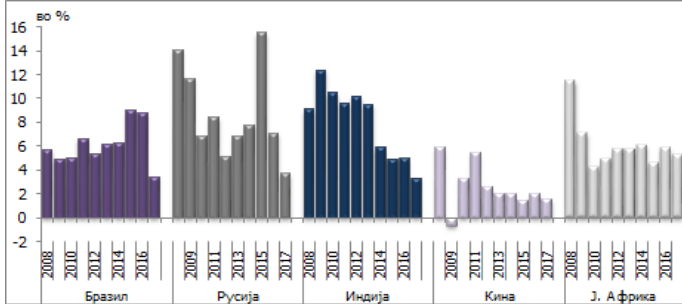


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централни банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИКС:** Бразил, Русија, Индија, Кина и Ј. Африка; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција

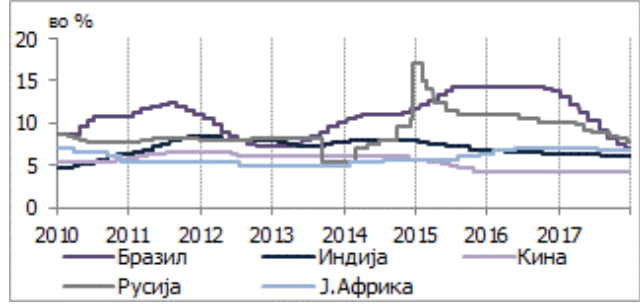
# 1. БРИКС

## Основни економски податоци

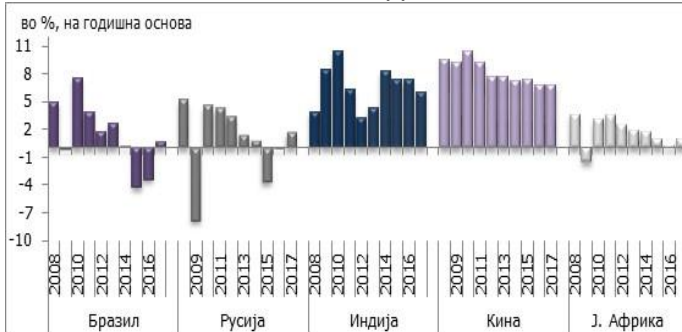
Инфлација



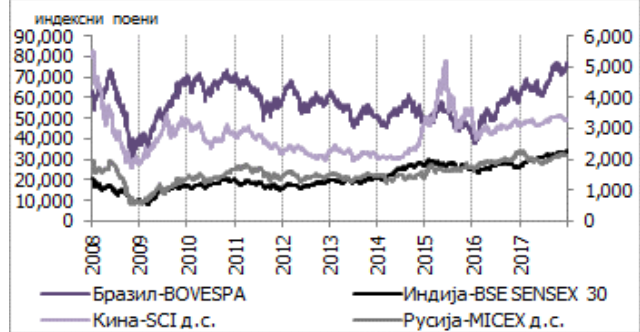
Основни каматни стапки на ЦБ



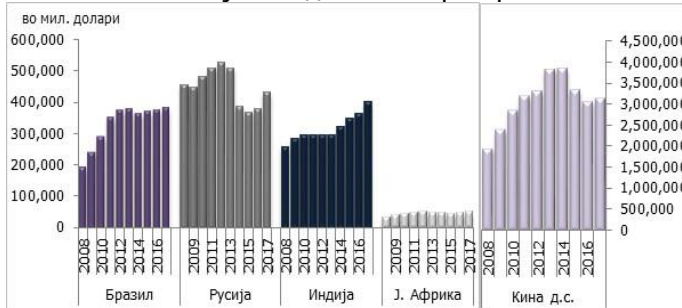
Раст на БДП



Берзански индекси



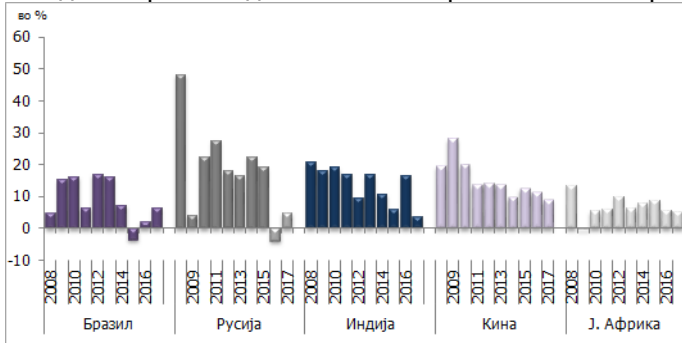
Состојба на девизните резерви



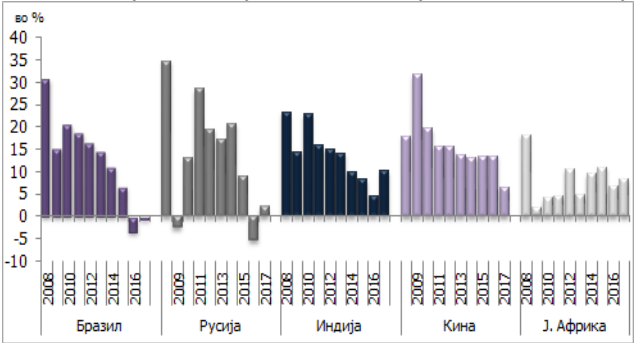
Номинални девизни курсеви



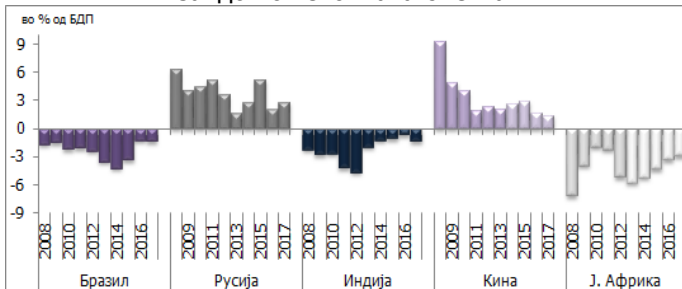
Годишен раст на депозитите на приватниот сектор



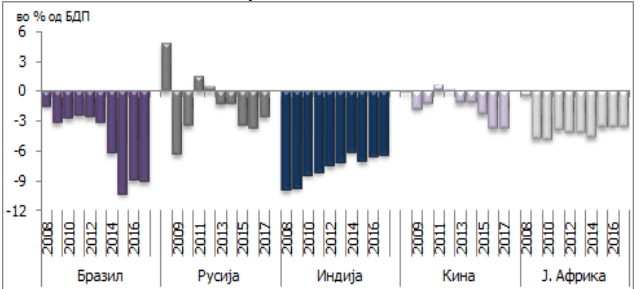
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\*Извор: база на податоци на ММФ. (2017-проекции за цела година)

\*Извор: база на податоци на ММФ.

## 1.1. Бразил – експанзивна монетарна политика при ниска инфлација и економско закрепнување

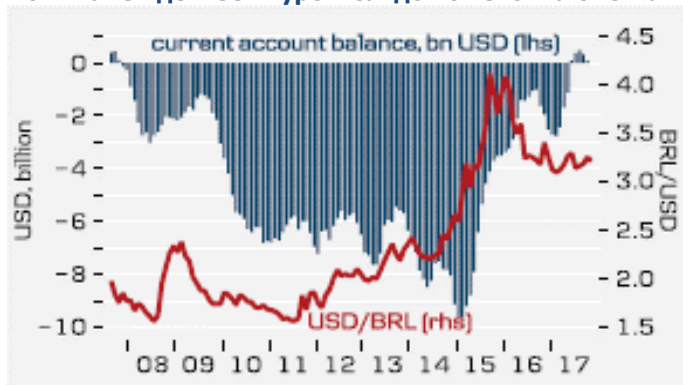
### Макроекономско окружување

Ревитализацијата на **бразилската економија**, којашто започна во првата половина од 2017 година, продолжи и во второто полугодие, за што сведочи највисокиот раст на БДП од 2014 година наваму, од околу 1,5%<sup>1</sup>. И покрај сè уште присутната политичка неизвесност во земјата, подобрите движења во оваа економија главно се поврзуваат со поволното глобално окружување и подобрените односи на размена на Бразил, коишто придонесоа за зголемени инвестиции<sup>2</sup>, висок раст на извозот и историски најниско ниво на дефицитот во **тековната сметка**, од околу 0,3% од БДП. Личната потрошувачка исто така забрза, за што придонесе можноста за предвремено повлекување средства од посебниот социјален фонд<sup>3</sup>, умерениот пад на невработеноста (на 12% во ноември) и растот на реалните плати. Зголемената приватна потрошувачка, како и ниските каматни стапки беа поволен предуслов за раст на побарувачката за **кредити**, чијашто годишна стапка на промена, иако беше во негативната зона (околу -1%), имаше нагорен тренд. Еднократните ефекти од зголемувањето на акцизите за нафтени деривати и алкохол се одразија со намалување на примарниот **буџетски дефицит** на 1,7% од БДП (2,6% во 2016 година), коешто е пониско и во однос на таргетот (2,5%) за 2017 година. Воедно, **инфлацијата** во втората половина на годината беше надвор од таргетираната зона (4,5% +/- 1,5 п.п.) и во август имаше најниско ниво (2,5%) од 1999 година наваму, а до крајот на годината како реакција на зголемените акцизи ја промени патеката и ја достигна долната граница од таргетот, 3%.

### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

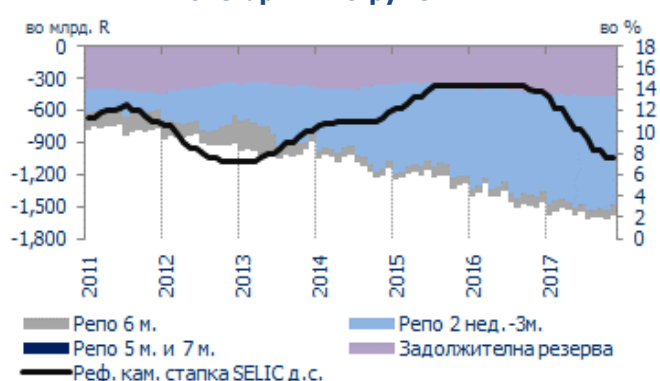
Одржувањето на инфлацијата под таргетираната зона отвори простор за натамошно олабавување на монетарните услови во Бразил и за стимулирање на економската активност. Оттука, централната банка на Бразил и во втората половина од 2017 година продолжи со намалувањето на таргетираната каматна стапка СЕЛИЦ (за вкупно 3,25 п.п.), сведувајќи ја на историско најниско ниво од 7%<sup>4</sup>. Во анализираниот период, централната банка го стерилизира вишокот ликвидност од банкарскиот систем преку репо-операциите главно со рочност од 2 недели до 3 месеци. На крајот на 2017 година, централната банка ја намали стапката на задолжителна резерва што се применува на орочените депозити<sup>5</sup> од 36% на 34%. Централната банка ја донесе оваа измена за да влијае стимулативно врз долгорочните депозити на банките, коишто во последниот период при сè уште негативни стапки на кредитирање и раст на депозитите по видување, се соочуваат во релативно високо ниво на краткорочна ликвидност. Неизвесноста на финансиските пазари во САД поврзана со спроведувањето на даночните реформи и политичката нестабилност во ЕУ (поврзана со Шпанија), придонесоа инвеститорите да го пренасочат својот капитал повторно кон пазарите во развој, што во комбинација со релативно високите каматни стапки и растот на инвестициската доверба во Бразил овозможија раст на портфолио инвестициите. Во такви околности, како и со оглед на подобрените извозни остварувања, бразилската валута бележеше умерен тренд на апрецијација.

#### Номинален девизен курс и салдо во тековна сметка



Извор: <http://danskeresearch.danskebank.com>

#### Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Бразил ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br))

<sup>1</sup> Со тоа, првичните оценки на БДП за 2017 година упатуваат на раст (0,7%), за првпат во последните три години.

<sup>2</sup> По збирниот пад од околу 30% од втората половина на 2013 година наваму, во втората половина на 2017 година инвестициите во фиксен капитал се зголемија.

<sup>3</sup> Во 2017 година беше донесена законска можност вработените лица да имаат право на дел од профитот на Фондот, а лицата кои се пензионирале или им завршиле договорите за привремено вработување до 31.12.2015 год. да може да ги повлечат средствата од сопствената сметка во Фондот за социјално осигурување (претходно, средствата беа достапни по изминување на три години од прекиниот на работниот однос).

<sup>4</sup> Со тоа, во 2017 година референтната каматна стапка беше намалена за вкупно 6,75 п.п.

<sup>5</sup> Делот од задолжителната резерва што банките го издвојуваат кај централната банка врз основа на орочени депозити учествува со околу 50% во вкупната задолжителна резерва.

## 1.2. Русија – ниска инфлација, стабилен раст и активирање инструменти за повлекување ликвидност

### Макроекономско окружување

Растот на светските цени на нафтата, заедно со зголемените приливи на портфолио-инвестициите стимулирани од подобрените изгледи за руската економија, придонесоа за апрецијација на рубљата во втората половина на годината и пад на **инфлацијата** на историски најниското ниво од 2,5% (под таргетот 4%). Ваквите движења овозможија олабавување на монетарните услови, заради поддршка на **економската активност**, којашто непосредно по двегодишната рецесија, во втората половина на 2017 година и натаму стабилно расте (1,8%) во рамки на среднорочниот потенцијал (1,5%-2,0%). Растот на БДП произлезе од приватната потрошувачка, со оглед ниската невработеност (5,3% во 2017 година) и растот на реалните плати што произлезе од падот на инфлацијата. Закрепнувањето на домашната побарувачка придонесе за значителен раст на увозот, чијшто ефект во целост беше надминат со повисоките цени на нафтата, овозможувајќи проширување на суфицитот во **тековната сметка** (од 2% во 2016, на 2,8% од БДП во 2017 година). Повисоките цени на нафтата имаа поволни ефекти и врз фискалната политика, каде што дефицитот се намали од 3,7% во 2016 година на 1,4% од БДП во 2017 година, со што започна примената на среднорочниот план за фискална консолидација, согласно со којшто дефицитот во 2020 година треба да се сведе на 0,8% од БДП. Во банкарскиот сектор, продолжи растот на кредитите коишто на крајот на годината беа повисоки за 6,2% на годишна основа, при зголемено кредитирање на домаќинствата (главно за хипотекарни кредити), но и заради солиден раст на корпоративните кредити (3,7%). Сепак, заради зачувување на финансиската стабилност на земјата, централната банка привремено презеде административна контрола на три значајни приватни банки (PSB, Otkritie, V&N bank)<sup>6</sup>, коишто имаа сериозни проблеми со квалитетот на активата<sup>7</sup>. Овие мерки следеа непосредно по финансиската помош преку кредитот во крајна инстанца (по каматна стапка повисока за 1,75 п.п. од основната стапка), којшто централната банка го воведо во септември 2017 година.

### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка продолжи да ги олеснува монетарните услови преку намалување на каматната стапка на едонеделните репо-операции, за вкупно 1,25 п.п., на 7,75%. Сепак, при постојан раст на ликвидноста на банкарскиот систем, на репо-аукциите за креирање ликвидност имаше многу слаб интерес, а најголем дел од вишокот средства банките го пласираа во расположливиот депозит преку ноќ. Со оглед на вишокот ликвидни средства во банкарскиот систем, во август централната банка ги издаде првите 3-месечни купонски хартии од вредност и и натаму го нормализира опфатот на листата на прифатливо обезбедување за монетарните операции, преку зголемување на минималниот кредитен рејтинг на хартиите од вредност (главно за обврзници од руски и странски издавачи). На крај, имајќи ги предвид подобрените трендови кај кредитирањето на приватниот сектор, централната банка во октомври најави дека постепено ќе ја повлекува програмата за рефинансирање на кредитите одобрени за инвестициски проекти<sup>8</sup>. Како поддршка на нагорниот тренд на депозитите на населението и на останатите обврски во домашна валута, во декември беше намалена стапката на ЗР којашто се применува на овие депозити од 5% на 1%. На девизниот пазар, во услови на раст на цената на нафтата и на интересот за руска актива, рубљата апрецира (околу 2,5% во второто полугодие), поради што централната банка во септември прекина да ги применува девизните репо-операции (1 недела и 28 дена) со коишто обезбедуваше ликвидност во странска валута.

Инфлација и девизен курс на рубљата



Извор: World bank.

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Русија

<sup>6</sup> ПСБ е десеттата банка по големина според активата, а останатите банки имаат значително помал биланс на состојба. Во рускиот банкарски систем, којшто го сочинуваат многу банки, најзастапени се две големи банки во државна сопственост (Sberbank and VTB) каде што се пласирани скоро две третини од вкупните депозити во земјата.

<sup>7</sup> Овие банки ги финансираа државните енергетски компании и останатите сектори, коишто вршеа отплата на нивниот надворешниот долг во периодот по воведувањето на санкциите од ЕУ и САД.

<sup>8</sup> Овој инструмент беше воведен во средината на 2014 година, заради стимулирање на финансирањето на инвестициската потрошувачка. Преку програмата, централната банка одобруваше кредити со рочност до 3 години по каматна стапка од 6,5%, а како обезбедување се прифаќаат кредитни побарувања или издадени корпоративни обврзници наменети за финансирање на инвестициските проекти.

### 1.3. Индија – олабавена монетарна политика и приливи на капитал

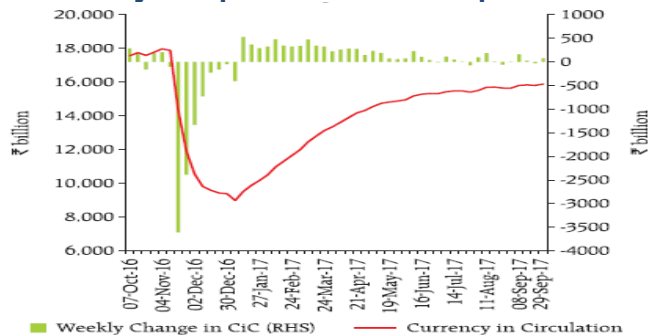
#### Макроекономски окружување

Индиската економија растеше умерено посилно во втората половина на 2017 година (за фискалната 2017/2018 година вкупниот раст се оценува околу 6,75%), што главно се поврзува со постепено исчезнување на ефектите од демонетизацијата и спроведувањето на даночните реформи<sup>9</sup>. Исто така, солиден придонес имаше и експанзијата на инвестициската потрошувачка (за 4,7% во септември, поради намалената загриженост околу ефектите на даночните реформи) и на приватната потрошувачка поддржана од растот на платите во јавниот сектор и постојаниот пад на невработеноста (на 4,8% во декември). Фискалната потрошувачка имаше ограничен простор за поттикнување на економскиот раст, со оглед на тоа дека во првите осум месеци од фискалната година беше остварен околу 112% од планираниот **буџетски дефицит**, за што најголемо влијание имаше слабото остварување на приходите. Влошување на остварувањата имаше и во надворешниот сектор, заради проширување на дефицитот во **тековната сметка**, којшто за тековната фискална година се проценува дека ќе надмине 2% од БДП (наспроти 0,9% во претходната година), што главно се должи на негативниот ефект од растот на цените на нафтата врз увозот. Повисоките цени на нафтата, како и зголемената лична потрошувачка придонесоа за раст и на **инфлацијата** на највисоко ниво (5,2% во декември) од јули 2016 година наваму (таргетот на централната банка изнесува 4%, со дозволена флукуација од +/-2 п.п.). И покрај релативно високиот кредитен раст (10,7% во декември), што главно се поврзува со ниската споредбена основа заради ефектот од демонетизацијата, значителен проблем за централната банка беше високото ниво на нефункционални кредити, што е особено карактеристично за банките во државна сопственост. За намалување на оваа ранливост на банкарскиот систем, во Буџетот за следната фискална година се планира издвојување на 95 милијарди долари за докапитализација на државните банки<sup>10</sup>. Во ноември, кредитниот рејтинг на земјата беше зголемен за првпат по 14 години од страна на „Мудис“ од најниско неинвестициско ниво Баа3 на Баа2 со позитивни изгледи. Оваа промена главно се објаснува со економските и институционалните реформи во последните три години.

#### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

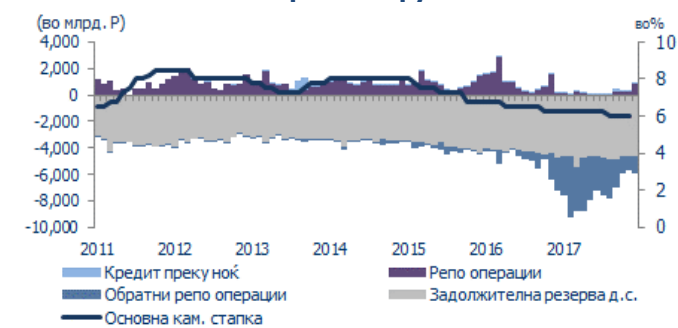
Надолната динамика на инфлацијата во првите шест месеци од годината, услови централната банка на Индија во август да ги намали каматните стапки на обратните репо-операции за повлекување ликвидност и на репо-операциите за креирање ликвидност за 0,25 п.п., на ниво од 5,75% и 6,0%, соодветно. Сепак, со оглед на зајакнувањето на инфлациските притисоци во остатокот од годината, централната банка ја задржа истата основна каматна стапка. Од друга страна, со оглед на исцрпувањето на ефектите од демонетизацијата (готовите пари во оптек на крајот на годината се приближија кон преткризното ниво), вишокот на ликвидност умерено се намалуваше, за што дополнителен придонес имаше и сезонски повисоката побарувачка за готовина непосредно пред националните празници во септември и октомври. Со оглед на тоа, состојбата на обратните репо-операции за повлекување ликвидност со рочност од преку ноќ до 28 дена и натаму се намалува, но позабавено. Релативно повисоките каматни стапки во однос на оние во развиените економии ги привлекуваа меѓународните инвеститори, коишто и натаму ги зголемуваа инвестициите во рупии, придонесувајќи за апрецијација на валутата (за 1,9%) и натамошни интервенции на централната банка за откуп на американски долари.

Состојба и промени на готови пари во оптек



Извор: [www.rbi.org.in](http://www.rbi.org.in)

Монетарни инструменти



Извор: „Блумберг“.

<sup>9</sup> Заради зголемување на даночната ефикасност, во јули беше воведен унифициран данок на промет за стоки и услуги на национално ниво (со пет прогресивни даночни стапки – почнувајќи од 0% за повеќето земјоделски и прехранбени производи до 28% за накит и електронски апарати), со кој се заменуваат повеќе од десетина централни и државни давачки коишто се наплаќаа во одделните држави во Индија. Извор: <https://www.cnbc.com/2017/06/30/india-gst-to-bring-short-term-implementation-challenges-and-uncertainty.html>

<sup>10</sup> Извор: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-05/india-budget-puts-central-bank-in-bind-as-market-eyes-rate-hike>

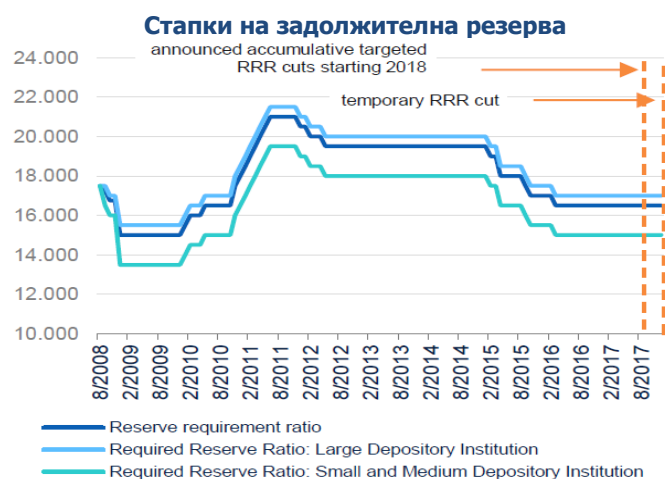
## 1.4. Кина – солиден раст и промени во монетарната рамка

### **Макроекономски окружување**

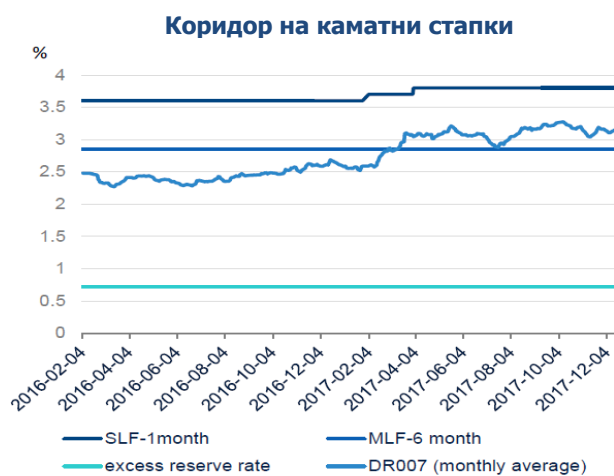
И покрај глобалната загриженост околу потенцијалното забавување, кинеската економија во втората половина на 2017 година ги надмина пазарните очекувања, остварувајќи годишен раст од 6,8%. Со тоа, **експанзијата на Кина** во 2017 година достигна 6,9% и го надмина растот од 6,7% во 2016 година. Ваквите остварувања произлегуваат од личната потрошувачка, солидните инвестиции<sup>11</sup> во приватниот сектор, како и зголемената глобална побарувачка, придонесувајќи за најбрз раст на извозот во последните три години и одржување на **суфицитот во тековната сметка** на 1,4% од БДП. Показателите за индустриското производство, и покрај тоа што испраќаа мешани сигнали, упатуваат на умерено забавување под влијание на апрецијацијата на јуанот и строгите регулативи за намалување на производството во одредени индустрии<sup>12</sup> заради заштита на животната средина. За натамошна либерализацијата на капиталните текови, во ноември беа најавени мерки коишто ќе овозможат постепено зголемување на странската сопственост во финансиските институции, додека во декември како одговор на намалувањето на корпоративниот данок во САД, беше најавено дека во наредните пет години се предвидуваат даночни ослободувања за реинвестирање на профитот во индустрии коишто користат обновливи извори на енергија. Кај кредитирањето, мерките коишто беа насочени кон ограничување на ризиците од пазарот на недвижности, како и раздолжувањето на приватниот сектор, се одразија со постепено забавување на растот на **кредитите**, којшто се сведе на 12,7% во декември. Покрај тоа, за намалувањето на ризиците на пазарот на обврзници и на т.н. банкарство во сенка (анг. shadow banking), централната банка во координација со останатите регулатори презедоа мерки за затегнување на условите на овие сегменти. **Инфлацијата** беше релативно стабилна (1,8% во декември), а нивото и динамиката во голем дел беа диктирани од цените на нафтата.

### **Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења**

Во втората половина на 2017 година, централната банка направи неколку измени кај задолжителната резерва. Така, во септември објави дека од почетокот на 2018 година банките ќе може да применат пониска стапка на ЗР за 5 п.п., доколку состојбата на кредитите одобрени на субјекти од земјоделството и малите бизниси достигне 1,5% од: 1) вкупниот износ на одобрени кредити или 2) од новоодобрените кредити во претходната година. Првичните пресметки упатуваат дека 90% од банките ги исполнуваат условите за намалување на ЗР согласно со вториот критериум, така што мерката има универзален карактер на примена. На крајот на 2017 година, централната банка објави дека привремено ќе применува и пониска стапка на ЗР за 2% во периодот на кинеската Нова година, што заедно со претходните измени упатува на промена на улогата на овој инструмент во монетарната рамка. Потврда за оваа констатација е и воведувањето коридор на каматни стапки, каде што горната граница ја формираат каматните стапки на расположливиот кредит (англ. Standing Lending Facility-SLF) на 1 месец<sup>13</sup> и на среднорочниот расположлив кредит (англ. Medium-Term Lending Facility-MLF) со рачност од 3 и 6 месеци и од 1 година. Долната граница на



Извор: <https://www.bbvaresearch.com>



Извор: <https://www.bbvaresearch.com>

<sup>11</sup> Кај инвестициите се забележува пад на инвестициите во недвижности и инфраструктура и раст на инвестициите во индустријата, што главно се поврзува со мерките за ограничување на пазарот на недвижности и постепено намалување на улогата на јавниот сектор.

<sup>12</sup> Мерките вклучуваат намалување на производството на челик за 50%, на производство на алуминиум за 30% и забрана за градежните активности.

<sup>13</sup> Во сетот расположливи кредити се вклучени и кредитите преку ноќ и 7 дена.

коридорот е претставена со каматната стапка што централната банка ја плаќа на вишокот средства на банките. Со оваа измена, таргетирана каматна стапка на централната банка е меѓубанкарската каматна стапка на 7 дена, а за намалување на променливоста на оваа стапка централната банка и натаму ќе одржува репо/обратни репо-операции за повлекување/креирање ликвидност со рочност 7, 14 и 28 дена. Во практика, централната банка презеде неколку активности за промовирање на репо каматната стапка на 7 дена како нова референтна стапка. Така, непосредно по зголемувањето на каматата од ФЕД, централната банка на Кина ја зголеми каматата на 7-дневните обратни репо-операции за 1 п.п. во март и 0,5 п.п. во декември, што соодветно се пренесе на пазарната каматна стапка.

Во втората половина на годината кинескиот јуан забележа значителна апрецијација (5,3% во однос на доларот). Овој тренд главно произлегува од намалувањето на вредноста на американскиот долар, како и од растот на суфицитот во трговската сметка и мерките коишто се фокусирани кон ограничување на капиталните одливи. Апрецијацијата на јуанот беше фактор за натамошно продолжување на нагорниот тренд на девизните резерви на Кина, коишто достигнаа ново историски највисоко ниво од над 3,1 милијарди американски долари.



## 1.5. Јужна Африка – излез од техничката рецесија и олабавување на монетарните услови

### **Макроекономско окружување**

Непосредно по излезот од техничката рецесија во вториот квартал од 2017 година, изгледите за економскиот раст на Јужна Африка во втората половина од годината минимално се подобрија, за што потврда е скромното зголемување на **БДП** од 0,8% на годишна основа во третиот квартал и натамошниот раст на индустриското производство до крајот на годината. И покрај ниската деловна доверба, главно поврзана со политичката нестабилност во земјата, умерениот раст на економијата во анализираниот период се поврзува со зголеменото производство во клучните сектори, земјоделството и рударството, но и со ниската споредбена основа од претходната година. Слабиот економски раст во текот на годината, којшто придонесе за ниски буџетски приходи, заедно со зголемената државна потрошувачка (поради повисоките субвенции и трансфери за јавните претпријатија и за камати врз основа на државен долг), доведоа до проширување на **буџетскиот дефицит**, којшто за фискалната 2017/2018 година се проценува на највисоко ниво (4,3% од БДП<sup>14</sup>) од 2009 година. И покрај намалената деловна доверба во земјата, којашто се одразува со пад на вредноста на домашната валута се до средината на декември, а под најголемо влијание на слабата приватна потрошувачка, **инфлацијата** во второто полугодие на 2017 година имаше релативно стабилна динамика (4,7% во декември) задржувајќи се во границите на таргетираната зона (3-6%). Во односите на размена, при посилен раст на извозот (главно на земјоделски производи) и истовремен послабо зголемување на увозот поврзан со сè уште слабата економска активност, трговскиот суфицит забележа релативно висок раст и придонесе за стеснување на дефицитот во **тековната сметка** во 2017 година на 2,1% од БДП.

### **Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења**

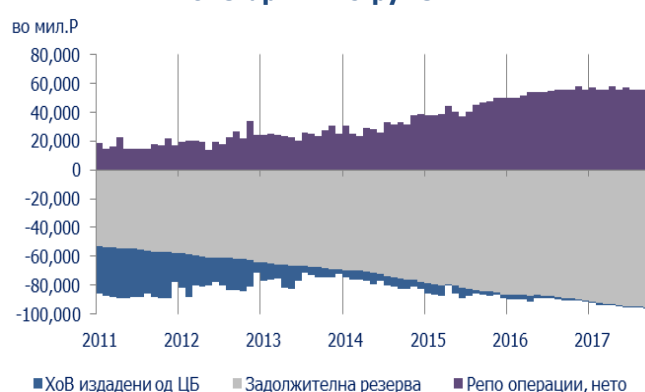
Во втората половина од годината, надолната патека на инфлацијата и сè уште слабата економска активност беа доволен мотив централната банка на Јужна Африка да ги олесни монетарните услови, преку намалување на каматната стапка на седумдневните репо-операции за креирање ликвидност (за 0,25 п.п., на ниво од 6,75%). Во анализираниот период, централната банка и натаму ги применува репо-операциите за креирање ликвидност со рочност до 7 дена, чијшто износ втора година по ред беше задржан на релативно стабилно ниво, околу 56 милијарди ранди. Со оглед на надворешните инфлациски притисоци, поврзани со нагорната динамика на цената на нафтата, пазарните аналитичари очекуваат задржување, па дури и враќање на основната каматна стапка на 7,0% на почетокот од 2018 година. Зголемената политичка неизвесност во земјата придонесе за намалување на вредноста на националната валута, но и за раст на приносите на долгорочните хартии од вредност издадени од Јужна Африка. Дополнително влијание врз депрецијацијата на рандот имаше и одлуката на „СигП“ за намалување на кредитниот рејтинг на неинвестициско, ББ+ ниво<sup>15</sup>. Трендот на депрецијација беше присутен сè до средината на декември 2017 година, кога изборот на нов претседател на владејачката политичка партија (Cyril Ramaphosa), создаде зголемена доверба кај пазарните учесници за разрешување на претседателот, што се одрази со висок раст на вредноста на валутата.

Номинален девизен курс



Извор: Нордеа, <https://e-markets.nordea.com>

Монетарни инструменти



Извор: централната банка на Јужна Африка.

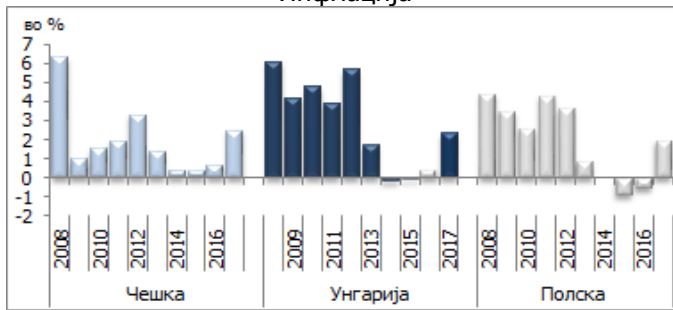
<sup>14</sup> Извор: Reuters

<sup>15</sup> Паралелно со оваа одлука, рејтинг-агенцијата „Мудис“ изјави дека ќе ја стави земјата под надзор за евентуално намалување на кредитниот рејтинг во следниот период, а „Фич“ објави дека ќе го задржи тековното, неинвестициско ниво на кредитниот рејтинг на земјата.

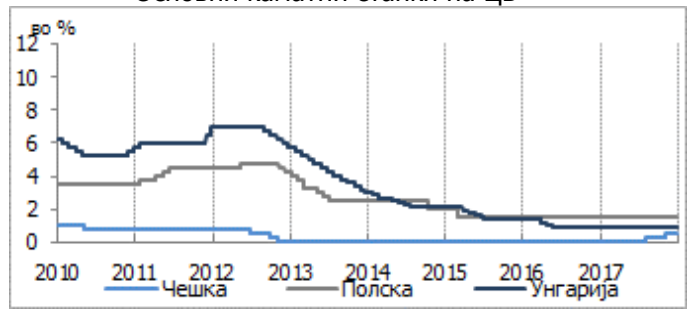
## 2. Земји од Централна Европа

### Основни економски податоци

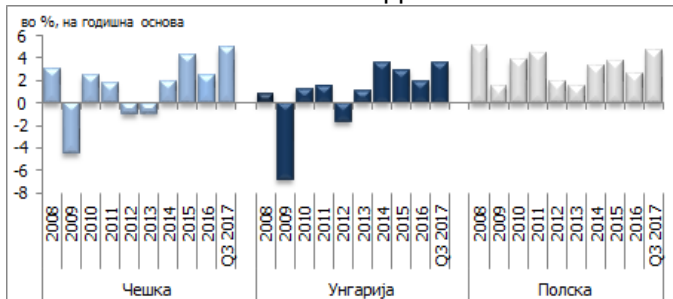
Инфлација



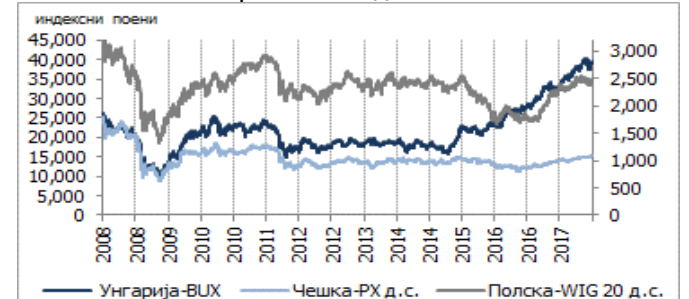
Основни каматни стапки на ЦБ



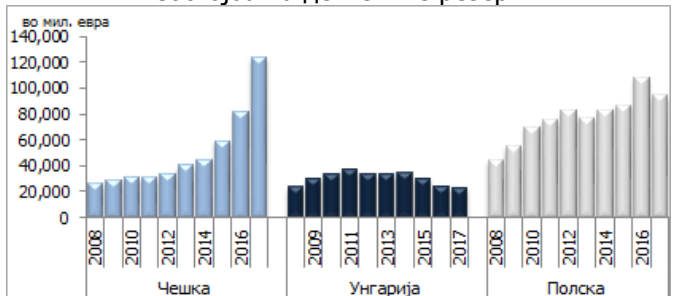
Раст на БДП



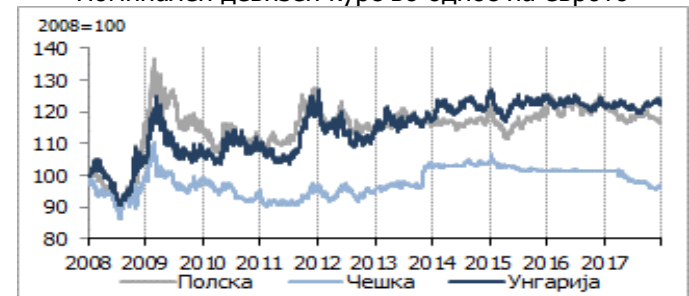
Берзански индекси



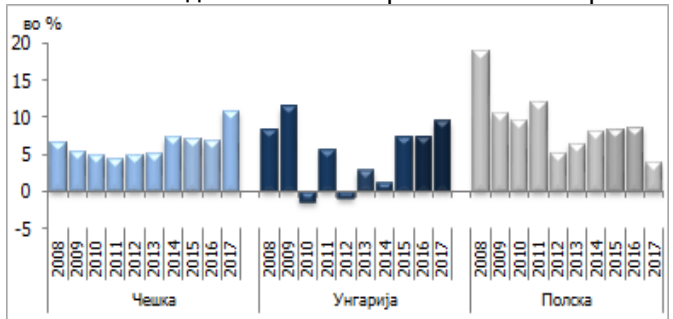
Состојба на девизните резерви



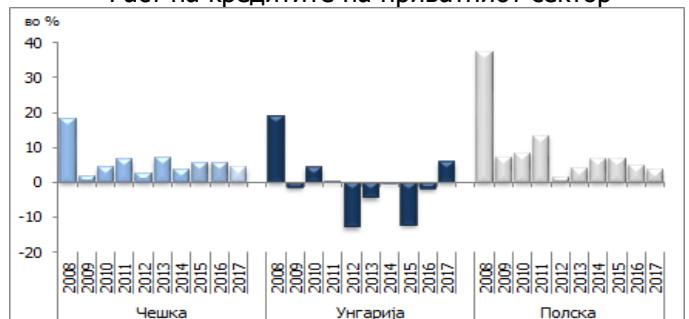
Номинален девизен курс во однос на еврото



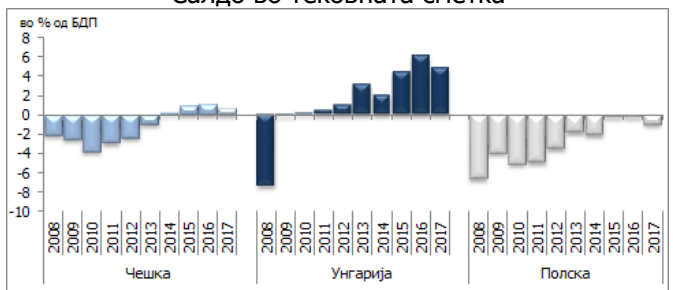
Раст на депозитите на приватниот сектор



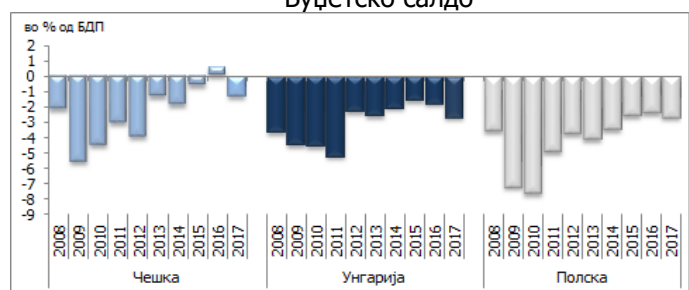
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\*Извор: база на податоци на ММФ.

\*Извор: база на податоци на ММФ

## 2.1. Полска – експанзивна монетарна политика и измени во системот на задолжителна резерва

### Макроекономско окружување

Економските показатели за полската економија во втората половина од 2017 година упатуваат на оптимална алокација на расположливите ресурси и функционирање на економијата на ниво на потенцијалот. Во втората половина од годината, **економијата** растеше побрзо (5%) од пазарните очекувања, придонесувајќи вкупниот годишен раст за 2017 година (4,6%) да биде највисок во последните шест години. Движечка сила на економската експанзија и натаму беше приватната потрошувачка, поддржана од: постојаниот раст на платите и на вработеноста<sup>16</sup>, потрошувачките ефекти од програмата „500+“, како и од солидната **кредитна активност** на банкарскиот сектор (годишен раст од 4,8% во третиот квартал од годината, при раст на кредитирањето на населението од 4,5% и на кредитите на корпоративниот сектор од 7,4%). Поумерен придонес кон експанзијата имаше заживувањето на инвестициската потрошувачка, и тоа за инвестиции во јавниот сектор (финансирани со новиот циклус средства од структурните фондови на ЕУ), како и за инвестиции во недвижен, станбен имот. Во фискалниот сектор, поволните економски услови го надополнија фискалниот стимул на Владата и придонесоа за одржување на **буџетскиот дефицит** на околу 2,0% од БДП (2,4% во 2016 година)<sup>17</sup>. Со оглед на буџетската стабилност, поволните макроекономски показатели и стабилното ниво на девизни резерви, Полска во ноември ја откажа флексибилната кредитна линија на ММФ, одобрена во јануари 2017 година, во износ од 9,2 милијарди долари<sup>18</sup>. Од друга страна, повисоката домашна побарувачка, апрецијацијата на валутата и растечките цени на енергенсите придонесоа за умерено влошување на движењата во **платниот биланс**. Засилената домашна побарувачка не влијаеше значително врз **домашните цени**, чијшто раст во втората половина од годината (просек 2,1%) пред сè произлезе од повисоките цени на нафтата и прехранбените производи.

### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Иако инфлацијата беше блиску до таргетот (2,5%, којшто беше постигнат во ноември 2017 година), централната банка на Полска во втората половина од годината не утврди ризици за домашната економија и ја задржа основната каматна стапка (на благајнички записи со рочност до 1 недела) на непроменето ниво од 1,5%. Кон крајот на годината беа направени измени кај задолжителната резерва. Така, беше воведена стапка на задолжителна резерва од 0% којашто од 1 март 2018 година ќе се применува на обврските на банките кон домашните субјекти со рочност од најмалку 2 години, со што овие обврски стекнуваат еднаков третман со обврските на банките кон странство над 2 години. Покрај тоа, со промената ќе се овозможи усогласување со системот на задолжителна резерва на ЕЦБ, а ќе се намали рочната неусогласеност помеѓу средствата и обврските на банките. Со измените во системот на задолжителна резерва, централната банка одлучи да ја намали и стапката на надомест од 0,9% на 0,5%, којашто ќе се применува од 1 јануари 2018 година.

Во анализираниот период, и покрај зголемената политичка неизвесност во земјата, поврзана со предлог-измените во законската регулатива за судскиот систем, а со оглед на солидните економски остварувања, злотата умерено апрецира, а приносите на 10-годишните државни обврзници и натаму се намалуваат (од околу 3,8% на крајот од 2016 година, на 3,22% во декември 2017 година).

Инфлација и основна каматна стапка



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

Монетарни инструменти



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

<sup>16</sup> Со истовремено намалување на невработеноста, на историски најниско ниво од 6,6% во октомври 2017 година.

<sup>17</sup> Намалувањето на старосната граница за пензионирање во октомври се очекува дека ќе има влијание врз буџетскиот дефицит во 2018 година, проектиран на 2,7% од БДП (согласно со проценките на Владата, оваа реформа ќе ги зголеми буџетските расходи за 2,74 милијарди долари или 0,5% од БДП). [Извор.](#)

<sup>18</sup> Флексибилната кредитна линија првично беше склучена во 2009 година, а од јануари 2015 година Полска постепено го намалуваше износот на расположливи средства во линијата и никогаш не искористи средства од неа. Извор: [www.imf.org](http://www.imf.org)

## 2.2. Чешка – нормализирање на монетарната политика преку пораст на каматните стапки

### Макроекономско окружување

Солидниот раст на чешката економија од почетокот на 2017 година се засили во втората половина кога **БДП**, поддржан од силната лична и инвестициска потрошувачка се зголеми за 5,1% на годишна основа<sup>19</sup>. Највисокиот раст на БДП во последната деценија, којшто е воедно најсилен и помеѓу земјите од ЕУ, беше поддржан од позитивните очекувања на домаќинствата, историски најниското ниво на **невработеност** (3,8%) и недоволната понуда на работна сила, што ги поттикна претприемачите да ги засилат инвестициите во фиксни, капитални добра. Дополнителен придонес кон растот имаше и извозната побарувачка од земјите од ЕУ, придонесувајќи за рекордно висок суфицит во **тековната сметка** (којшто заради посилниот раст на БДП изнесуваше 0,6% од БДП, наспроти 1,1% во 2016 година). **Инфлацијата** во втората половина на 2017 година имаше нагорна динамика (во просек 2,6%) доближувајќи се до горната граница од инфлацискиот таргет (2%+/-1 п.п.), што заедно со постојаниот раст на платите и затегнатите услови на пазарот на труд, создадоа притисоци Чешка да биде прва помеѓу земјите од ЕУ што ќе реагира со затегнување на монетарната политика преку пораст на каматните стапки. Нагорниот тренд на **кредитниот раст** во втората половина од годината беше сопрен (од 6,8% во мај, на 4,5% во октомври 2017 година), што и покрај натамошно ниските активни каматни стапки на банките, се објаснува како ефект на макропрудентните мерки, коишто беа насочени кон спречување на ранливоста на домаќинствата од прекумерниот раст на хипотекарните кредити<sup>20</sup>. Поволните трендови во чешката економија придонесоа за минимален **буџетски дефицит** под 0,1% од БДП, (што е второ најповолно салдо во последните десет години<sup>21</sup>), овозможувајќи продолжување на надолжниот тренд на јавниот долг на околу 33,8% на крајот на годината<sup>22</sup>.

### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Непосредно по напуштањето на девизниот курс како инструмент на монетарната политика во април 2017 година, а во услови на загриженост за прегревање на економијата, централната банка на Чешка и натаму ги нормализира монетарните услови во земјата, преку зголемување на каматните стапки на монетарните инструменти. Така, во август и во ноември беа зголемени: каматната стапка на 2-неделните репо-операции за повлекување ликвидност од 0,05% на 0,5% и на расположливите кредити преку ноќ од 0,25% на 1,0%, додека каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ беше задржана на нивото од 0,05%. Овие промени и потрагата по повисоко приноси инструменти доведоа до пренасочување на вишокот ликвидност на банките од расположливите депозити преку ноќ кон 2-неделните репо-операции. Како реакција на зголемувањето на каматните стапки на централната банка, кривата на приноси на пазарот на пари се придвижи нагоре со речиси идентична промена за сите рочности, како и промената на каматната стапка на 2-неделните репо-операции, а сличен беше трендот и кај кривата на приноси на примарниот пазар на ДХВ. Со оглед на овие услови, Министерството за финансии и натаму ја концентрира понудата на ДХВ на најкратките рочности (записи со рочност од неколку недели), на коишто сè уште приносите беа негативни. Непосредно по умерената апрецијација на круната, што се случи по напуштањето на девизниот курс за монетарен инструмент, во третиот и четвртиот квартал од годината вредноста на оваа валута беше релативно стабилна и се движеше околу 25,5 CZK/EUR, во просек.

Приноси на државните хартии од вредност



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

Номинален ефективен девизен курс



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

<sup>19</sup> Годишниот раст на БДП во 2017 година изнесува 4,5%.

<sup>20</sup> Централната банка во текот на 2017 година ги зајакна условите за хипотекарните кредити, преку зголемување на процентот на покривање на кредитите со хипотека и преку промена на показателите за покривање на долгот со приходи (DTI и DSTI ratios).

<sup>21</sup> Во 2016 година буџетот беше во суфицит, како резултат на приливите на средства од фондовите на ЕУ за веќе завршени проекти.

<sup>22</sup> Согласно со проекциите на Централната банка (CNB Inflation report/IV.2017).

### 2.3. Унгарија – мерки за влијание врз подолгите рокови на кривата на приноси

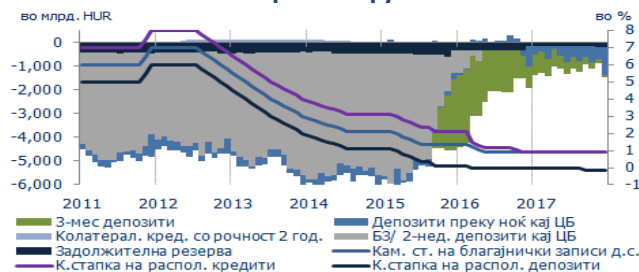
#### Макроекономско окружување

Унгарската **економија** и во втората половина на 2017 година продолжи по нагорната патека, бележејќи годишен раст од 4%<sup>23</sup> и приближувајќи се до потенцијалното ниво. Растот и во овој период беше предводен од инвестициската, но и од личната потрошувачка, што придонесе за постојано зголемување на платите и за сведување на **невработеноста** на историски најниското ниво од 4%. Поволните движења на пазарот на труд имаа ограничени ефекти врз **инфлацијата**, којашто умерено се зголеми (од 1,6% во јуни, на 2,5% во ноември), постепено приближувајќи се до таргетот на централната банка (3% со дозволени граници на флукуација од +/-1 п.п.). Економскиот раст беше поддржан и од **кредитирањето** на приватниот сектор, со оглед на тоа дека во третиот квартал од 2017 година кредитите одобрени на корпоративниот сектор беа повисоки за околу 9%<sup>24</sup>, додека кредитите одобрени на домаќинствата се зголемија за 3,6% (при што 17% од овој раст се должи на позитивниот придонес на владината шема за субвенционирање на купувањето стан/куќа). Во 2017 година, и покрај засилените буџетски трошења главно за социјални бенефиции, пензии и плати, но и за развојни проекти (финансирани со средства од фондовите на ЕУ), а со оглед на зголеменото остварување на даночните приходи (за ДДВ и персонален данок на доход), **буџетскиот дефицит** првично се проценува на околу 2% од БДП<sup>25</sup>, што е на повисоко ниво во однос на 2016 година (1,8%), но пониско од планот за 2017 година (2,4% од БДП).

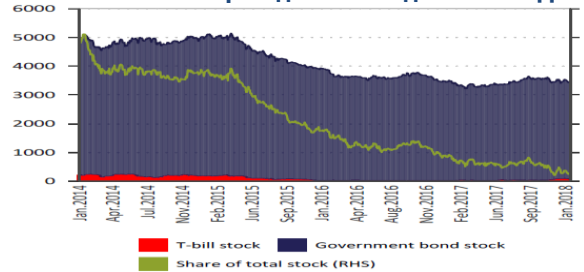
#### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Унгарија продолжи со експанзивната монетарна политика, при што ги задржа на истото ниво основната каматна стапка на тримесечните депозити и каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ (коишто изнесуваат 0,9%), а каматната стапка на депозитите преку ноќ ја намали за 0,1 п.п., на историски најниско ниво од -0,15%. Согласно со реформата на оперативната рамка, централната банка и натаму ја зголемува ликвидноста на банките преку ограничување на понудата на тримесечни депозити, чијашто состојба на крајот на годината беше сведена на 75 милијарди форинти (900 милијарди форинти на крајот на 2016 година). На крајот на ноември 2017 година беше најавено дека на почетокот на 2018 година ќе бидат активирани два нови монетарни инструмента: расположлив долгорочен каматен своп (со рочност 5 и 10 години) и програма за откуп на хипотекарни обврзници издадени во форинти со рочност од најмалку 3 години. Заедничката цел на двата инструмента е да се влијае врз подолгите рокови од кривата на приноси. Исто така, се очекува дека примената на каматните свопови ќе придонесе за намалување на каматниот ризик од зголемени долгорочни инвестиции на банките, додека откупот на хипотекарни обврзници има повеќекратни цели, и тоа: стимулирање на пазарот на хипотекарни кредити, зголемување на ликвидноста на банките за финансирање на овие производи и намалување на каматните стапки на хипотекарните кредити. Централната банка направи реформи и во системот на котации на каматни стапки БУБОР, коишто ќе се применуваат од 2 јануари 2018 година, и имаат за цел да обезбедат: подобрување на квалитативниот аспект на информациите коишто произлегуваат од стапките БУБОР и зголемување на примената на котациите со подолги рочности. Измените вклучуваат: задолжителна примена на котираните БУБОР до 6 месеци при склучување трансакции на пазарот на пари со оваа рочност (наспроти практиката којашто важеше само за котациите со рочност до 3 месеци); зголемување на минималниот износ за којшто се однесуваат котациите со рочност од 1 до 6 месеци и стеснување на фиксниот распон на понудата и побарувачката (англ. bid-ask) од 0,15 на 0,1 п.п.

Монетарни инструменти



Учество на нерезидентите во домашните ДХВ



<sup>23</sup> Во 2017 година растот на БДП изнесува 3,9% што е значително забрзување во однос на 1,9% во 2016 година.

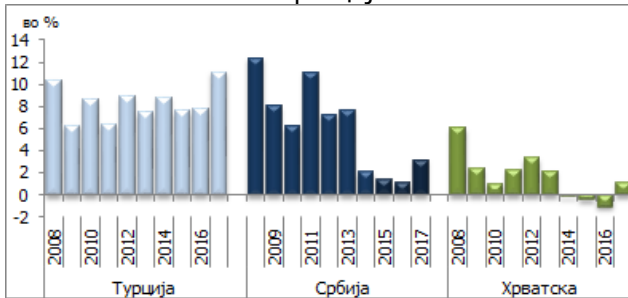
<sup>24</sup> Кредитите одобрени на малите и на средните претпријатија забележаа раст од 13% на годишна основа, што е позитивен сигнал со оглед на комплетирањето на шемата на централната банка за кредитирање на мали и средни претпријатија (SME) во март 2017 год.

<sup>25</sup> Извор: <https://uk.reuters.com/article/uk-hungary-budget/hungary-posts-big-december-budget-deficit-full-year-gap-below-target-idUKKBN1EX1N6>

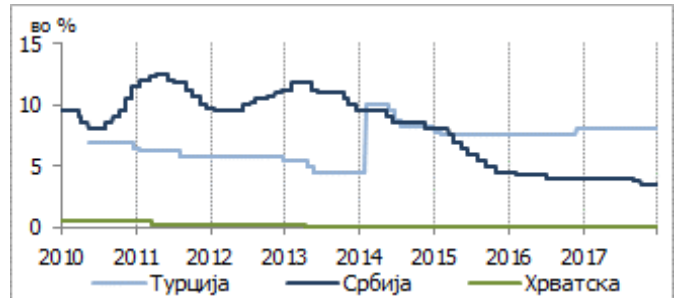
### 3. Земји од Југоисточна Европа

#### Основни економски податоци

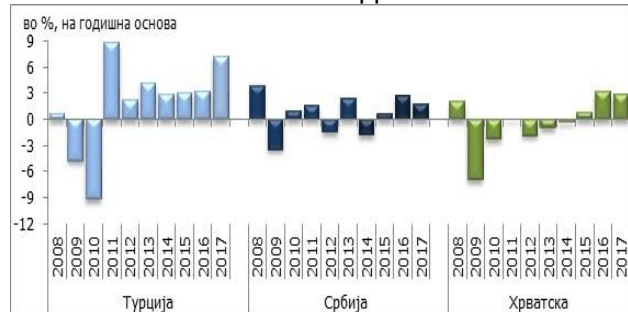
Инфлација



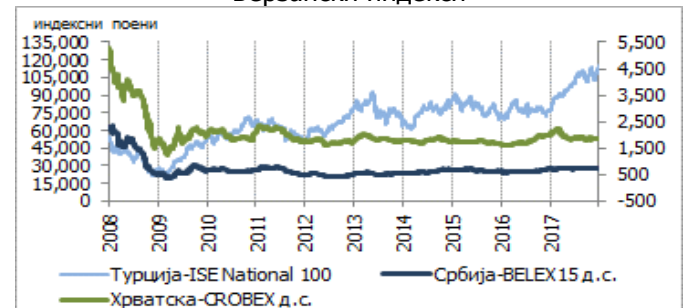
Основни каматни стапки



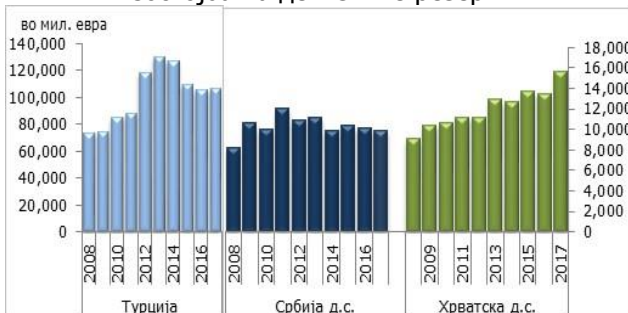
Раст на БДП



Берзански индекси



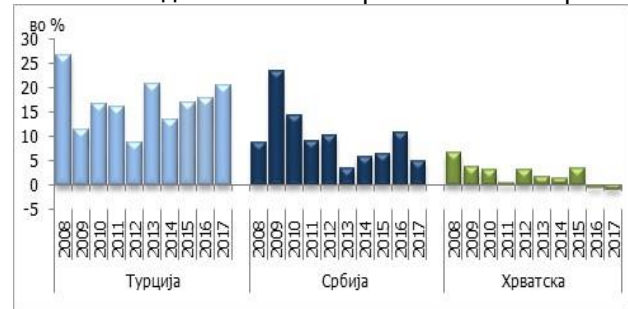
Состојба на девизните резерви



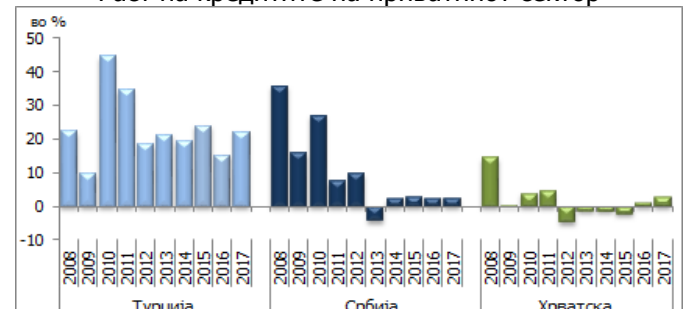
Номинален девизен курс во однос на еврото



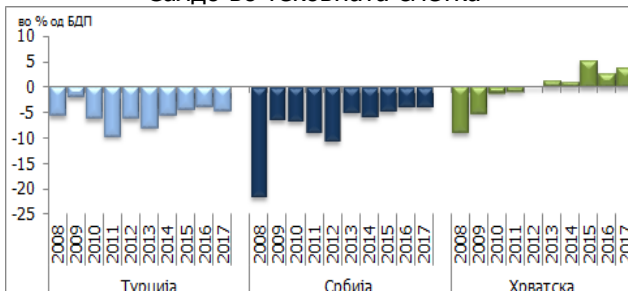
Раст на депозитите на приватниот сектор



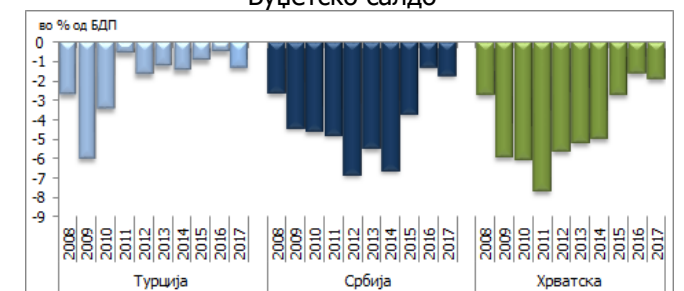
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\* Извор: база на податоци на ММФ.

\* Извор: база на податоци на ММФ.

### 3.1. Турција – висок раст, висока растечка инфлација и рестриктивна монетарна политика

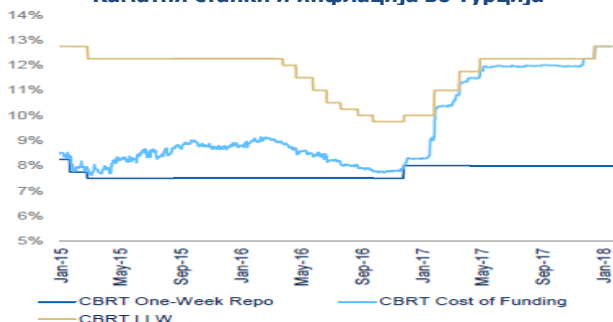
#### Макроекономско окружување

Во втората половина од годината, Турција прерасна во **најбрзорастечка економија** помеѓу земјите од G-20, проширувајќи ја својата активност најбрзо (околу 9,2%) во изминатите шест години<sup>26</sup>. Покрај ниската споредбена основа поврзана со ефектот од неуспешниот државен удар во 2016 година, економскиот раст во 2017 година се поврзува со кредитната поддршка на корпоративниот сектор и стимулот на фискалната политика. Имено, државата преку кредитниот гарантен фонд финансира значителен дел од фиксните инвестиции во индустрискиот сектор и градежништвото<sup>27</sup> и придонесе за највисок раст на инвестициската потрошувачка (12,4% во третиот квартал од годината) од 2015 година наваму. Владината шема за кредитни гаранции дополнително го поттикна силниот **кредитен раст**, којшто достигна 20% кон крајот на годината, главно заради силното кредитирање на корпоративниот сектор. Фискалната поддршка придонесе за проширување на **буџетскиот дефицит** (на 1,5% во 2017 година), но во поумерен обем од планираниот поради подобро остварување на приходите<sup>28</sup>. Солиден придонес кон растот, којшто овозможи пад на **невработеноста** под 11%, имаше и приватната потрошувачка. Заживувањето на приватната потрошувачка, покрај ниската споредбена основа, беше поддржана и од слабата вредност на лирата, што заедно со повисоките цени на нафтата и увозот на злато придонесоа за раст на вкупниот увоз и проширување на годишниот дефицит во **тековната сметка** над 5%. Ефектот од постојаната депрецијација на турската лира, високата лична потрошувачка и повисоките цени на енергијата се одрази со натамошен раст на **инфлацијата**, којашто достигна највисоко ниво (13% во ноември) во последните 14 години (инфлацискиот таргет изнесува 5% со дозволени граници на флукуација од +/-2 п.п.),

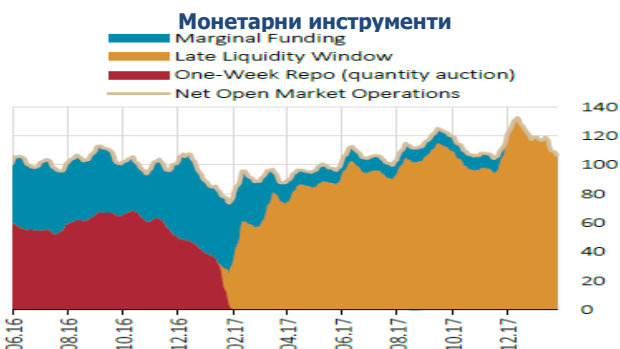
#### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Геополитичките тензии ги дестимулираа странските директни и портфолио-инвестиции од Турција, придонесувајќи за натамошна депрецијација на лирата (на крајот на ноември достигна историски најниска вредност) и за натамошно зголемување на високата инфлација. Со оглед на овие движења, централната банка најнапред применуваше внимателен тон во комуникацијата околу поставеноста на монетарната политика, а во ноември и декември презеде и неколку мерки. Така, заради зголемување на девизната ликвидност на банките и спречување на натамошната депрецијација на лирата: 1) ги намали стапките на исполнување на ЗР во домашна валута со девизи за 5 п.п.; 2) го стопира користењето на кредитот преку ноќ во текот на денот; 3) овозможи отплата на извозните редисконтни кредити во лири, според однапред определен девизен курс; и 4) на 20 ноември започна со примена на аукции за продажба на неиспорачливи девизни термински трансакции (англ. non-deliverable forward). Примената на овој инструмент (со рочност до 1, 3 и 6 месеци) е за заштита на банкарскиот и корпоративниот сектор од валутен ризик без да се влијае врз девизните резерви, со оглед на тоа дека на денот на достасувањето на трансакциите во лири се разменува курсната разлика помеѓу тековниот и терминскиот курс. Воедно, ефектот од трансакциите се пренесува и на корпоративниот сектор, со оглед на тоа дека банките не смеат да имаат отворени позиции, па преземаат обратни трансакции на пазарот со нивните клиенти. Во декември беше зголемена каматната стапка на кредитот преку ноќ одобрен на крајот на ден, за 0,5 п.п., на 12,75%<sup>29</sup>.

Каматни стапки и инфлација во Турција



Извор: Централна банка на Турција ([www.cbtr.tr](http://www.cbtr.tr))



Извор: Извештај за инфлација ([www.cbtr.tr](http://www.cbtr.tr))

<sup>26</sup> Растот на БДП во 2017 година се проценува на околу 7,3%, што е значително повисок раст во однос на минатогодишниот од 3,3%.

<sup>27</sup> До декември 2017 година, Фондот има одобрено 221 милијарда лири (57,4 милијарди долари или 88,4% од предвидениот износ) наменет за поддршка на реалниот сектор, со што неговиот придонес кон растот на БДП за 2017 година се проценува од 1-1,5 п.п.

<sup>28</sup> Заради одржливост на буџетското салдо, Владата најави неколку мерки за зголемување на даночните приходи во 2018 година (пред сè кај данокот на добивка, персоналниот данок и ДДВ на моторни возила). (Извор: <http://taxinsights.ey.com/archive/archive-news/turkey-introduces-new-measures-to-increase-tax-revenues.aspx>)

<sup>29</sup> Каматната стапка на кредитот преку ноќ одобрен во текот на денот беше задржана на нивото од 9,25%.

### 3.2. Србија – натамошна олабавена монетарна политика, закрепнување на растот и високи СДИ

#### Макроекономско окружување

Непосредно по силниот раст во 2016 година и привременото забавување во првата половина од 2017 година заради лошите временски услови, **БДП** во Србија во второто полугодие бележеше поволна динамика (раст од 2,3%, наспроти 2,8% и 1,3% во 2016 и првата половина на 2017 година, соодветно). Подобрите економски остварувања беа поддржани од личната потрошувачка, инвестициите и извозот. Поволниот економски амбиент привлече значителен прилив на СДИ (5,7% од БДП), којшто е насочен пред сè кон преработувачката индустрија ориентирана кон извоз. Високиот прилив на СДИ во 2017 година во голем дел го неутрализира дефицитот на **тековната сметка**, којшто е привремено проширен (од 3,1% во 2016 година на 4,6% од БДП во 2017 година) поради посилниот увоз на капитални добра. Во доменот на фискалниот сектор, со оглед на забрзаниот економски раст, движењата беа релативно поволни, при што **буџетското салдо** за 2017 година достигна суфицит од 1% од БДП (наспроти 1,3% дефицит во 2016 година), овозможувајќи намалување на јавниот долг на 61,5% од БДП на крајот од годината. Во втората половина на 2017 година, **инфлацијата** (3% во просек) се одржуваше околу таргетот (3%+/-1,5 п.п.), овозможувајќи централната банка и натаму да спроведува експанзивна монетарна политика. Во декември 2017 година, рејтинг-агенциите „Сип“ и „Фич“ го зголемија **кредитниот рејтинг** на Србија, од ББ- на ББ со стабилни изгледи. Зголемувањето на кредитниот рејтинг е одговор на успешното спроведување на процесот на фискална консолидација, намалувањето на нерамнотежата во надворешниот сектор и одржувањето на ценовната стабилност и стабилноста на банкарскиот систем.

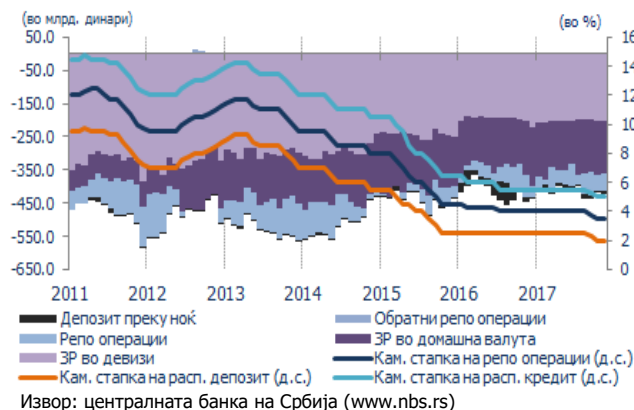
#### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

По пауза од скоро една година, во втората половина од 2017 година Централната банка на Србија повторно ја намали референтната каматна стапка (максимална каматна стапка на еднонеделни репо-операции за повлекување ликвидност) вкупно за 0,5 п.п., на ниво од 3,5%<sup>30</sup>.

Во ноември Министерството за финансии на Р. Србија воведо штедни обврзници<sup>31</sup> како нов тип на купонски ДХВ, коишто имаат за цел да обезбедат натамошен развој на пазарот на ДХВ и олеснување на условите за вложување на домашните физички лица во овие хартии од вредност. Минималното вложување во овие хартии од вредност изнесува 2.000 динари за динарски и 100 евра за штедни обврзници со валутна клаузула, коишто може да имаат рочност од 2, 3, 5 или 10 години. Во една емисија, еден инвеститор може да купи најмногу 5.000, односно 500 штедни обврзници во динари и со валутна клаузула, соодветно. Продажбата на штедните обврзници се врши преку „Банке поштенске штедионице“ а.д. Белград, каде што купувачот отвора сопственичка сметка и е ослободен од сите трошоци за упис, уплата и отворање сметка за финансискиот инструмент, како и за исплата на купон и главница врз основа на штедни обврзници. Пристапниот период за купување штедни обврзници траеше од 20 ноември до 11 декември. Каматните стапки изнесуваа 4%, 4,5%, 5,25% и 6,25% за динарски штедни обврзници со рочност 2, 3, 5 и 10 години, додека за обврзниците со валутна клаузула, каматните стапки беа одредени на пониско ниво: 1%, 1,75%, 2,5% и 4%, соодветно.

Приливите на СДИ и зголемениот интерес на нерезидентите за динарски ДХВ, беа главните фактори за притисоци за апрецијација на динарот, поради што централната банка во второто полугодие интервенира со нето-откуп во износ од 565 милиони евра (во 2017 година оваа централна банка откупи вкупно 725 милиони евра).

Монетарни инструменти



Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс



<sup>30</sup> Со тоа, од мај 2013 година до крајот на 2017 година каматната стапка на оваа централна банка е намалена за вкупно 8,25 п.п.

<sup>31</sup> Извор: Министерството за финансии на Р. Србија, <http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?id=13412>.



### 3.3. Хрватска – натамошно закрепнување на економијата и апрецијација на куната

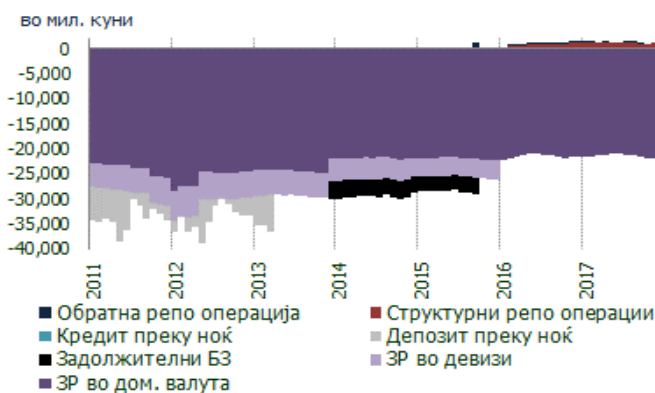
#### Макроекономско окружување

Показателите за хрватската економија за втората половина од годината упатуваат на продолжување на растот (3,3% во трет квартал), при солиден раст на индустриското производство, градежништвото и релативно стабилните движења во трговијата. **Инфлацијата**, којашто забележа нагорен тренд во периодот септември - ноември (достигнувајќи 1,4%) главно под влијание на растот на цените на нафтата на светските пазари и на зголемените акцизи на цигарите, на крајот на годината умерено се намали на ниво од 1,2%. Со тоа, по тригодишна дефлација, во 2017 година домашните цени во Хрватска забележаа просечен раст од 1,2%. Силната фискална консолидација, којашто во Хрватска е присутна од 2014 година наваму, продолжи и во 2017 година, кога **буџетскиот дефицит** се сведе на најниското ниво (0,6% од БДП), а **јавниот долг** и покрај номиналното зголемување, на крајот на третиот квартал се сведе на 81% од БДП. Во ноември, Хрватска вторпат во годината издаде **еврообврзница**, во износ од 1,275 милијарди евра, со купонска каматна стапка од 2,75% и рочност до 13 години. Средствата од ова задолжување се наменети за предвремена отплата и рефинансирање на кредитите на јавните претпријатија (НАС, АРЗ и НС) надлежни за патната инфраструктура. Релативно поволниот амбиент во хрватската економија беше овозможен и од постепено закрепнување на кредитната активност на банките придонесувајќи за забрзување на годишната стапка на раст на вкупните **кредити** на 2,7%. Овој тренд главно произлезе од кредитирањето на домаќинствата (раст на кредитите од 3,4%), коишто сè повеќе се задолжуваат во домашна валута, додека растот на кредитите одобрени на корпоративниот сектор беше умерено послаб и изнесуваше 2,5%. Во анализираниот период беше покрената и јавна дебата околу приклучувањето на **Хрватска во еврозоната**, при што влезот на оваа земја во ЕРМ II е предвиден за 2020 година.

#### Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Хрватска во втората половина од годината и натаму спроведува експанзивна монетарна политика, преку примена на редовните репо-операции за креирање ликвидност со рочност 7 дена по фиксна каматна стапка од 3%. На овие операции, со оглед на високата ликвидност креирана врз основа на девизните интервенции на централната банка<sup>32</sup>, банките имаа релативно низок интерес на само неколку аукции. Во ноември, централната банка по пауза од една година, повторно одржа структурна репо-аукција за креирање долгорочна ликвидност (со рочност до 5 години и намалена каматна стапка на 1,2%<sup>33</sup>). Преку аукцијата беа креирани 0,5 милијарди куни, со што вкупната состојба на структурните репо-операции достигна 1,3 милијарди куни. Спроведувањето на структурната репо-операција беше стимулирано од новата Одлука за спроведување на монетарната политика на ХНБ, донесена во септември 2017 година, со којашто се овозможи формирање збир (англ. pool) на обезбедување составено од хартии од вредност чишто рочности не се поврзани со рочноста на ликвидноста којашто се обезбедува од централната банка (наспроти досегашното искуство рочноста на обезбедувањето да мора да биде еднаква или подолга од рочноста на стекнатата ликвидност). Со тоа, кредитните институции имаат можност во збирот на прифатливо обезбедување да заменуваат, да дополнуваат или да повлекуваат актива и да ги користат за структурните репо-операции.

Монетарни инструменти



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

Номинален девизен курс и интервенции



<sup>32</sup> Централната банка во втората половина од годината откупи 573 милиони евра, со што вкупниот износ на интервенции на девизниот пазар во 2017 година достигна 947 милиони евра.

<sup>33</sup> На последната структурна аукција, којашто се одржа во 2016 година, ликвидноста беше креирана со рочност до 4 години и каматна стапка од 1,4%.