

# Народна банка на Република Македонија



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

(втора половина на 2016 година)

*Дирекција за операции на финансиските пазари*

**март 2017 година**

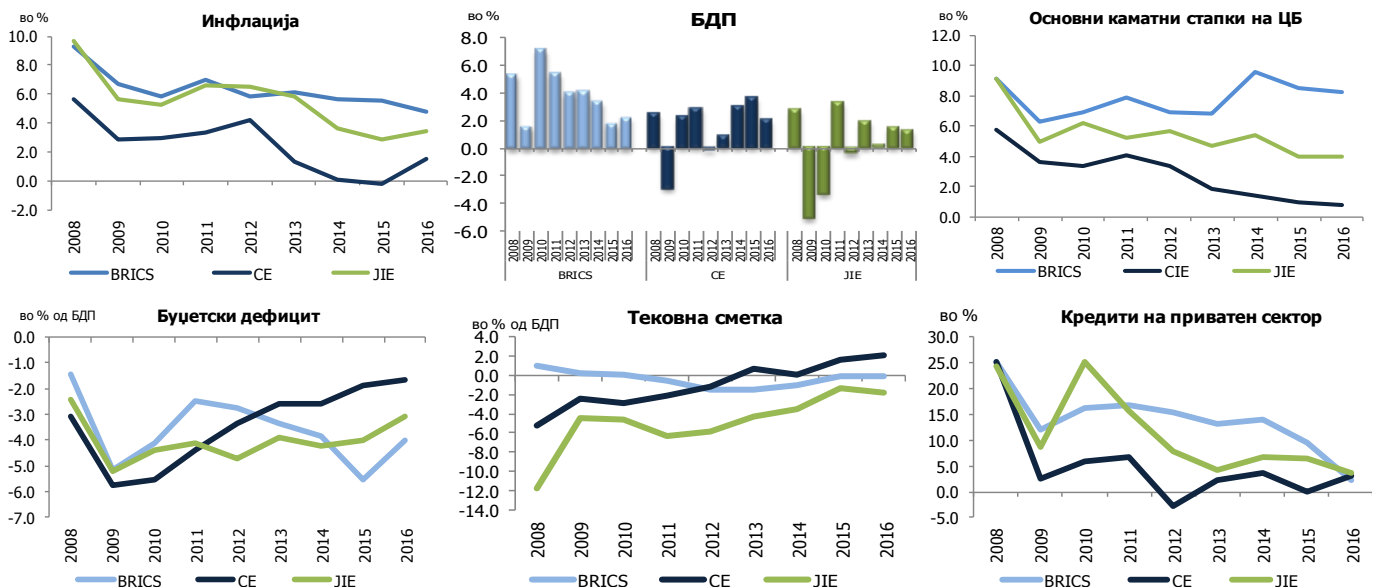
## Вовед

Во втората половина од 2016 година, надолниот тренд на инфлацијата кај земјите од БРИКС овозможи монетарната политика и во овој период главно да биде насочена кон стимулирање на економската активност. Централните банки на Бразил, Русија и Индија ги намалија каматните стапки, додека централните банки на Кина и Јужна Африка не направија измени кај основната каматна стапка. Централната банка на Русија, со оглед на вишокот на ликвидност во банкарскиот систем, ги зголеми стапките на задолжителна резерва и ги заостри условите за прифатливото обезбедување за монетарните операции. Централната банка на Индија презеде дополнителни привремени мерки заради неутрализирање на растот на ликвидноста поради мерката за демонетизација (намалување на готовите пари во оптек), додека централната банка на Кина и натаму креира ликвидност заради поддршка на кредитната активност на банките.

Договорот за ограничување на производството на нафта на глобално ниво придонесе за промена на трендот на инфлацијата кај земјите од Централна и Југоисточна Европа, којашто постепено се приближува кон таргетираните нивоа. Кај земјите од **Централна Европа** карактеристично е забавувањето на економскиот раст во 2016 година, под најголемо влијание на пониската инвестициска потрошувачка заради искористеноста на фондовите на ЕУ, додека личната потрошувачка и натаму е двигател на економскиот раст во овие земји. Во вакви околности, централните банки на земјите од Централна Европа и натаму спроведуваат експанзивна монетарна политика преку задржување на каматните стапки на историски ниско ниво. Во Унгарија, централната банка и натаму го приспособуваше сетот монетарни инструменти со цел да се пренасочи вишокот на ликвидност на банките кон примарниот пазар на државните хартии од вредност, а заради намалување на надворешниот долг на земјата. Девизниот курс на полската злота и унгарскиот форинт беа релативно стабилни, додека чешката валута и натаму беше изложена на апрецијациски притисоци поврзани со зголемениот интерес на нерезидентите за државните хартии од вредност.

**Измените кај монетарните инструменти кај централните банки на земјите од Југоисточна Европа** и во втората половина на 2016 година беа направени заради поддршка на економската активност. Централната банка на Србија и натаму ја намалуваше основната каматна стапка и го стесни коридорот на каматни стапки преку намалување на каматната стапка на кредитот преку ноќ. Централната банка на Хрватска, и во анализираниот период креираше ликвидност во банкарскиот систем, преку редовните и структурните долгорочни репо-операции, чијашто цел е поттикнување на кредитната активност во земјата. Централната банка на Турција соочена со предизвикот за зачувување на финансиската стабилност по обидот за државен удар и заради запирање на депрецијациските притисоци на лирата, презеде бројни мерки, коишто вклучуваа промена на каматните стапки и на стапките на задолжителна резерва и намалување на креираната ликвидност преку монетарните инструменти.

### Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

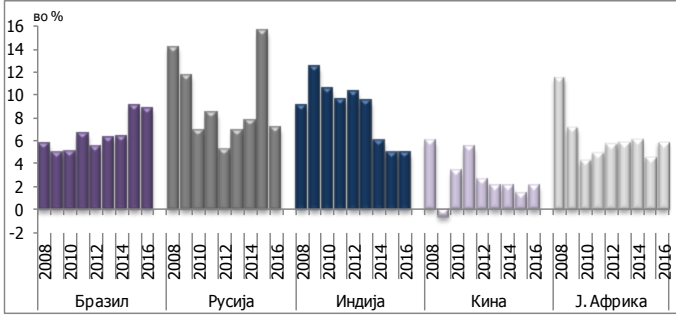


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централни банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. CE: Чешка, Полска, Унгарија; JIE: Србија, Хрватска, Турција

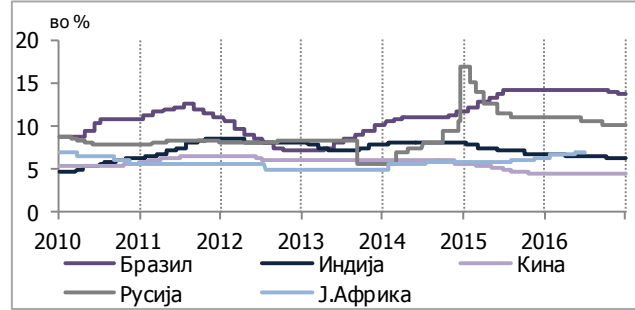
# 1. БРИКС

## Основни економски податоци

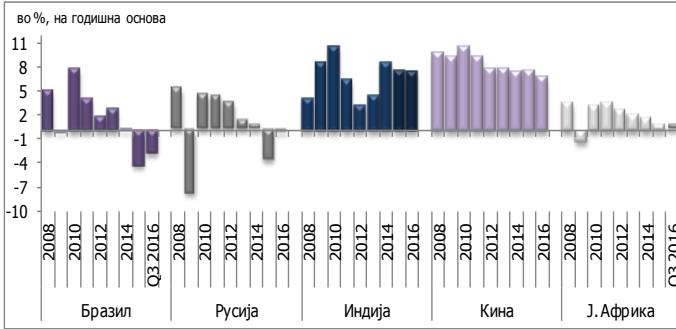
Инфлација



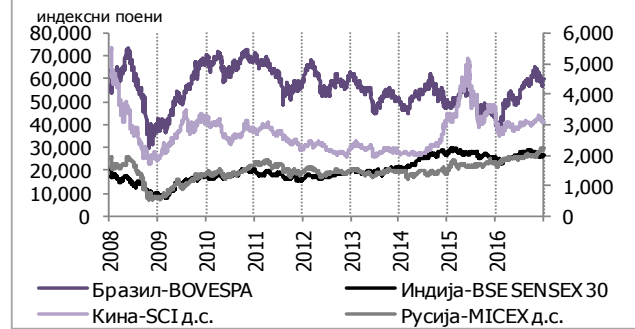
Основни каматни стапки на ЦБ



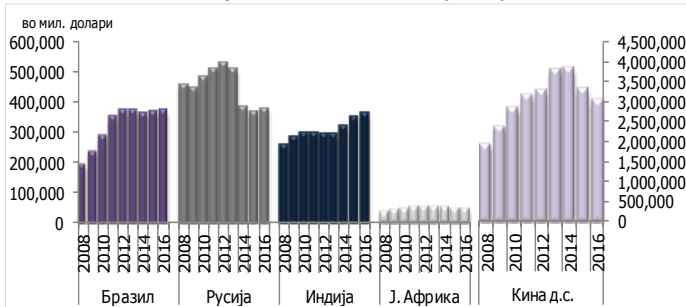
Раст на БДП



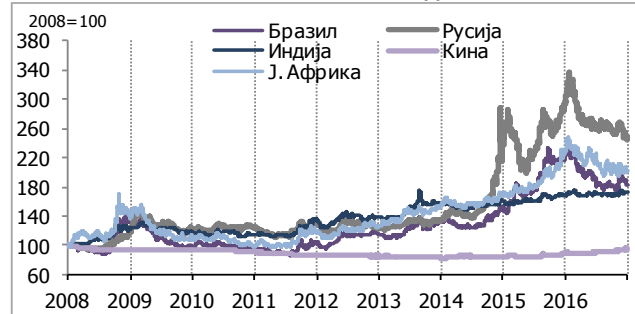
Берзански индекси



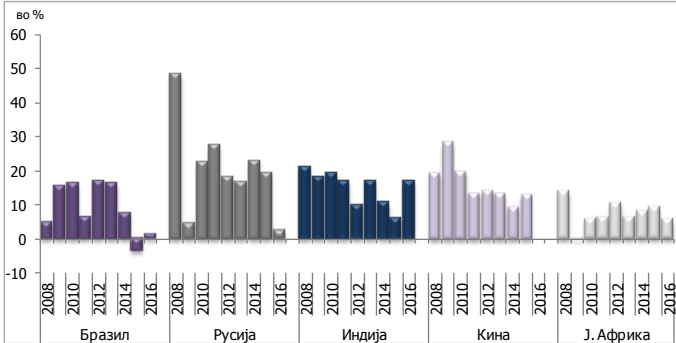
Состојба на девизните резерви



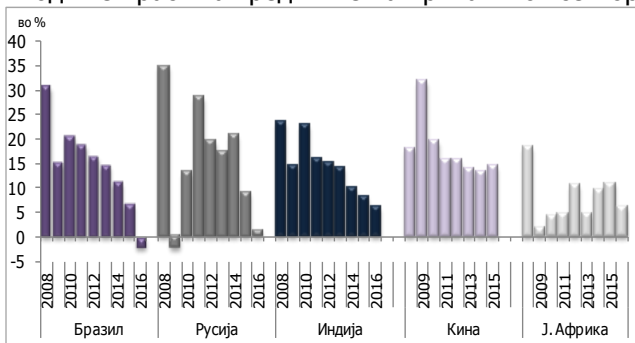
Номинални девизни курсеви



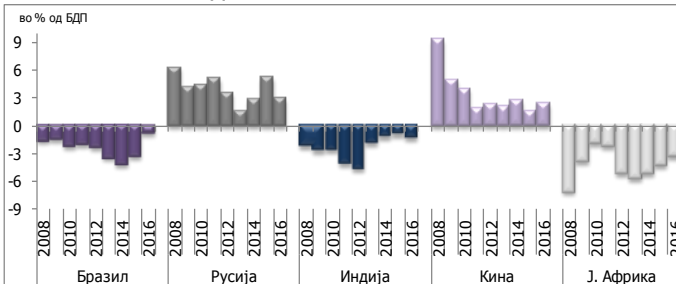
Годишен раст на депозитите на приватниот сектор



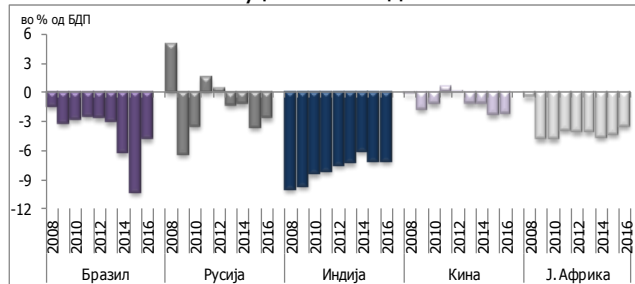
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\*Извор: база на податоци на ММФ.

\*Извор: база на податоци на ММФ.

## 1.1. Бразил – натамошен пад на економијата, намалување на инфлацијата и јакнење на реалот

### **Макроекономско окружување**

Разрешувањето на Дилма Русеф во август 2016 година и назначувањето на Мишел Темер (нејзиниот заменик) за нов претседател на Бразил имаше краткотрајни ефекти врз деловната доверба, а макроекономските показатели за втората половина на 2016 година беа разочарувачки и упатуваа на продолжување на најдлабоката рецесија во оваа земја од 1980-тите години. **Во третиот квартал на 2016 година БДП** и натаму се намалува (за 2,9%), при пад на личната потрошувачка (заради раздолжување на домаќинствата, намалувањето на реалниот доход и растот на невработеноста до 12% во декември) и продолжен пад на инвестициите, со оглед на рекордно ниската инвестициска доверба, високите каматни стапки и слабата кредитна поддршка. **Кредитната активност** и натаму се намалуваше, така што годишната промена на вкупните кредити одобрени на приватниот сектор премина во негативна територија, под најголемо влијание на падот на корпоративните кредити (за 1,9% во октомври, за што придонесе и растот на нефункционалните кредити), а кредитите на домаќинствата минимално се зголемија (за 0,5%). Пониската економска активност се одрази и врз **јавните финансии** (продлабочување на примарниот дефицит од 1,9% во 2015 година на 2,5% од БДП во 2016 година<sup>1</sup> и раст на јавниот долг од 65,5% во 2015 година, на 69,5% од БДП во 2016 година), а придонесе и за намалена увозна побарувачка, стеснување на дефицитот во тековната сметка (од 3,3% во 2015 година, на 1,3% од БДП во 2016 година) и апрецијација на валутата за околу 18% во 2016 година. Падот на **личната потрошувачка** овозможи намалување на цените на храната и соодветно, забрзана надолна инфлација (од 8,8% во јуни, на 6,3% во декември), којашто се сведе во рамки на таргетот (4,5%, со дозволени граници на флукуација од +/-2 п.п.).

### **Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс**

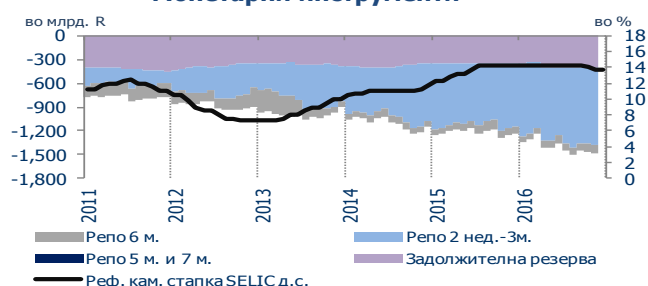
Разочарувачките показатели за економската активност и надолниот тренд на инфлацијата создадоа солидна основа за олабавување на монетарната политика во Бразил. Имено, кон крајот на 2016 година, централната банка на Бразил во два наврати ја намали таргетираната каматна стапка на пазарот на пари (SELIC) за вкупно 0,5 п.п. (на ниво од 13,75%)<sup>2</sup> и ги применуваше репо-операциите за повлекување ликвидност од банкарскиот систем, чијашто состојба беше релативно стабилна. Со оглед на навлегувањето на инфлацијата во таргетираната зона, а во обид за зголемување на кредибилитетот околу остварувањето на основната цел, централната банка за 2017 година го задржа таргетот од 4,5%, но ја стесни зоната на дозволена флукуација на инфлацијата на +/-1,5 п.п.. И покрај капиталните одливи од земјата поради политичката неизвесност, валутата во втората половина на 2016 година и натаму апрецираше, под најголемо влијание на слабата увозна побарувачка. Во такви околности, централната банка и во овој период применуваше аукции за обратни своп девизни трансакции заради повлекување на вишокот девизна ликвидност. Сепак, со оглед на неповолниот ефект на апрецираната валута врз економската активност, од август до ноември 2016 година централната банка нудеше помал износ на аукциите за обратни своп-трансакции, создавајќи простор за слабеење на реалот. Централната банка ги применуваше девизните своп-операции во најголем дел од анализираниот период, а во ноември направи привремен деветдневен прекин, непосредно по претседателските избори во САД и јакнењето на вредноста на доларот<sup>3</sup>.

**Буџетски дефицит**



Извор: [nexus.nordea.com/research](http://nexus.nordea.com/research)

**Монетарни инструменти**



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

<sup>1</sup> Којшто првпат по неколку години беше во рамки на таргетот.

<sup>2</sup> На почетокот на 2017 година, со оглед на натамошниот пад на инфлацијата, каматната стапка беше намалена за дополнителни 0,75 п.п., на ниво од 13%.

<sup>3</sup> По изборот на Трамп за претседател, реалот забележа најстрмен пад од 2011 година наваму.

## 1.2. Русија – излез од рецесија, апрецијација на рубљата и надолна динамика на инфлацијата

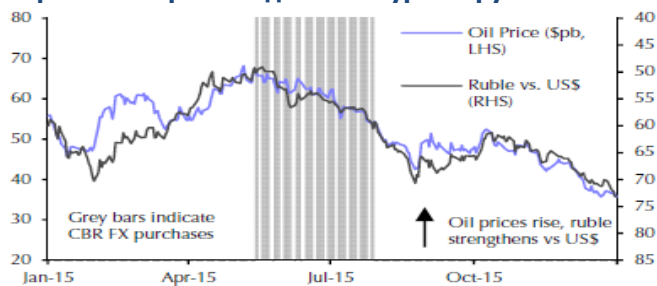
### **Макроекономско окружување**

По исцрпувањето на негативните шокови од санкциите и од падот на цената на нафтата, показателите за втората половина на 2016 година сигнализираат натамошна ревитализација на руската економија. За тоа сведочи растот (од околу 1%) на **БДП** за последниот квартал, којшто сигнализира излез на Русија од двегодишната рецесија, со изгледи за враќање на долгорочната патека на раст<sup>4</sup>. Значителен придонес кон закрепнувањето на економијата имаше високата странска побарувачка, а во иста насока беа движењата и кај личната потрошувачка<sup>5</sup>, каде што закрепнувањето е поддржано од расположливиот доход поради падот на инфлацијата. Надолната динамика на **инфлацијата** (од 7,5% во јуни на 5,4% во декември), којашто сè уште е повисока од таргетот (4%) е поврзана со апрецијацијата на рубљата (околу 10% во втората половина на 2016 година) предводена од глобалниот раст на цената на нафтата. Во финансискиот сектор, и покрај проширувањето на депозитната база, банките имаа слаба кредитна активност, за што придонесе влошувањето на квалитетот на активата (нефункционалните кредити достигнаа 10% од вкупните кредити). Во сферата на **фискалната политика**, мерките за консолидација главно на расходната страна доведоа до пад на јавната потрошувачка и намалување на буџетскиот дефицит (од 3,7% во 2015 година, на 1,5% од БДП заклучно со октомври<sup>6</sup>). Со оглед на постепено исцрпување на средствата од резервниот фонд, потрошувачката на јавниот сектор се финансираше преку продажба на акции на три државни компании (со вкупен ефект од 1,3% од БДП), а беше емитирана и втората десетгодишна еврообврзница деноминирана во САД-долари, во износ од 1,25 милијарди долари, по каматна стапка од 3,9%<sup>7</sup>.

### **Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс**

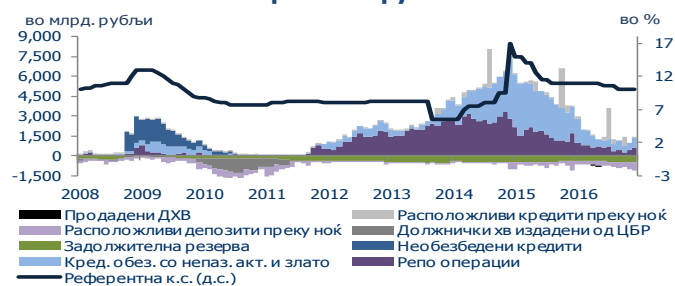
Како резултат на комбинацијата од надолниот тренд на инфлацијата и променливите инфлациски очекувања, централната банка на Русија во втората половина на 2016 година само еднаш ја намали основната каматна стапка (на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност) за 0,5 п.п., со што нејзиното ниво (10,0%) дополнително се приближи кон преткризното (9,5%) од ноември 2014 година. Во истиот период, а со оглед на значително подобрената ликвидносна состојба на банките (заради користење средства од резервниот фонд), беа заострени условите за минималниот кредитен рејтинг на издавачот на хартиите од вредност што може да се користат како обезбедување за монетарните операции, а дел од вишокот ликвидност беше стерилизиран преку задолжителната резерва. За таа цел, во втората половина на 2016 година стапките на задолжителна резерва беа дополнително зголемени<sup>8</sup>, и тоа за 0,75 п.п., на 5% за обврските во рубљи и за 1,75 п.п. на девизните обврски на банките (на 6% за девизните обврски кон физички лица и на 7% за останатите девизни обврски), а во основата за утврдување на задолжителната резерва беше вклучен субординираниот долг и издадените обврзници на банките со рочност подолга од три години. Отплатата на надворешен долг на фирмите и ниската цена на нафтата, заедно со диференцираните стапки на задолжителна резерва придонесоа за забавена динамика на девизните депозити, чиешто учество во вкупните депозити во првите девет месеци од 2016 година се намали од 24,7% на 18,8%. Во втората половина на 2016 година рубљата апрецираше, но не поради подобрените економски фундаменти, туку заради приливите поврзани со приватизацијата на државниот капитал и умерениот раст на цената на нафтата.

**Цена на нафтата и девизен курс на рубљата**



Извор: „Капитал економикс“.

**Монетарни инструменти**



Извор: Централна банка на Русија

<sup>4</sup> Согласно со првичните оценки, годишната промена на БДП за 2016 година е минимално негативна (-0,2%) наспроти ревидираниот пад од 2,8% во претходната година (Извор: Capital Economics, Russia GDP (2016), од 1 февруари 2017 година).

<sup>5</sup> Којашто сè уште има негативен придонес кон економската активност.

<sup>6</sup> Извор: Банката на Русија (Monetary policy report, Dec. 2016 [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

<sup>7</sup> Интересот за обврзницата беше шестпати повисок од понудата, а просечната остварена каматна стапка беше пониска од првата евро-обврзница (4,75%) издадена во мај 2016 година (Извор: [www.reuters.com](http://www.reuters.com)).

<sup>8</sup> Во првото полугодие 2016 година беа зголемени само стапките на задолжителна резерва за девизните обврски кон правни субјекти за 1 п.п.

### 1.3. Индија – солиден економски раст и стабилизација на инфлациските притисоци

#### **Макроекономски окружување**

Структурните реформи коишто неколку години се спроведуваат во Индија имаа позитивни ефекти и во втората половина на 2016 година, кога **БДП** и натаму растеше со највисоки стапки (7,2%) на светско ниво. Растот и натаму беше предводен од приватната потрошувачка, деловната доверба се зголеми на ниво коешто не е забележано во последните неколку години, а добрите извозни остварувања овозможија натамошно стеснување на дефицитот во тековната сметка на 0,6% од БДП. **Јавната потрошувачка** и во анализираниот период беше еден од факторите што придонесе за солидните економски остварувања, со што и оваа година отсутствуваше фискална консолидација, а буџетскиот дефицит и јавниот долг се задржаа на релативно високо ниво (од 7% и 68% од БДП, соодветно). Во доменот на **кредитната активност на банките**, во услови на постојано влошување на квалитетот на банкарската актива (нефункционалните кредити се зголемија од 7,8% во март на 9,1% во септември 2016 година) и ниската профитабилност на банките, во втората половина на 2016 година значително забави растот на кредитите одобрени на корпоративниот сектор, којшто се пренасочи на примарниот пазар на корпоративни обврзници. Во такви околности, вкупниот годишен кредитен раст во 2016 година (5,1%) беше најнизок од 2012 година наваму, кога кредитите растаа со стапки од околу 13%. **Инфлацијата** ја продолжи надолната патека сведувајќи се на 3,4% на крајот на годината, со што е извесно постигнувањето на таргетот за инфлацијата во март 2017 година (5% со граници на флукуација од +/-2 п.п.). На 8 ноември 2016 година беше објавено дека најзастапените банкноти со апоени од 500 и 1.000 рупии од 9 ноември нема да бидат законско средство за плаќање. Имајќи ја предвид целта, демонетизација на економијата преку стимулирање на безготовинските трансакции, намалување на неформалниот сектор и зголемена наплата на даноците<sup>9</sup>, беше дадена можност за ограничена замена на неважечките со нови банкноти, но до максимален дневен износ и депонирање на преостанатите средства во банка. Мерката, на краток рок, придонесе за висок пад на готовината, раст на депозитите и потреба за активна примена на монетарните инструменти за стерилизирање на вишокот ликвидност. Оваа мерка имаше краткотраен ефект и врз активните каматни стапки на банките и пад на активноста во услужните сектори, каде што најзастапени се готовинските трансакции.

#### **Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс**

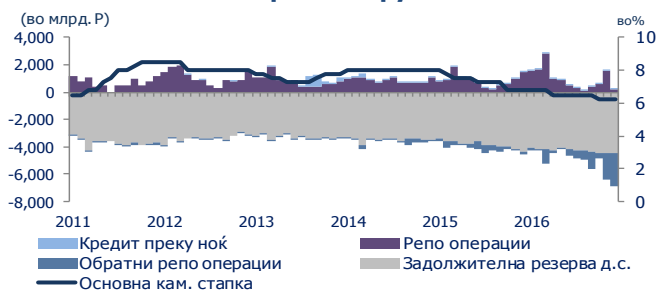
Релативно стабилната инфлација овозможи продолжување на експанзивната монетарна политика и во втората половина на 2016 година, кога основната каматна стапка (на репо-операциите за креирање ликвидност преку ноќ) беше намалена за 0,25 п.п., на најниско ниво (6,25%) од 2010 година наваму. Со оглед на повисоката ликвидност непосредно по одлуката за демонетизација, централната банка од ноември активно применува репо-операции за повлекување ликвидност со рочност до 91 ден<sup>10</sup>, а од крајот на ноември ги промени ликвидносните коефициенти, со што овозможи пораст на инвестициите на банките во домашни хартии од вредност. Како привремена мерка од 26. ноември до 10. декември банките издвојуваа и дополнителна задолжителна резерва, којашто беше еднаква на стопроцентниот раст на депозитите по видување и орочените депозити за периодот од 16. септември до 11. ноември 2016 година. Од средината на декември, со оглед на зголемената побарувачка за готовина пред новогодишните празници, ликвидноста постепено се нормализира и овозможи намалување на износот на инструментите за повлекување ликвидност. Зголемената понуда на рупии во ноември и пониските капитални приливи придонесоа за краткотрајна депрецијација на валутата, поради што централната банка на девизниот пазар се појави и со нето-продажба на девизи.

#### **Номинален девизен курс и интервенции на ДП**



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

#### **Монетарни инструменти**



Извор: „Блумберг“.

<sup>9</sup> Првичните податоци за даночните приходи во декември покажуваат позитивни ефекти на мерката во овој сектор (Извор: <http://indianexpress.com/article/business/economy/no-fake-currency-was-seized-from-nov-8-to-dec-30-finance-ministry-tells-pac-4484561/>).

<sup>10</sup> На обратните репо-операции на коишто се применува тендер со износи и максимална каматна стапка (6,24% за сите рочности) интерес имаше главно на пократките рочности (до 3 дена).

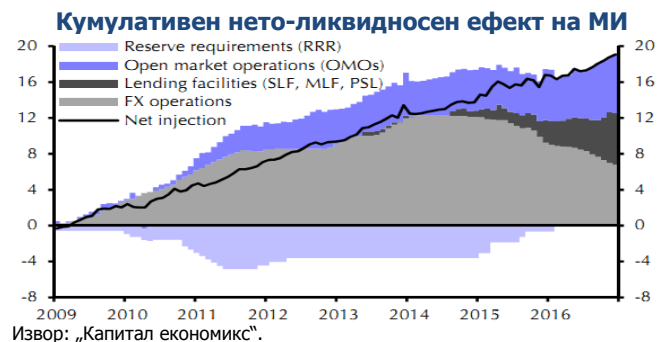
#### 1.4. Кина – стабилизирање на растот, во услови на експанзивна монетарна политика

##### **Макроекономски окружување**

Во втората половина на 2016 година кинеската економија бележеше **рамномерен раст**, што се потврдува со непроменетата стапка на раст (од 6,7%) во првите три квартали од годината<sup>11</sup> и зголемувањето на БДП во четвртиот квартал за 6,8% на годишно ниво. Со тоа, вкупниот раст на БДП во 2016 година за Кина (6,7%) е во рамки на владиниот таргет и само минимално понизок од претходната година кога изнесуваше 6,9%. Солидниот раст, и покрај владините мерки за затегнување на пазарот на недвижности, произлегува од високата лична потрошувачка (главно за недвижности и автомобили), којашто поддржана од кредитната активност (13,5% во декември) и ниската невработеност, придонесе за забрзан раст на трговијата на мало и стабилен раст (од 6%) на индустриското производство. Висок придонес кон растот имаше и инвестициската потрошувачка, што во значителен дел се должи на државните инвестиции. Сепак, зголемувањето на **буџетскиот дефицит** (на околу 3,8% од БДП во 2016 година) над таргетираното ниво на Владата (3% од БДП), како и забавувањето на јавните инвестиции во декември 2016 година (на околу 8%, наспроти просечниот раст од околу 20% во првите единаесет месеци од 2016 година) укажуваат на намалување на фискалната поддршка за растот на Кина во 2017 година. Во **надворешниот сектор**, слабата глобална побарувачка неповолно влијаеше врз извозот, што заедно со еластичната домашна побарувачка и зголемениот увоз на стоки придонесе за стеснување на суфицитот во тековната сметка, па од 2,7% во 2015 година тој се сведе на околу 1,9% од БДП во 2016 година. Високата лична потрошувачка беше фактор за брз пораст на цените на прехранбените производи, што заедно со растот на цените на нафтата создадоа нагорен тренд на **инфлацијата** (2,1% во декември 2016 на највисоко тригодишно ниво), кој сè уште е под таргетот од 4%.

##### **Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс**

Поради солидните економски остварувања, како и ниската инфлација и стабилните инфлациски очекувања, централната банка на Кина во втората половина на 2016 година продолжи со експанзивната монетарна политика, задржувајќи ги таргетираните каматни стапки за кредитите и депозитите на непроменето ниво и применувајќи ги операциите на отворен пазар за креирање ликвидност (седумдневни и едnodневни репо-операции и структурни репо-операции, заради поддршка на кредитирањето). Заради овозможување поголема флексибилност во управувањето со ликвидноста, од 15. јули се применува нова методологија за утврдување на износот на задолжителна резерва на банките, во којашто како депозитна основа се користи просекот од десетдневната состојба на депозитите, наспроти дотогашната практика – основа за задолжителната резерва да биде состојбата на депозитите на последниот ден од десетдневниот период за пресметка<sup>12</sup>. Нето-одливите на капитал, коишто се засилија во четвртиот квартал на 2016 година<sup>13</sup>, како реакција на јакнењето на доларот по претседателските избори и очекувањата за натамошен раст на каматата од страна на ФЕД, придонесоа за депрецијација на јуанот (за околу 7%), што заедно со интервенциите на продажба на девизи придонесоа за пад на девизните резерви на најниско ниво од 2011 година наваму. На крајот на годината, заради намалување на променливоста на валутата, централната банка ја промени структурата на валутната кошничка, со вклучување 11 нови валути<sup>14</sup> и ги намали пондерите за американскиот долар и еврото.



<sup>11</sup> Во модерната економска статистика не е забележано одредена економија да расте со иста годишна стапка во три последователни квартали. Извор: "China Data Response", Capital Economics, 20 јануари 2017.

<sup>12</sup> За т.н. „офшор“ банки, основа за утврдување на износот на задолжителна резерва се обврските во рамки на секој квартал.

<sup>13</sup> За првите 11 месеци од 2016 година се проценуваат околу 309 милијарди долари и придонесоа за раст на дефицитот на капиталната сметка на околу 6% од БДП за 2016 година.

<sup>14</sup> Со тоа вкупниот број на валути двојно се зголеми, а помеѓу новите валути се издвојуваат валутите на Јужна Африка, Јужна Кореја, Турција, Полска, Унгарија, Саудиска Арабија, Обединети Арапски Емирати.

## 1.5. Јужна Африка – раст на инфлацијата и заострена монетарна политика

### Макроекономски движења

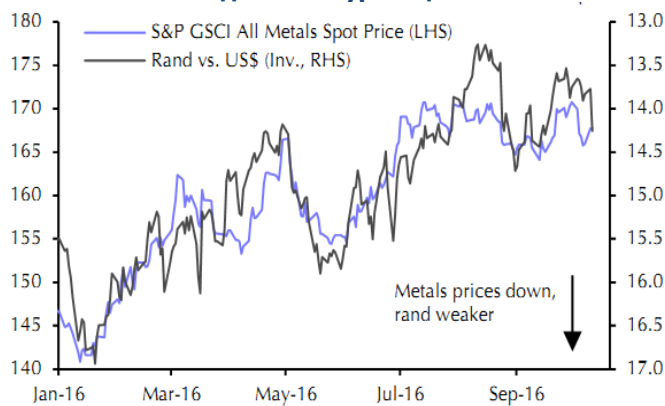
Непосредно по падот на економската активност во првиот квартал на 2016 година, во преостанатиот период од 2016 година, јужноафриканската економија забележа минимален раст на активност (во вториот и третиот квартал годишниот раст на **БДП** изнесуваше 0,7%), најавувајќи го најнискиот годишен раст (околу 0,5% за 2016 година) во последните седум години. Најголем придонес кон ваквите движења имаа рударскиот сектор, јавните инвестиции и финансискиот сектор, а натамошниот пад на индустриското производство соодветно се одрази со нагорен тренд на невработеноста, којашто достигна највисоко ниво (26,5%) по 2008 година. Скромната економска активност во комбинација со **високата и растечка инфлација** (од 6% во јули на 6,8% во декември<sup>15</sup>) негативно се одразија врз расположливиот доход на домаќинствата и личната потрошувачка. Воедно, изразените политички ризици во земјата и слабата инвестициска доверба придонесоа за забавување на растот на **кредитите** одобрени на приватниот сектор (како на домаќинствата, така и на фирмите), којшто по релативно солидниот и стабилен раст од околу 8% во периодот 2012-2015 година, кон крајот на 2016 година се сведе на околу 6%. Натамошните релативно високи одливи од земјата врз основа на дивиденди и каматни отплати придонесоа за задржување на дефицитот во тековната сметка на релативно високо ниво од 4,1% во третиот квартал на 2016 година.

### Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс

И покрај нагорниот тренд на домашните цени, а со оглед на изгледите дека инфлацијата на среден рок ќе се задржи во таргетираната зона, централната банка на Јужна Африка во втората половина на 2016 година и натаму применуваше рестриктивна монетарна политика, задржувајќи ја каматната стапка на основниот инструмент (седумдневните репо-операции за креирање ликвидност) на непроменето и релативно високо ниво од 7%<sup>16</sup>.

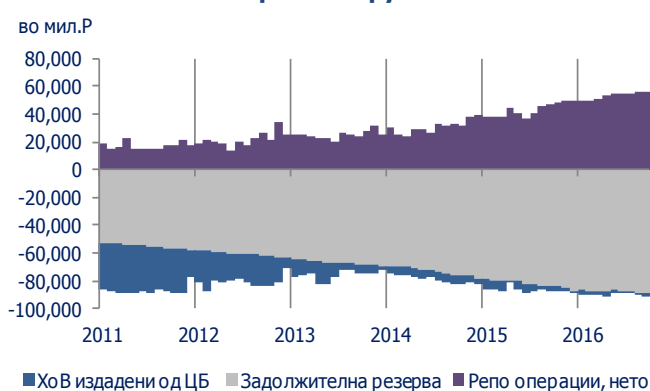
Врз динамиката на девизниот курс на рандот во втората половина на 2016 година, покрај случувањата на политичката сцена во земјата коишто главно имаа краткорочни ефекти, значително влијание имаа и промените на цените на металите на меѓународните пазари, како и потрагата на меѓународните инвеститори за позитивни приноси. Во такви околности, на крајот на 2016 година, рандот апрецира за околу 18%, на годишна основа. Иако ваквите движења на краток рок придонесоа за влошување на конкурентноста на домашното производство, според оценките на централната банка на Јужна Африка вредноста на валутата е сè уште пониска за околу 9% од просекот за претходните 15 години, така што не претставува сериозна закана за односите на размена на оваа земја<sup>17</sup>.

Номинален девизен курс и цени на стоките



Извор: „Капитал економикс“.

Монетарни инструменти



Извор: централната банка на Јужна Африка.

<sup>15</sup> Инфлацијата којашто континуирано се одржуваше над таргетираната зона на централната банка од 3 до 6%, главно произлезе од промените на цената на нафтата.

<sup>16</sup> Со тоа во првата половина на 2016 година беше заокружен циклусот на зголемување на основната каматна стапка (којашто е повисока за 0,75 п.п. во однос на декември 2015 година).

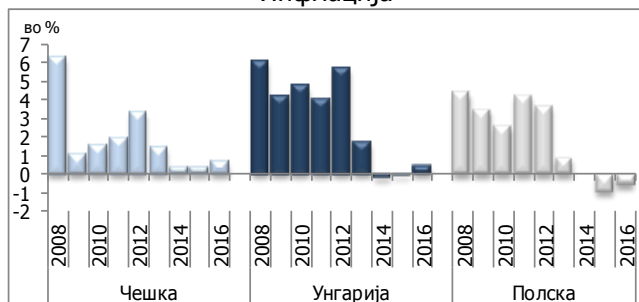
<sup>17</sup> Извор: централна банка на Ј. Африка [www.resbank.co.za](http://www.resbank.co.za).



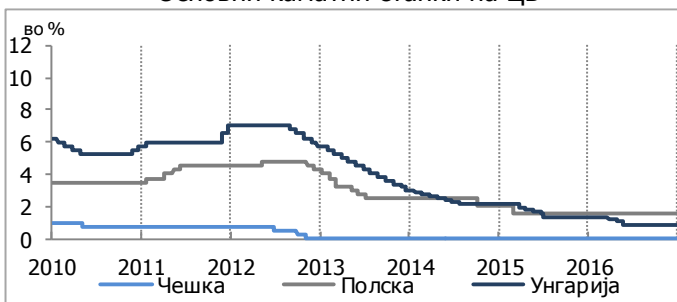
## 2. Земји од Централна Европа

### Основни економски податоци

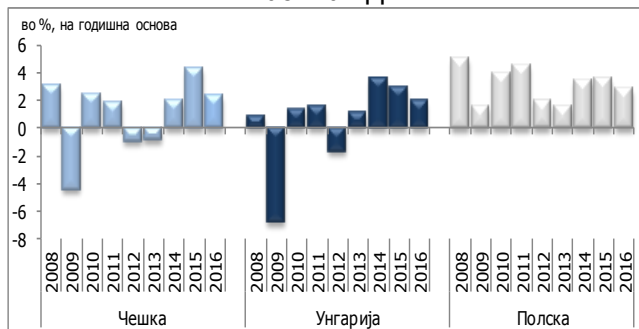
Инфлација



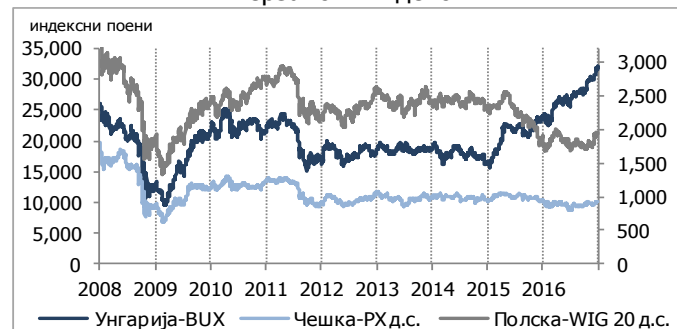
Основни каматни стапки на ЦБ



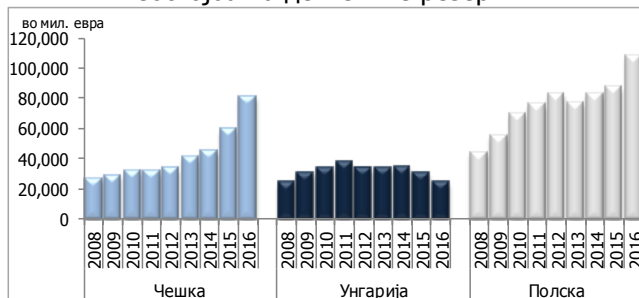
Раст на БДП



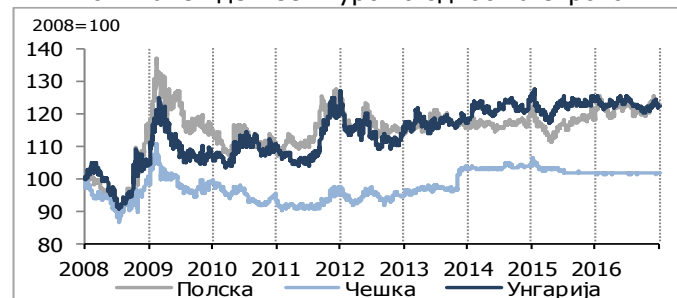
Берзански индекси



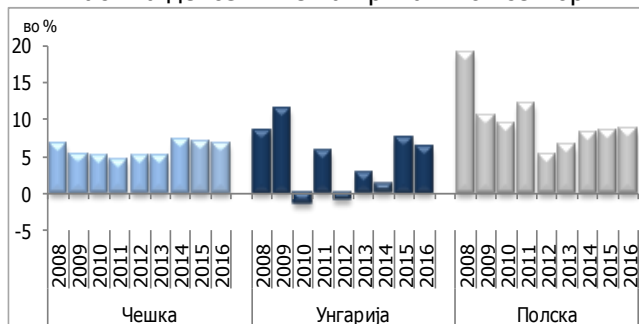
Состојба на девизните резерви



Номинален девизен курс во однос на еврото



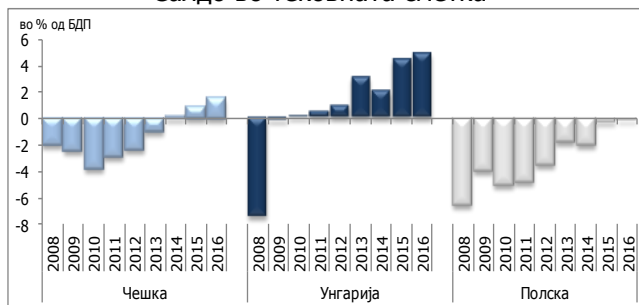
Раст на депозитите на приватниот сектор



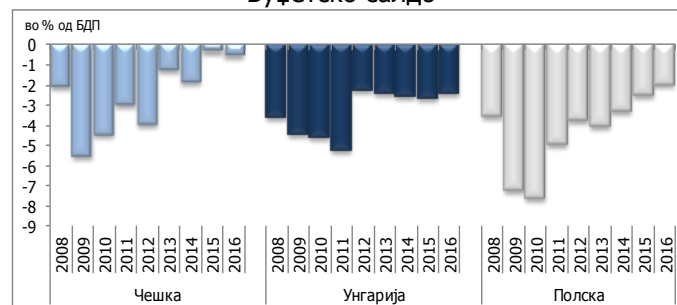
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\*Извор: база на податоци на ММФ.

\*Извор: база на податоци на ММФ

## 2.1. Полска – забавување на растот и нагорна динамика на инфлацијата

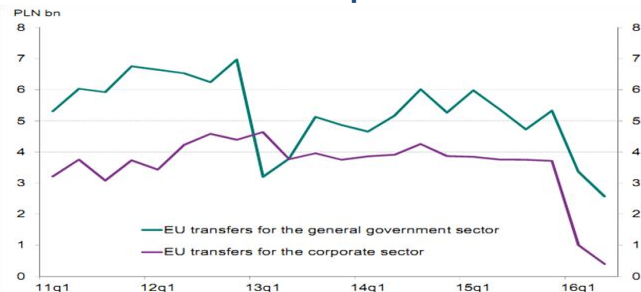
### Макроекономски движења

Во втората половина на 2016 година, полската **економија** и натаму растеше, но послабо (2,6% наспроти 3,1% во првата половина на 2016 година), со што вкупниот раст за 2016 година (2,8%) е најнизок од 2013 година наваму. Забавениот раст е одраз на падот на инвестициите, поради ниската апсорпција на средства од фондовите од ЕУ во претходните години и зголемената неизвесност во бизнис-секторот, а влијание имаше и послабата извозна побарувачка. Од друга страна, личната потрошувачка и натаму се зголемуваше, при брзо проширување на расположливиот доход, поддржано од постојаниот раст на платите, падот на **невработеноста** на најниско ниво (8,2% во ноември) во посткомунистичкиот период и примена на програмата „500+“<sup>18</sup>. Личната потрошувачка беше поддржана и од засилувањето на потрошувачките кредитите на домаќинствата, коишто во голем дел го надоместија ефектот од пониската кредитна побарувачка на корпоративниот сектор. Во такви околности, годишната стапка на раст на **вкупните кредити** одобрени на нефинансискиот сектор во втората половина на 2016 година умерено се намали (во просек, околу 4,5%, наспроти просечниот раст од околу 5% во првата половина на 2016). Зголемената домашна побарувачка и позитивниот придонес на цените на нафтата и прехранбените добра придонесоа за продолжување на растот на цените, така што по две и пол годишниот период на дефлација, **инфлацијата** на крајот на 2016 година достигна 0,8%. Остварувањата во **Буџетот** за 2016 година, согласно со првичните оценки, упатуваат на натамошно стеснување на дефицитот, којшто се сведе на најниско ниво (под 2%<sup>19</sup>) од 2008 година наваму, главно заради забавеното остварување на инвестициите, коишто претежно се финансираат од фондовите на ЕУ<sup>20,21</sup>. Поради можен депрецијациски притисок врз валутата и високи загуби на банките, одлуката за конверзија на кредитите одобрени во швајцарски франци е сè уште предмет на ревидирање, а на банките им е препорачано да исполнуваат повисоки капитални барања и да применуваат повисоки пондери за ризик за кредитите одобрени во швајцарски франци, што би требало да доведе до доброволна конверзија на кредитите од страна на банките.

### Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс

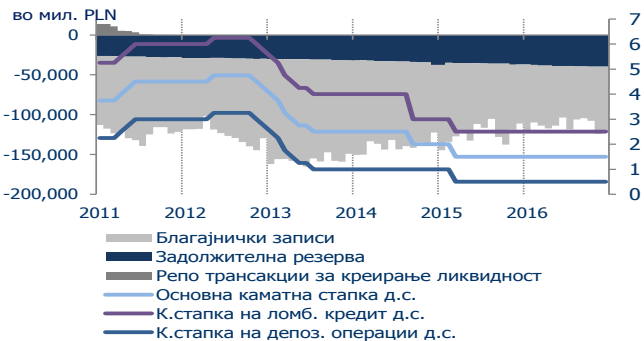
Поради забавувањето на растот и пониската инфлација од таргетот (2,5%), централната банка на Полска во втората половина на 2016 година ја задржа основната каматната стапка (на седумдневни благајнички записи) на непроменето ниво (1,5%). Со оглед на проектираната патека на инфлацијата, за којашто се очекува дека ќе го достигне таргетот на крајот на 2017 година, централната банка најави дека нема изгледи за зголемување на каматната стапка во следните квартали. Состојбата на благајничките записи, по намалувањето во првата половина на 2016 година поради зголемената побарувачка за ликвидност заради уплата на данокот за банките (во висина од 0,44% од нивната актива), во втората половина на 2016 година се задржа на релативно стабилно ниво и во просек беше најниска во последните шест години. Девизниот курс на домашната валута во однос на еврото беше релативно стабилен, врз што извесно влијание имаше преиспитувањето на предлогот за конверзија на кредитите одобрени во швајцарски франци. На примарниот пазар на државните хартии од вредност, во услови на потврда на кредитниот рејтинг на земјата, приносите на обврзниците беа на релативно стабилно ниво, коешто е карактеристично од средината на 2015 година наваму.

#### Трансфери од ЕУ до буџетот и корпоративниот сектор



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

#### Монетарни инструменти



<sup>18</sup> Преку програмата 500+ за социјален детски надомест, којашто започна да се применува во април 2016 година, до ноември 2016 се исплатени речиси 96% од планираните средства (16-17 милијарди злоти) согласно со буџетот (Извор: ESPN Flash Report 2016/45, EC).

<sup>19</sup> Извор: <http://www.nasdaq.com/article/polands-2016-fiscal-deficit-stood-below-2-pct-of-gdp--finmin-20170116-00145>

<sup>20</sup> Во ноември парламентот го отфрли предлогот за намалување на старосната граница за пензионирање од тековните 67 години, на 65 години за мажи и 60 години за жени, поради високото буџетско оптоварување за следните години.

<sup>21</sup> Во септември, Европската комисија ѝ нареди Полска да го суспендира новиот данок за промет на мало, бидејќи создава селективна конкурентска предност, што услови надолна корекција на проектираните буџетски приходи.

## 2.2. Чешка – пад на економската активност и нагорен тренд на инфлацијата

### **Макроекономски движења**

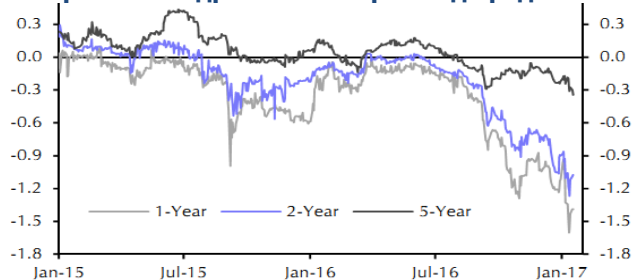
**Инфлацијата** во Чешка, за разлика од изминатиот четиригодишен период на одржување под таргетираното ниво, во втората половина на 2016 година, имаше силен нагорен тренд со што во декември 2016 година го достигна таргетот од 2%. Истовремено, чешката економија и покрај најбавниот раст во последните три години, заради падот на инвестициската потрошувачка поврзана со користењето на фондовите на ЕУ (во четвртиот квартал на 2016 БДП се зголеми 1,7%, со што годишниот економски раст за 2016 година достигна 2,3%), во 2016 година беше во добра форма, со оглед на тоа дека се приближи кон потенцијалното ниво и предизвика проширување на **суфицитот во тековната сметка** (на околу 1,5% од БДП). Личната побарувачка, којашто и натаму има солидна поддршка кон растот, во голем дел беше поддржана од намалувањето на невработеноста (5,2% во декември 2016 година, коешто е меѓу најниските во ЕУ) и од засилената побарувачка за кредити од домаќинствата. Ваквите околности, заедно со олеснувањето на условите за кредитирање, подобрата ликвидносна состојба, зголемената конкуренција помеѓу банките и очекувањата за подобрување на остварувањата на економијата овозможија стабилизирање на растот на **кредитите** на нефинансискиот сектор (околу 8%), при засилување на кредитирањето на домаќинствата (главно на потрошувачките кредити) и забавување на растот на корпоративните кредити. Солодните економски остварувања овозможија поволни трендови и во **фискалниот сектор**, каде што во услови на натфрлање на планираните приходи и стеснување на јавните инвестиции, буџетот во 2016 година имаше највисок суфицит во последните две декади<sup>22</sup> и овозможи намалена потреба за задолжување (јавниот долг трета година по ред бележи пад, од 41,1% во 2015 година, на околу 40% од БДП на крајот на 2016 година).

### **Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс**

Со оглед на пониската инфлација во однос на таргетот до декември 2016 година и при изразени апрецијациски притисоци на круната, централната банка на Чешка ја задржа истата основна каматна стапка и продолжи со примената на девизниот курс како монетарен инструмент. Притоа, со оглед на проектираната траекторија на инфлацијата (околу или над таргетот) во следниот период, централната банка на Чешка најави дека девизниот курс ќе го користи како инструмент на монетарната политика најдоцна до вториот квартал на 2017 година.

Солодните економски остварувања, позитивните каматни маргини во однос на еврото и сè поголемите пазарни спекулации за апрецијација на валутата по напуштањето на девизниот курс како монетарен инструмент, во втората половина на 2016 година предизвикаа висока побарувачка за државните хартии од вредност (соодносот на понудата и побарувачката достигна 1,8), пред сè од нерезидентите<sup>23</sup>. На примарниот пазар беа искористени поволните пазарни услови, така што понудата на државни записи беше ограничена и пренасочена кон обврзниците со пократки рочности чиј приноси се негативни, а дополнително се намалија и поради високата побарувачка. Ваквите движења заедно со поволните остварувања во надворешниот сектор условија зголемени интервенции на централната банка за откуп на вишокот девизи, којшто во втората половина на 2016 година достигна 12,8 милијарди евра (заклучно со декември)<sup>24</sup>. Одбраната на девизниот курс во изминатите две години овозможи висок раст на девизните резерви, така што на крајот на 2016 година беа двојно повисоки (81 милијарда евра) во однос на нивото во октомври 2013 година (34,8 милијарди евра).

**Приноси на државните хартии од вредност**



Извор: Капитал економикс ([www.capitaleconomics.com](http://www.capitaleconomics.com)).

**Номинален ефективен девизен курс**



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

<sup>22</sup> Извор: <http://www.reuters.com/article/czech-budget-idUSL5N1ET2KG>

<sup>23</sup> Нивното учество во портфолиото на среднорочни и долгорочни државни хартии од вредност се зголеми од 20% во декември 2015 година на 27% на крајот на септември 2016 година, придонесувајќи за натамошно истиснување на домашните банки (Извор: извештај за инфлација, [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)).

<sup>24</sup> Извор: [http://www.cnb.cz/en/financial\\_markets/foreign\\_exchange\\_market/DEVOP\\_EUR\\_ENG.HTML](http://www.cnb.cz/en/financial_markets/foreign_exchange_market/DEVOP_EUR_ENG.HTML)

### 2.3. Унгарија – надолна динамика на економскиот раст и експанзивна монетарна политика

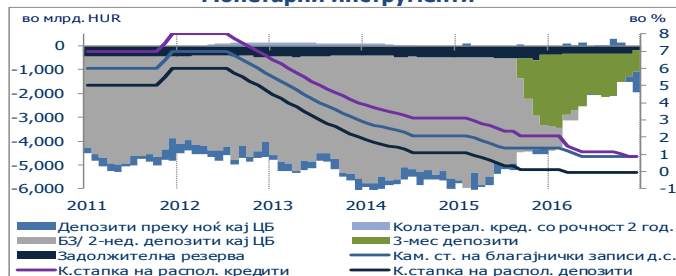
#### Макроекономски движења

Во втората половина на 2016 година и во Унгарија беше забележан нагорен тренд на **инфлацијата** под најголемо влијание на растот на цените на нафтата, со што годишната стапка премина во позитивна територија и на крајот на годината достигна 1,8% (таргет за инфлација од 3%). Унгарската економија во третиот квартал на 2016 умерено се зголеми (2,2%) и слично на останатите земји од Централна Европа, забавувањето на растот во однос на првата половина на 2016 година (2,6%) е одраз на намалувањето на инвестициите поради пониските приливи од фондовите од ЕУ. Од друга страна, проширувањето на **суфицитот во тековната сметка** (4,4% од БДП во третиот квартал), поддржан од зголемената конкурентност, како и приватната потрошувачка (при раст на реалните плати и намалување на невработеноста на 4,5% во ноември, коешто е најниско од 90-тите години наваму) имаа солиден придонес кон растот. Ваквите остварувања, заедно со намалувањето на активните каматни стапки на банките овозможија нагорен тренд на **кредитите** одобрени на приватниот сектор, чијашто негативна годишна стапка се намали од -12% во декември 2015 година, на околу -6% во октомври 2016 година. Поволните трендови кај кредитирањето се должат на растот на корпоративното кредитирање коешто е поддржано од мерките на централната банка за стимулирање на кредитирањето на малите и средните претпријатија, но и од растот на кредитите одобрени на домаќинствата. Надворешната ранливост на унгарската економија и натаму се намалува, под најголемо влијание на падот на портфолиото на државните хартии од вредност од страна на нерезидентите, што овозможи пад на **нето надворешниот долг** на земјата на 20,2% од БДП, на крајот на третиот квартал на 2016 година.

#### Измени кај монетарните инструменти

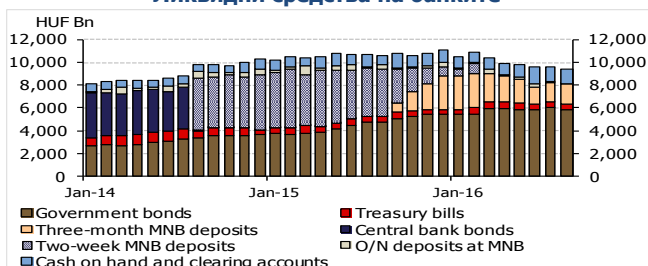
Во втората половина на 2016 година, централната банка на Унгарија ја задржа основната каматна стапка (на тримесечните депозити) на истото ниво од 0,9% (пониско за 0,45 п.п. од декември 2015 година). Воедно, во два наврати беше стеснет коридорот на каматни стапки (за 0,25 п.п.) преку намалување на каматната стапка на кредитите преку ноќ (којашто се изедначи со основната каматна стапка), додека негативната каматна стапка на депозитите преку ноќ и натаму е непроменета (-0,05%). Согласно со процесот за измени на оперативната рамка којшто почна во втората половина на 2015 година, во август 2016 година фреквентноста на тримесечните депозити беше намалена од еднаш неделно на еднаш месечно, а од октомври овој инструмент се спроведува аукциски, со примена на тендер со фиксна каматна стапка и ограничен износ, којшто им се распределува на банките согласно со нивното учество во билансот на состојба на вкупниот банкарски систем. Покрај овие измени, централната банка постојано ја зголемуваше ликвидноста, преку намалување на износот на тримесечните депозити (во декември 2016 годината износот беше тројно понизок во однос на декември 2015 година), но и со намалување на стапката на задолжителна резерва за 1 п.п., на ниво од 1%. Ваквите измени придонесоа за значителен раст на побарувачката на банките за државни обврзници<sup>25</sup>, чишто приноси посилно се намалија на пократките рочности, тренд којшто беше проследен и со намалување на каматните стапки на пазарите на пари<sup>26</sup> на историско најниско ниво. Заради поттикнување на билатералните и трговските односи и поттикнување на развојот на финансиските пазари, во септември централните банки на Унгарија и Кина го продолжија договорот за билатерален валутен своп за уште три години, а од декември 2016 година постои можност и за директно тргување со двете валути на кинескиот девизен пазар.

Монетарни инструменти



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

Ликвидни средства на банките



Извор: Извештај за финансиската стабилност, ноември 2016 година.

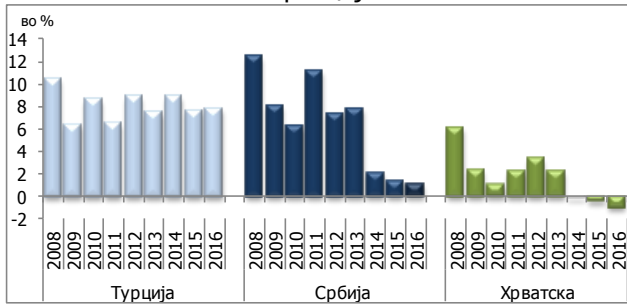
<sup>25</sup> На крајот на годината нерезидентите имаа најниско учество во вкупната состојба на државни хартии од вредност (24,5%) во последните неколку години, што услови раст на пласманите на банките. Државните хартии од вредност во активата на банките се застапени со околу 18,5%.

<sup>26</sup> Со оглед на тоа дека пазарните каматни стапки (BUBOR, BIRS и HUFONIA Swap Index reference rates) се релевантни показатели за монетарната трансмисија и финансиската стабилност, нивното администрирање од ноември го презеде централната банка.

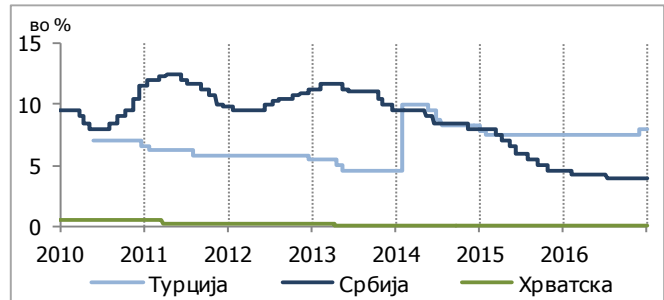
### 3. Земји од Југоисточна Европа

#### Основни економски податоци

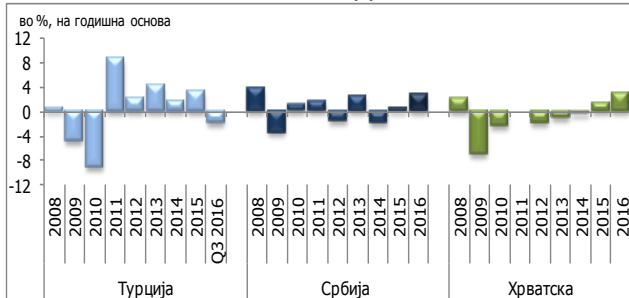
Инфлација



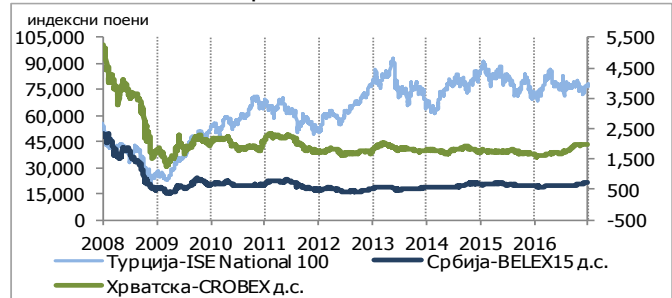
Основни каматни стапки



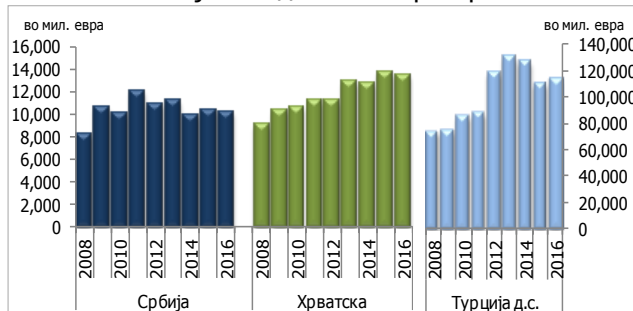
Раст на БДП



Берзански индекси



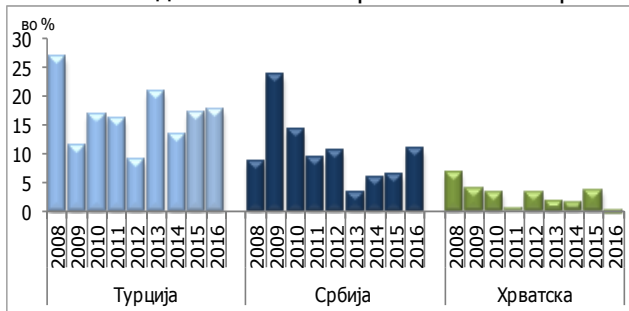
Состојба на девизните резерви



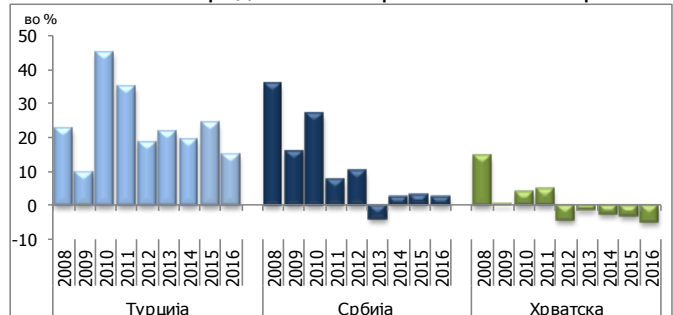
Номинален девизен курс во однос на еврото



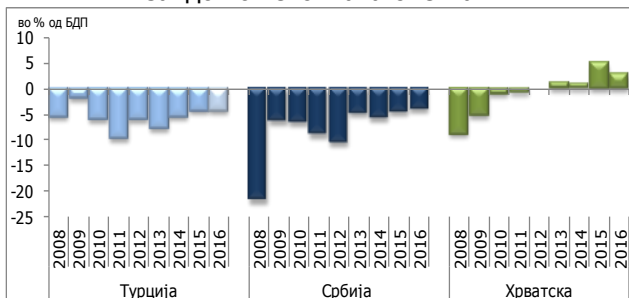
Раст на депозитите на приватниот сектор



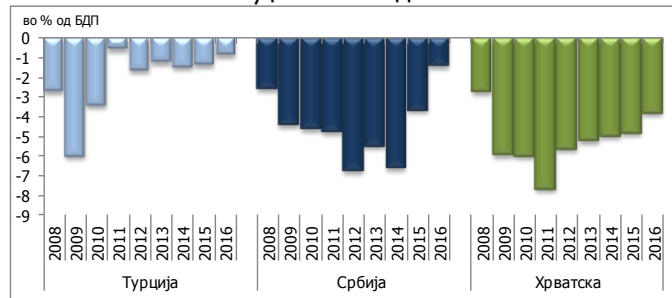
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\* Извор: база на податоци на ММФ.

\* Извор: база на податоци на ММФ.

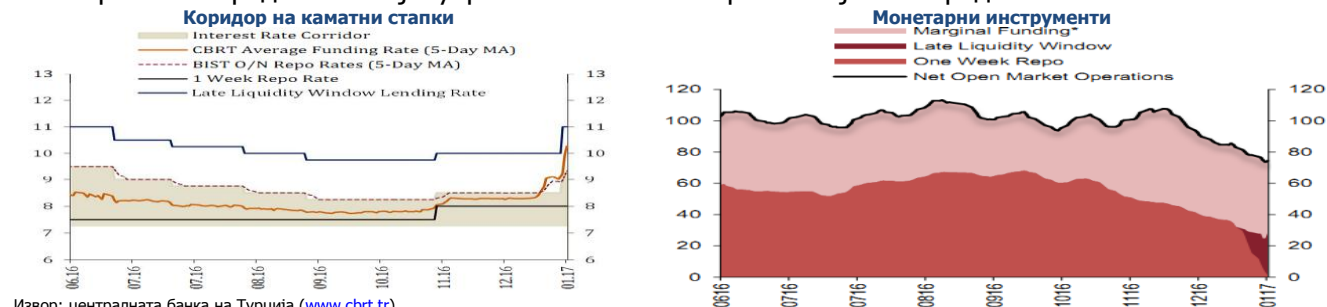
### 3.1. Турција – намалување на растот на економијата и нагорен тренд на инфлацијата

#### **Макроекономски движења**

Последиците од обидот за воен удар во јули, бројните терористички напади и зголемената политичка неизвесност придонесоа за пад на клучните макроекономски показатели за Турција во втората половина на 2016 година. Во третиот квартал на 2016 година **БДП**, за првпат од 2010 година, се намали (за 1,8% на годишна основа)<sup>27</sup>, главно поради падот на приватната потрошувачка и инвестициите (за 3,2% и 0,6%, соодветно), невработеноста достигна 11,8%, а јавната потрошувачка и натаму расте. Истовремено, високиот пад на приходите од туризмот, слабиот нето-извоз и нето-одливот на краткорочен капитал, придонесоа за проширување на **дефицитот во тековната сметка** (од 2,5% во вториот квартал на 5,1% од БДП во третиот квартал), што во комбинација со изразените ризици за земјата придонесоа за висока депрецијација на лирата во однос на американскиот долар (17% во 2016 година и 7,6% во јануари 2017 година). Повисоките цени на енергијата и храната, но и падот на лирата кон крајот на годината придонесоа за промена на трендот кај **инфлацијата**, којашто во декември достигна 8,5%, со што и натаму беше на повисоко ниво од таргетот (5%+/-2 п.п.). Зголемените согледувања за ризик се одразија и врз **доларизација на пасивата** на банките, при што и покрај повикот на Владата за намалување на девизните депозити, забележлив е посилен раст на овие депозити од страна на сите сектори. Намалувањето на економската активност во земјата во втората половина на 2016 година немаше значително влијание врз вкупниот раст на кредитите одобрени на приватниот сектор, чијшто солиден раст (14,7%) и натаму беше предводен од побарувачката за потрошувачки кредити.

#### **Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс**

Измените кај монетарните инструменти во Турција до септември 2016 година придонесоа за поддршка на економскиот раст и ликвидноста на домашните пазари на пари. Во таа смисла, непосредно по обидот за воен удар беше креирана ликвидност преку репо-операциите во неограничен износ, каматната стапка на расположливите кредити беше намалена во три наврати, вкупно за 0,75 п.п., а двапати беа намалени и стапките на задолжителна резерва во домашна валута за сите рочности на депозити, за вкупно 1 п.п. Во четвртиот квартал од 2016 година, при зголемени ризици за домашната економија и депрецијација на лирата, централната банка одговори со мерки за затегнување на монетарните услови и подобрување на девизната ликвидност на банките. Така, основната каматната стапка (на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност) беше зголемена за 0,5 п.п. на 8,0%, а постепено беше намалувана понудата на основниот инструмент, чиешто аукции беа прекинати на 11 јануари 2017 година. Воедно, каматната стапка на најзастапените расположливи кредити преку ноќ беше зголемена за 1 п.п. (на 8,5%<sup>28</sup>), а стапките на задолжителна резерва во девизи беа намалени во два наврати, вкупно за 1 п.п. Со тоа банките обезбедуваа значителен дел од ликвидноста преку расположливите кредити преку ноќ, што придонесе за раст на просечниот трошок за финансирање на банките од централната банка (од 8,2% во јули на 9,25% во јануари 2017 година) упатувајќи на затегнување на монетарните услови. Од 2017 година намален е и надоместот за задолжителна резерва во домашна валута, којшто ќе биде еднаков на основната каматна стапка намалена за 4 п.п., наспроти досегашната практика кога надоместот беше понизок за 3 п.п. од просечниот трошок за финансирање на банките од централната банка. Врз динамиката на девизниот курс на лирата во однос на доларот влијаеше високиот одлив на капитал, поради растот на каматните стапки во САД, зголемените согледувања за ризик и намалената доверба кај инвеститорите, поради што лирата кон средината на јануари 2017 имаше историски најниска вредност.



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

<sup>27</sup> Во првото полугодие на 2016 година турската економија имаше годишен раст од 4,5% (согласно со ревидираните податоци за националните сметки, изготвени со примена на стандардите ЕСА 2010, во коишто базна година наместо 1998 година е 2009 година).

<sup>28</sup> Каматната стапка на кредитот преку ноќ расположлив на крајот од работниот ден од јули до септември беше намалена за 0,75 п.п., а од ноември до јануари 2017 година беше зголемена за 1,25 п.п. на ниво од 11%.

### 3.2. Србија – стабилен раст и олабавена монетарна политика

#### Макроекономски движења

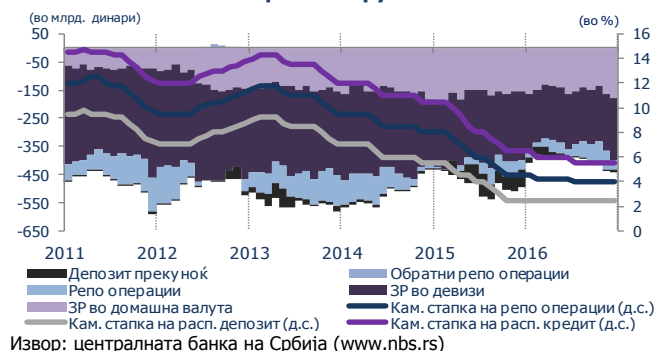
Во Србија, **инфлацијата** во втората половина на 2016 година и покрај умерениот нагорен тренд, главно беше пониска (1,6% во декември) во однос на долната граница на таргетот (4%+/-1,5 п.п.). Позитивните движења во економијата продолжија и во втората половина на 2016 година, при што растот на **БДП** (2,5% во третиот квартал) беше релативно стабилен (2,9% во првата половина на 2016 година) и произлезе од инвестициите и нето-извозот (што овозможи стеснување на дефицитот на тековната сметка од 4,7% во 2015 година на околу 4,2% во 2016 година). Во **фискалниот сектор**, солидните даночни приходи овозможија натамошна консолидација (пад на дефицитот од 3,7% во 2015 на 1,4% во 2016 година), додека јавниот долг се проценува дека за првпат од 2008 година ќе забележи годишен пад (за 1,8 п.п. на 72,9% од БДП). Поволните економски остварувања, олеснувањето на кредитните услови и солидниот раст на депозитите овозможија стабилен **кредитен раст** (4,3% во септември), главно предизвикан од кредитите на домаќинствата (раст за околу 9%). Во однос на кредитирањето, специфично е што согласно со стратегијата за динаризација, банките започнаа да одобруваат и станбени кредити во домашна валута, со рок на отплата до 30 години и каматна стапка под 5%. **Во контекст на процесот на динаризација**, карактеристична е и емисијата на првата обврзница во динари од страна на Европската банка за обнова и развој, во износ од 2,5 милијарди динари, со рочност од три години и променлива каматна стапка во висина на тримесечен БЕЛИБОР+0,4 п.п. Побарувачката (од страна на банките и пензиските фондови) за оваа обврзница беше значително повисока од понудата, а средствата ЕБРД ќе ги користи за одобрување динарски кредити на малите и средни претпријатија и општините. Во јуни, со оглед на поволните движења во фискалниот сектор и структурните реформи во земјата, „Фич“ го зголеми кредитниот рејтинг на Србија од В+ на ВВ- со стабилни изгледи, додека „Сип“ го потврди рејтингот на Србија со промена на изгледите од „стабилни“ во „позитивни“. Подобрените макроекономски фундаменти и стабилните изгледи за следниот период овозможуваат централната банка да го намали таргетот на инфлацијата за 2017 година за 1 п.п., на 3% +/-1,5 п.п.

#### Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс

Централната банка на Србија ја намали основната каматна стапка (максималната каматна стапка на еднонеделните репо-операции за повлекување ликвидност) за 0,25 п.п. на почетокот на втората половина на 2016 година, додека до крајот на годината, со оглед на динамиката на инфлацијата, каматната стапка ја задржа на истото ниво (4%). Заради намалување на распонот помеѓу просечната остварена (околу 3%) и референтната каматна стапка (4%), централната банка на почетокот на втората половина на 2016 година постепено ја зголемуваше понудата на основниот инструмент и го стесни коридорот на каматни стапки преку намалување на каматната стапка на расположливите кредити. Ваквите промени придонесоа за умерен раст на репо каматната стапка, што соодветно се пренесе и на меѓубанкарските каматни стапки, БЕОНИА и БЕЛИБОР. Од друга страна, на примарниот пазар на државните хартии од вредност поради намалена потреба за финансирање на државата, приносите на државните хартии од вредност беа намалени по целата должина на кривата.

Во втората половина на 2016 година, во Србија беа присутни апрецијациски притисоци врз динарот, што произлегоа од поволните движења во трговската сметка, но и од зголемениот интерес на нерезидентите за српските државни хартии од вредност<sup>29</sup>, поради што централната банка интервенира со нето-откуп на 660 милиони евра.

Монетарни инструменти



Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс



<sup>29</sup> Во јули, првпат од март 2015 година, нерезидентите во Србија на нето-основа нудеа девизи заради инвестирање во нови државни хартии од вредност (Извор: Извештај за инфлацијата, ноември 2016 година, [www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)).

## 1.1. Хрватска – солидно закрепнување на економијата

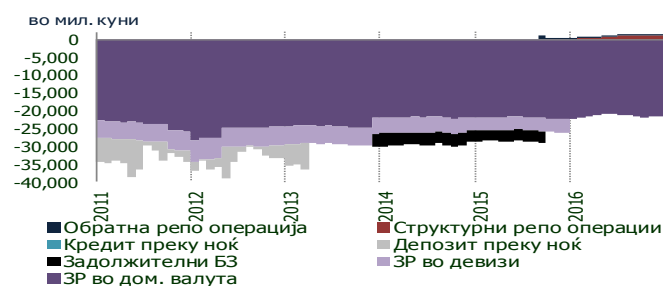
### Макроекономски движења

Непосредно по стабилниот раст во првата половина на 2016 година од 2,8%, економската активност на Хрватска во втората половина на 2016 година, дополнително се засили<sup>30</sup> (3,3%) остварувајќи **највисок раст** од 2008 година наваму. Овие движења беа поддржани од личната потрошувачка, со оглед на намалувањето на персоналниот данок на доход<sup>31</sup> и натамошното намалување на невработеноста (на 14,8% во декември), а дополнителен придонес имаше и солидната туристичка сезона. Во анализираниот период, и во Хрватска растот на цената на нафтата придонесе за промена на трендот за инфлацијата. Имено, по сведувањето на **инфлацијата** на најниско ниво (пад од 1,8%) во мај 2016 година, до крајот на годината негативните стапки постепено се намалуваа, а во декември постигнаа позитивна вредност од 0,2%. Економските показатели за втората половина на 2016 година упатуваат на солидни движења и во фискалниот сектор, каде што како резултат на спроведените препораки од Европската комисија, **буџетскиот дефицит** значително се намали (од 5% во 2015 година, за 2016 година се проценува на околу 1,8% од БДП<sup>32</sup>), создавајќи очекувања за излез на Хрватска од Процедурата за прекумерен дефицит, во којашто се вклучи веднаш по зачленувањето во ЕУ. Економското закрепнување на Хрватска беше придружено со раст на **кредитирањето**, којшто во втората половина на 2016 година по пауза од две години забележа позитивни стапки на промена (1,1% во декември). Притоа, кредитите на домаќинствата за првпат по седум години се зголемија (0,5%), додека кај кредитирањето на корпоративниот сектор беше забележано натамошно забрзување на растот (на 3,1%), којшто во голем дел беше поддржан и од мерките на монетарната политика.

### Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс

Централната банка на Хрватска и во втората половина на 2016 година спроведуваше експанзивна монетарна политика за поддршка на кредитниот и економскиот раст во земјата. Во анализираниот период, на редовна основа беа одржувани неделните репо-операции за креирање ликвидност, а беа одржани и уште две структурни репо-операции за креирање долгорочна ликвидност со рочност од четири години<sup>33</sup>. Состојбата на неделните репо-операции беше релативно стабилна, додека за структурните репо-операции банките и натаму имаа зголемен интерес (за 381 милион куни), што придонесе за креирање вкупно 993,4 милиони куни преку овој инструмент во 2016 година. Со оглед на тоа дека од почетокот на примената на репо-операциите за креирање ликвидност, забележителни се поволни ефекти врз кредитната активност и активните каматни стапки на банките, во третиот квартал на 2016 година централната банка ги намали каматните стапки на овие операции, со цел да влијае кон натамошно олеснување на кредитните услови. Така, за неделните репо-операции, каматната стапка беше намалена за 0,2 п.п. на 0,3%, а за структурните репо-операции беше намалена од 1,8% на 1,4%. За зголемување на ликвидноста на банките придонесоа и интервенциите на централната банка на девизниот пазар (откуп на 347 милиони евра во втората половина на 2016 година), коишто имаа за цел да ги смират апрецијациските притисоци врз куната. Високата ликвидност на банките придонесе за релативно низок промет на пазарот на пари кон крајот на годината и стабилно ниво на пазарните каматни стапки (тримесечниот ЗИБОР изнесуваше 0,88%, во просек).

Монетарни инструменти



Номинален девизен курс и интервенции



<sup>30</sup> Во вториот и третиот квартал 2016 година годишните стапки на раст на БДП изнесуваа 2,9% и 3,7%, соодветно.

<sup>31</sup> Прогресивните стапки на персоналниот данок на доход беа намалени од 25% и 30%, на 24% и 36%, соодветно. Измени беа направени и во даночната основа, при што беше зголемено даночното ослободување, а беше проширена и горната граница од приходот (од 1.750 на 2.325 евра) на којшто се применува пониската даночна стапка.

<sup>32</sup> Проекција на Европската комисија [http://ec.europa.eu/info/files/winter-2017-economic-forecast-croatia\\_en](http://ec.europa.eu/info/files/winter-2017-economic-forecast-croatia_en)

<sup>33</sup> Овие аукции коишто беа воведени на почетокот на 2016 година се одржуваат еднаш квартално и имаат за цел да обезбедат ликвидност по значително пониска каматна стапка во однос на пасивните долгорочни каматни стапки на банките во домашна валута.