

## Народна банка на Република Македонија



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

(прва половина на 2017 година)

*Дирекција за операции на финансиските пазари*

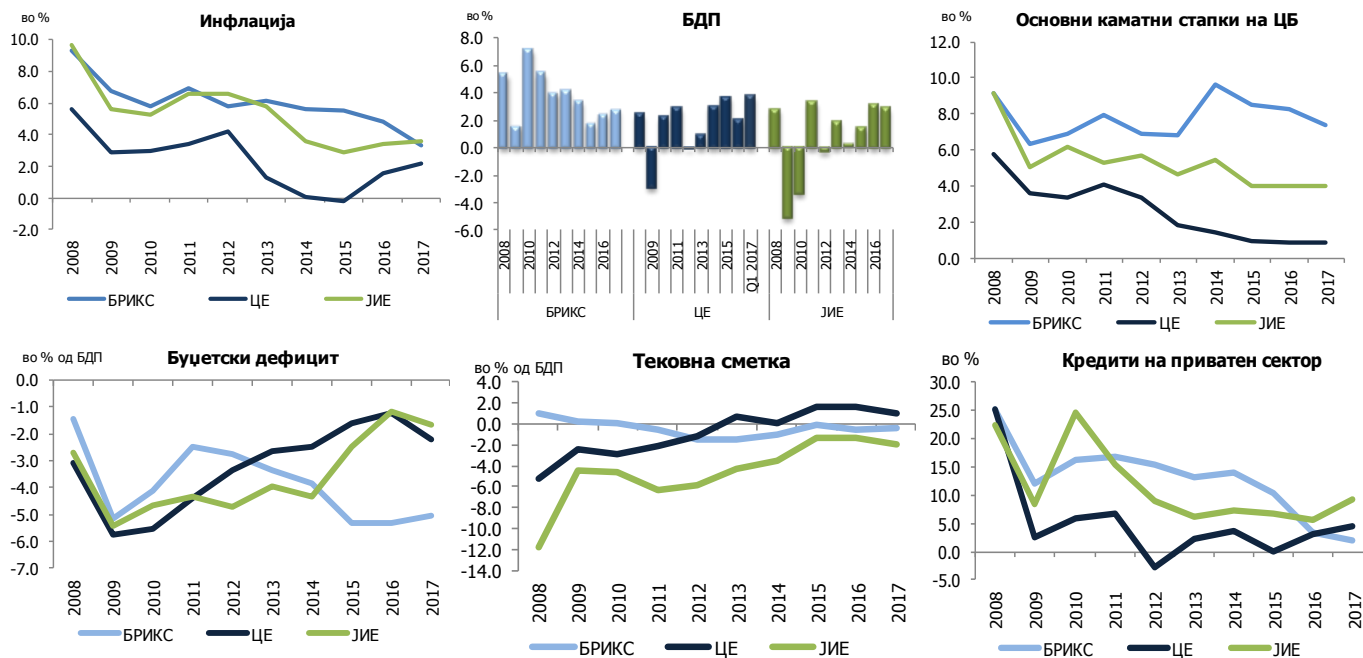
**јули 2017 година**

## Вовед

На почетокот од 2017 година, апрецијацијата на националните валути на **земјите од БРИКС**, поддржана од интензивирани приливи на краткорочен капитал во комбинација со послабата лична потрошувачка (во Бразил, Кина и Ј. Африка) придонесоа за надолен тренд на инфлацијата кај сите земји (со исклучок на Кина). Сепак, поради изразените ризици коишто произлегуваа од останатите сектори, централните банки на Индија, Кина и Јужна Африка преку измените кај каматните стапки на основните инструменти укажуваа на затегнување на монетарните услови, а само централните банки на Бразил и Русија применија експанзивна монетарна политика, насочена кон поддршка на економската активност.

Од друга страна, нагорниот тренд на цените на нафтата на меѓународните пазари на почетокот на 2017 година, кај земјите од **Централна и Југоисточна Европа** имаше најголем придонес за пораст на инфлацијата, којшто се приближи кон таргетираните нивоа. Кај земјите од **Централна Европа** на почетокот на 2017 година продолжи патеката на солиден раст, поддржан од силната лична потрошувачка, но и од инвестициската потрошувачка, поддржана од зголемената апсорпција на средства од фондовите на Европската унија. Централните банки на оваа група на земји и натаму спроведуваат експанзивна монетарна политика преку задржување на каматните стапки на историски ниско ниво. Централната банка на Чешка во април престана да го користи девизниот курс на круната како монетарен инструмент, по што оваа валута бележеше умерена апрецијација (главно движена од шпекулативни мотиви). Поставеноста на **монетарните инструменти кај централните банки на земјите од Југоисточна Европа** и во првата половина на 2017 година беше во насока на поддршка на економската активност. Така, Централната банка на Србија ги задржа непроменети основната каматна стапка и стапките на задолжителната резерва, а централната банка на Хрватска продолжи да одржува редовни репо-операции за создавање на ликвидност, но немаше побарувачка од банките со оглед на високата ликвидност создадена од девизните интервенции. Централната банка на Турција во услови на пад на вредноста на лирата на историско најниско ниво кон средината на јануари, реагираше со бројни мерки, коишто пред сè вклучуваа зголемување на каматните стапки, намалување на стапките на задолжителната резерва во девизи и ограничување на креирањето на ликвидност во домашна валута преку монетарните инструменти.

### Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

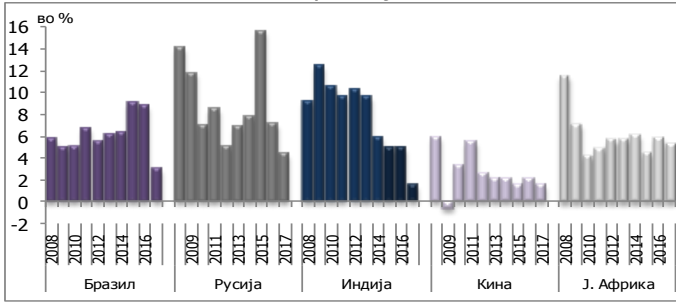


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централни банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИКС:** Бразил, Русија, Индија, Кина и Ј. Африка; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција

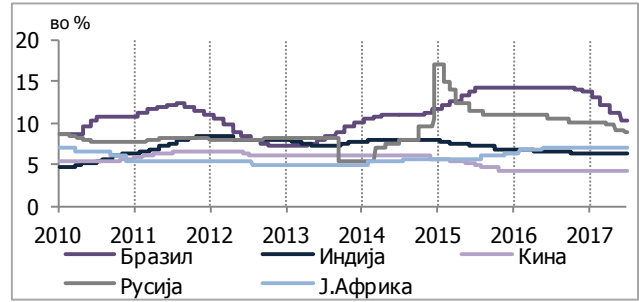
# 1. БРИКС

## Основни економски податоци

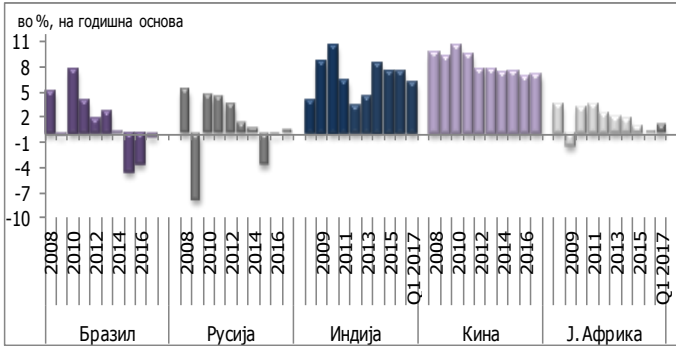
Инфлација



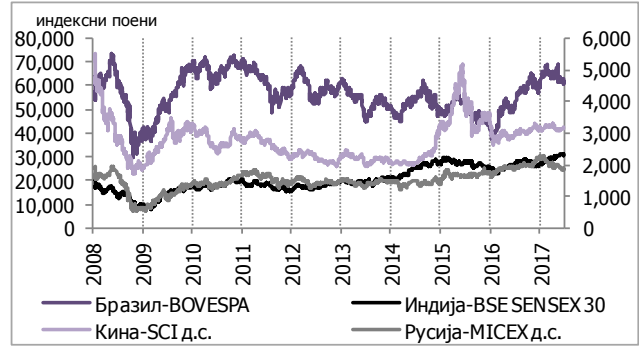
Основни каматни стапки на ЦБ



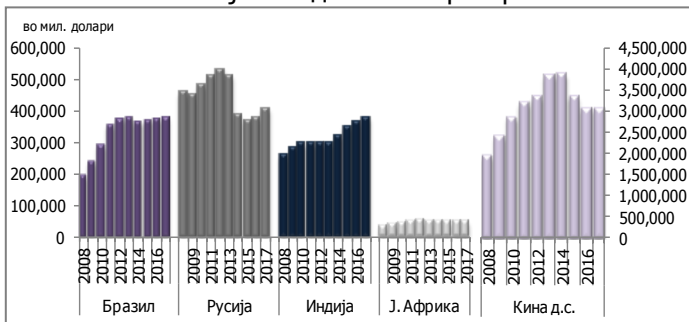
Раст на БДП



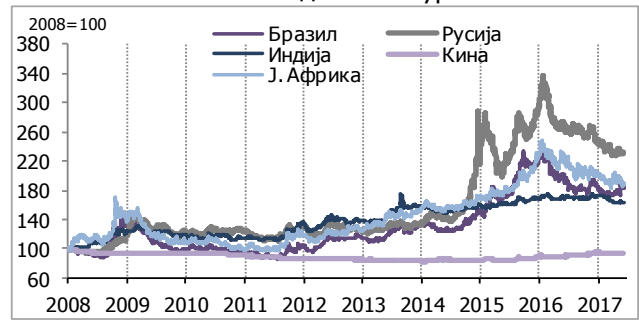
Берзански индекси



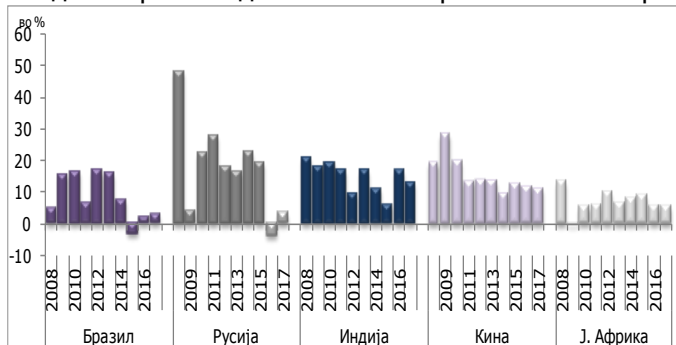
Состојба на девизните резерви



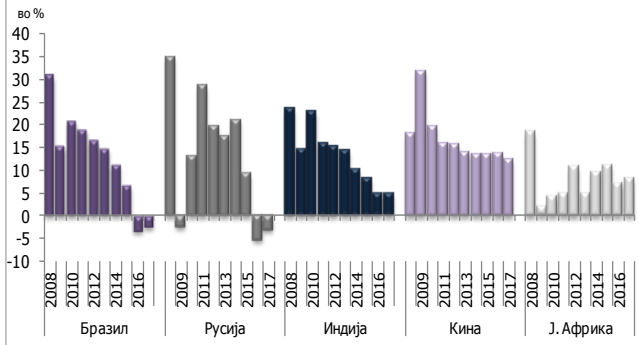
Номинални девизни курсеви



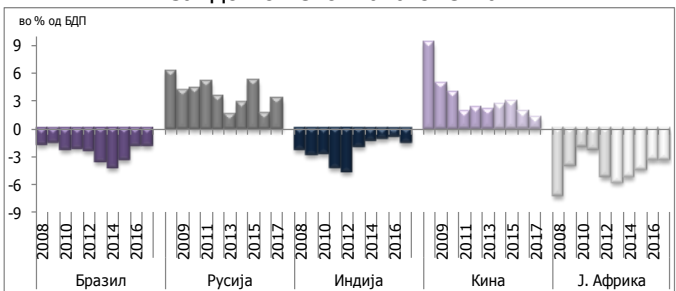
Годишен раст на депозитите на приватниот сектор



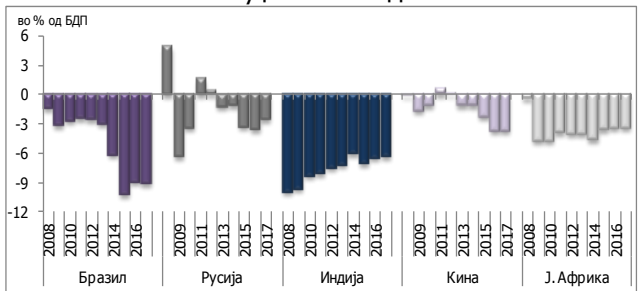
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



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 – излез од рецесија, пад на инфлацијата и експанзивна монетарна политика

### **Макроекономско окружување**

По двегодишната, најдолга рецесија и највисокиот кумулативен пад на **БДП** од 1982/83 година наваму, во првиот квартал од 2017 година во Бразил беше забележан пораст на БДП на квартална основа од 1%<sup>1</sup>. Заживувањето на економијата е резултат на индустриското производство (заради извоз на автомобили) и земјоделското производство. Од друга страна, мерките на Владата за штедење и измените во пензискиот систем (укинување на пензиските бенефиции и зголемување на старосната граница за пензионирање од 54 години на 62 години за жени и 65 години за мажи) придонесоа за пад на јавната потрошувачка и намалување на **примарниот буџетски дефицит**, од 3% на крајот на третиот квартал на 2016 година, на околу 2,2% од БДП во април 2017 година<sup>2</sup>. Поради сериозноста на економската криза, **невработеноста** бележеше натамошен раст (13,6% во април), приватната потрошувачка продолжи да се намалува придонесувајќи за слаба побарувачка за кредити и за задржување на **кредитниот раст** во негативна територија (во мај кредитите одобрени на приватниот сектор беа пониски за 2,6% на годишна основа). Воедно, ниската лична потрошувачка, како и преносниот ефект од зајакнувањето на бразилскиот реал овозможија постојано намалување на **инфлацијата**, којашто од двоцифрено ниво во 2016 година се сведе на 3,6% во јуни. Согласно со оваа динамика на домашните цени, централната банка реагираше со стеснување на маргините за флукуација на таргетираната инфлација (којашто за 2017 година е непроменета, 4,5%), за 0,5 п.п., на +/-1,5 п.п.. Во односите со остатокот од светот, експанзијата на странската побарувачка во комбинација со сè уште подобрите односи на размена коишто произлегуваат од нивото на девизниот курс, придонесоа за повисок раст на извозот од увозот и за натамошно стеснување на дефицитот во **тековната сметка** (од 1,3% во 2016 година, на 1,1% заклучно со април 2017 година).

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

Со оглед на конвергенцијата на инфлацијата до таргетираното ниво, а во обид за поттикнување на потрошувачката и генерално на економската активност, централната банка на Бразил во првата половина од 2017 година дополнително ги олабави монетарните услови, преку четирикратно намалување на таргетираната каматна стапка SELIC, (за вкупно 3,5 п.п.) на ниво од 10,25%. Во анализираниот период централната банка продолжи да ги применува репо-операциите за повлекување ликвидност од банкарскиот систем.

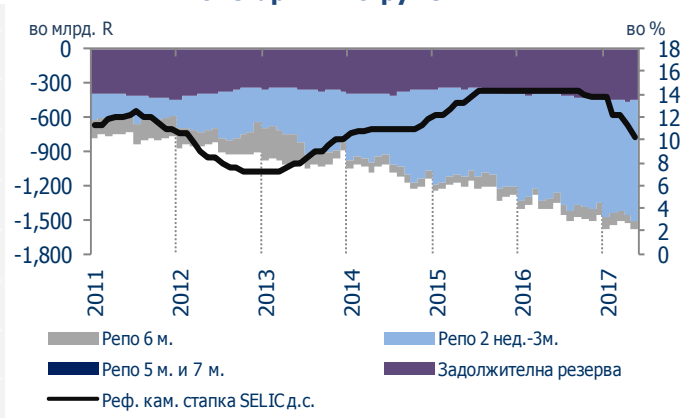
Во првите четири месеци од годината неизвесноста во спроведувањето на планираните реформи во САД придонесе инвеститорите да го насочат својот капитал кон пазарите во развој, што во комбинација со умерениот раст на инвестициската доверба во Бразил, овозможија прилив на капитал и суфицит во капиталната сметка и финансиската сметка на оваа земја. Ваквите движења, овозможија бразилската валута во најголем дел од анализираниот период да има тренд на апрецијација, а одделните краткорочни промени во насока на депрецијација (главно мотивирана од политичката криза во земјата) централната банка ги смируваше со натамошна примена на девизните своп-операции.

Основната каматна стапка и инфлација



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

Монетарни инструменти



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

<sup>1</sup> На годишна основа, исто така се забележува забавување на стапката на пад на БДП, од 3,6% во 2016 година на само 0,4% во првиот квартал од 2017 година.

<sup>2</sup> Сепак, јавниот долг продолжи да се зголемува и во март достигна 71,6% од БДП.

## 1.2. Русија – умерено економско закрепнување и нормализирање на монетарната политика

### Макроекономско окружување

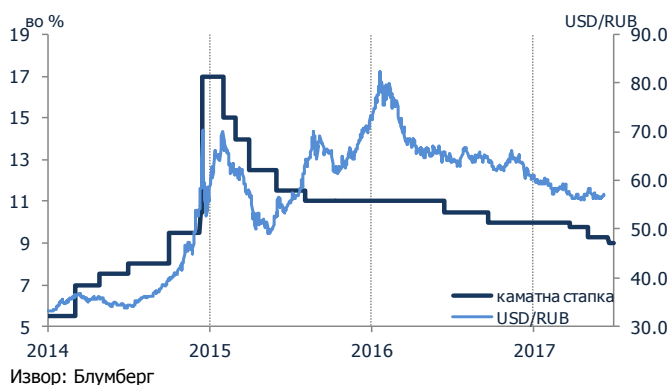
Ревитализацијата на економијата на Русија која започна на крајот од минатата година, продолжи со умерена динамика и во првата половина од 2017 година, за што сведочи највисоката стапка на раст на **БДП** (0,5%), од 2014 година наваму. Позитивните трендови кај активноста се должат на заживувањето на приватната потрошувачка, во услови на раст на реалните **плати** (за 1,5% во март) и натамошен пад на **невработеноста** (5,2% во мај). Во иста насока беа и движењата во надворешниот сектор, каде нагорниот тренд на цените на нафтата и повисоката странска побарувачка придонесоа за проширување на суфицитот во **тековната сметка**, којшто во првиот квартал од годината беше скоро двојно повисок на годишна основа. Во банкарскиот сектор, солидната ликвидносна позиција во комбинација со подобрувањето на банкарската актива<sup>3</sup> придонесе за засилена кредитна поддршка на економијата, така што **кредитите одобрени на приватниот сектор** во март започнаа да растат. Ваквите поволни економски движења овозможија пад на премијата за ризик и раст на странските инвестиции во Русија, со што учеството на нерезидентите во вкупниот државен долг во април достигна 30,1% (27% во октомври 2016 година). Заради постигнување на одржливост на јавните финансии и во анализираниот период продолжи **фискалната контракција на расходната страна**, а во февруари беше презентираан планот за имплементација на ново фискално правило, коешто би требало да започне да се применува од 2018 година. Фискалното правило, ја зема предвид цената на нафтата, при што во случај на надминување на просечната цена над 40 долари за барел, дополнителните приходи над овој лимит се пренесуваат во резервниот фонд. Постојаната апрецијација на рубљата (вкупно за околу 7% во првата половина од годината) предводена од глобалниот раст на цената на нафтата и приливите од портфолио инвестиции, придонесоа за продолжување на надолната динамика на **инфлацијата**, која на крајот на полугодieto се сведе на најниско ниво (4,4%) од 2012 година наваму, на ниво на таргетот на централната банка (4%).

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

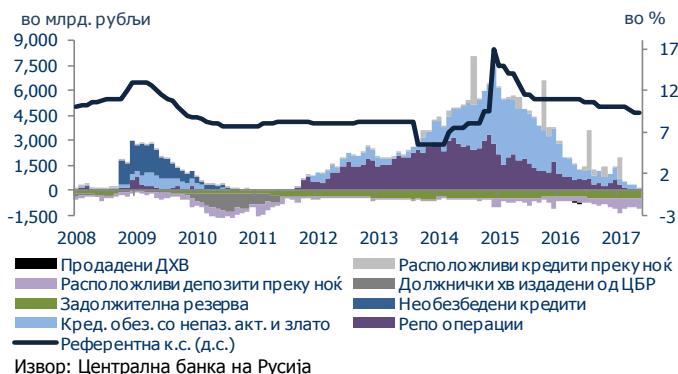
Во услови на надолен тренд на инфлацијата и поволните изгледи за руската економија, централната банка на Русија во првата половина на 2017 година во три наврати ја намали основната каматна стапка (на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност) вкупно за 1,0 п.п. на 9%, со што се сведе на преткризното ниво од 2014 година. Дополнително, со оглед на високата ликвидност во банкарскиот систем, централната банка постепено ја намалуваше понудата на репо-операциите за создавање ликвидност, а во отсуството на интерес на банките за долгорочните кредити обезбедени со злато<sup>4</sup>, во април беше укинат овој инструмент.

Во услови на релативно повисоки цени на нафтата, постојаниот интерес на странските инвеститори за инвестиции во Русија и падот на премијата за ризик, рубљата од почетокот на годината до средина на јуни апрецираше за околу 7% во однос на американскиот долар. Овој тренд беше прекинат кон средината на јуни, кога американскиот Сенат ги усвои новите санкции кон Русија, кои вклучуваат: 1) намалување на максималниот рок на финансирање на руските банки и компании, од 30 на 14 дена; 2) проширување на листата на компании опфатени со санкциите, со вклучување на државни фирми од енергетскиот сектор, металната индустрија и транспортните услуги; 3) исклучување на можноста претседателот на САД да ги промени или укине кои било од санкциите.

### Основна каматна стапка и девизен курс на рубљата



### Монетарни инструменти



<sup>3</sup> Стапката на нефункционални кредити во првите четири месеци од годината се намали (за 0,6%) и во април изнесуваше 8%, додека индикаторот за адекватноста на капиталот умерено се зголеми на 13,3% (Извор: <http://economic-research.bnpparibas.com>)

<sup>4</sup> Овој инструмент беше воведен во ноември 2010 година.

### 1.3. Индија – забавување на економскиот раст и нормализирање на ликвидноста

#### **Макроекономски окружување**

Економијата на Индија, којашто до 2016 година беше најбрзорастечка во светот, во првиот квартал од 2017 година имаше изненадувачко забавување на **растот** (од 7% на крајот на 2016 година на 6,1%, коешто е најниско во последните две години). Забавениот раст се оценува дека е одраз на неповолниот ефект на демонетизацијата од ноември 2016 година, којашто се манифестираше со забавување на активностата на секторите каде доминираат готовинските трансакции. Имено, во анализираниот период беше забележано стеснување на растот на приватната потрошувачка, инвестициската потрошувачка за прв пат во последните две години се намали, додека јавната потрошувачка забележа поинтензивен пораст предводен од зголемувањето на платите во јавниот сектор<sup>5</sup>. Влошување на остварувањата имаше и кај надворешниот сектор, со оглед на тоа дека и покрај двоцифрените стапки на раст на **извозот, увозот** се зголеми поинтензивно, главно поради растот на цените на нафтата на меѓународните пазари. Во првата половина на 2017 година, годишните стапки на раст на **кредитите одобрени на приватниот сектор** продолжија да забавуваат (4,3% во април), за што и натаму најголем придонес има зголемувањето на нефункционалните кредити на корпоративниот сектор (главно кај државните банки), но и послабата побарувачка за кредити од фирмите, кои имаат зголемен интерес за примарниот пазар на корпоративни обврзници, заради значително понискиот трошок за финансирање во однос на банкарските каматни стапки<sup>6</sup>. **Инфлацијата** ја продолжи надолната патека, сведувајќи се на најниско ниво (1,5%) во последните 13 години, со што се сведе под долната граница од среднорочниот таргет (4% со граници на флукуација од +/-2 п.п.).

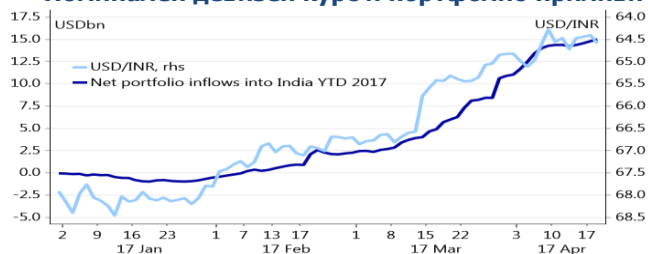
#### **Измени кај монетарните инструменти и динамика на девизниот курс**

Иако движењата на инфлацијата беа релативно поволни, централната банка во првата половина од годината идентификуваше повеќе нагорни ризици за следниот период<sup>7</sup>, коишто во април го оправдаа зголемувањето на каматната стапка на најзастапените обратни репо-операции за повлекување ликвидност за 0,25 п.п. на 6,00%. Истовремено, централната банка ја задржа каматната стапка на репо-операциите за создавање ликвидност на непроменето ниво од 6,25%.

Непосредно по демонетизацијата на економијата и преземените мерки на монетарната власт за регулирање на вишокот ликвидност на крајот на годината, од средината на јануари поради поинтензивното пуштање во оптек на новите банкноти, ликвидноста во банкарскиот систем постепено се нормализираше. Во такви околности, во втората половина на јануари централната банка ги прекина аукциите на записи за управување со ликвидноста (Cash management Bills), коишто беа активирани во декември и имаа рочност од 28 до 63 дена. Воедно, и натаму се спроведуваа аукциите за обратни репо-операции за повлекување на ликвидност, чијашто состојба, по достигнувањето на највисокото ниво во февруари (главно поради пониското задолжување на домашниот пазар и поинтензивната реализација на буџетските расходи на крајот на фискалната 2016 - 2017 година), до јуни постепено се намалуваше.

Индиската валута во првиот квартал од 2017 година апрецираше, поради зголемената атрактивност на инвестициите во рупии кај меѓународните инвеститори, поткрепена пред сè од релативно високите приноси и очекувања на пазарните учесници за позитивни ефекти од демонетизацијата во земјата, по што следеше период на стабилизација на вредноста на оваа валута.

**Номинален девизен курс и портфолио приливи**



Извор: <https://nexus.nordea.com>

**Монетарни инструменти**



Извор: „Блумберг“.

<sup>5</sup> И покрај поинтензивната јавна потрошувачка, во првиот квартал од годината државата го намали задолжувањето на домашниот пазар, што придонесе за намалување на јавниот нето - долг за 1,9% на квартална основа (на околу 67% од БДП).

<sup>6</sup> Извор: <http://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/credit-growth-plunges-to-even-lower-than-fy17-level-to-4-3/articleshow/58612335.cms>

<sup>7</sup> Како што се: корелацијата со растечкиот индекс на големо продажни цени (WPI), растот на прехранбените производи и очекуваниот еднократен ефект од воведувањето на унифициран данок на промет на добра и услуги на национално ниво на 1 јули 2017 година.

#### 1.4. Кина – првични сигнали за крај на експанзивната монетарна политика

##### **Макроекономски окружување**

Кинеската економија ја започна 2017 година со најсилни квартални остварувања во последните 18 месеци, проширувајќи ја својата **активност** за 6,9% на годишно ниво. Силниот раст произлегува од експанзијата на инвестициската потрошувачка (главно кај приватниот сектор), која овозможи **индустриското производство** да достигне највисок раст (6,7% во март) од 2014 година наваму. За разлика од претходните квартали, кога личната потрошувачка беше движечка сила на растот, во првиот квартал од годината оваа компонента имаше помал придонес<sup>8</sup>, што е одраз на растечката и висока задолженост на домаќинствата, којашто наметна потреба од мерки за ограничување на хипотекарните кредити<sup>9</sup> и следствено придонесе за стабилизирање на кредитирањето (на 12,9% во мај). Повисоката глобална побарувачка во комбинација со послабиот јуан придонесоа за раст на извозот за првпат во последните две години, но поинтензивниот раст на увозот придонесе за натамошно стеснување на суфицитот во **тековната сметка** (за 16,3% на годишно ниво). Во насока на поддршка на економскиот раст и либерализацијата на капиталните текови, во јуни беше донесена одлука за укинување на ограничувањата за дваесет и седум индустриски гранки за странски директни инвестиции во слободните трговски зони. Во делот на јавните финансии, со оглед на владините мерки за поддршка на личната потрошувачка и натамошниот силен импулс на буџетската потрошувачка врз растот, се очекува проширување на **дефицитот** на највисоко ниво во последните дваесет години. Умерениот пад на личната потрошувачка влијаеше за пад на **инфлацијата** во првата половина од годината (од 2,1% во декември на 1,5% во јуни), која сè уште е под целното ниво (3%). Во мај, Мудис го намали **кредитниот рејтинг** на Кина за едно ниво (на A1), поради постојаниот раст на долгот на приватниот сектор, којшто се очекува да биде фактор за забавување на економијата во следните години.

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

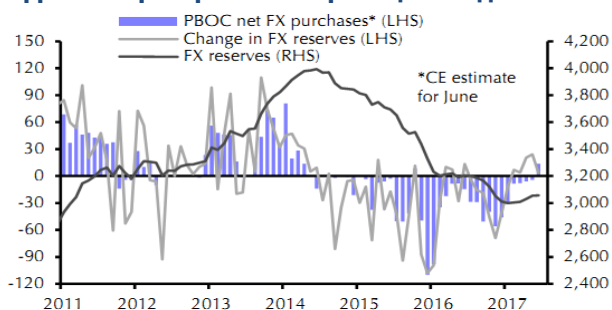
Во првата половина од годината, со оглед на актуелните движења во економијата, централната банка на Кина продолжи да креира ликвидност во банкарскиот систем преку нејзините монетарни операции. Истовремено, со оглед на зголемувањето на каматната стапка од страна на ФЕД и со цел спречување на нето-одливот на капитал од економијата и зачувување на вредноста на јуанот, централната банка ги зголеми каматните стапки на краткорочните (со рочност од 7, 14, и 28 дена) и среднорочните операции (шестмесечните и едногодишните) обратни репо-операции за креирање ликвидност<sup>10</sup>. И покрај официјалните ставови на централната банка дека овие промени не значат затегнување на монетарните услови, остварувањата кај монетарните инструменти во вториот квартал од 2017 година коишто се пренесоа врз пазарните каматни стапки, сигнализираат отпочнување на циклусот на рестриктивна монетарна политика. Умерениот пад на вредноста на САД-доларот, како и мерките за контрола на капиталните одливи во Кина придонесоа за намалување на одливите на капитал во 2017 година, што овозможи стабилизирање на вредноста на јуанот и раст на девизните резерви на Кина.

**Коридор на каматни стапки**



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

**Девизни резерви и интервенции на девизен пазар**



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

<sup>8</sup>Во насока на поддршка на личната потрошувачка во април беше донесена одлука за намалување стапката на ДДВ за некои основни производи (одредени прехранбени производи), гас и челик (од 13% на 11%, со што се намалува бројот на диференцирани стапки од четири на три), а беше зголемен и минималниот приход на даночните обврзници коишто се даночни обврзници за ДДВ. Измениите ќе стапат на сила од 1 јули 2017 година.

[https://www.dailyfx.com/forex/fundamental/daily\\_briefing/daily\\_pieces/china\\_news/2017/05/03/China-Cuts-Taxes-on-Companies---A-Tax-War-against-the-U.S.html](https://www.dailyfx.com/forex/fundamental/daily_briefing/daily_pieces/china_news/2017/05/03/China-Cuts-Taxes-on-Companies---A-Tax-War-against-the-U.S.html)

<http://www.cnbc.com/2017/04/19/china-rolls-back-taxes-by-55-billion-to-encourage-consumer-spending-and-boost-growth.html>

<sup>9</sup>Со оглед на растечката побарувачка за недвижен имот во последните три години, која е ризик фактор за пазарот на недвижности, во април дополнително беа заострени условите на овој пазар. Извор: <http://www.cnbc.com/2017/04/13/chinas-hainan-latest-to-impose-new-curbs-on-real-estate-investment.html>

<sup>10</sup>Извор: <http://www.pbc.gov.cn/english/>

### Макроекономски движења

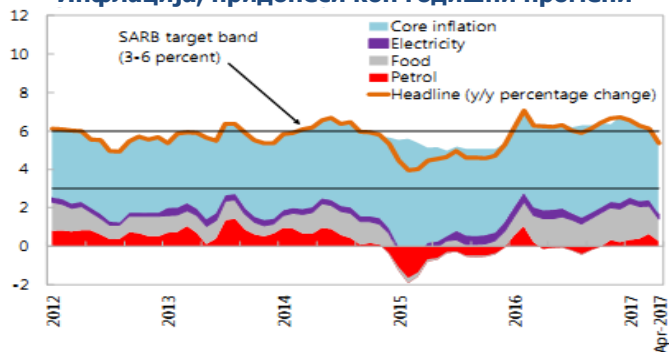
На почетокот на 2017 година **јужноафриканската економија влезе во техничка рецесија**, за прв пат во последните осум години. Така, непосредно по контракцијата на БДП (за 0,3% на квартална основа) во четвртиот квартал на 2016 година, оваа економија и во првиот квартал од 2017 година, продолжи да се намалува, бележејќи квартален пад од 0,7%<sup>11</sup>. Најголем придонес за ваквите движења има неповолната деловна клима (поради случувањата на политичката сцена), коишто се манифестираа со пад на услужните сектори (пред сè трговијата) и влијаеја за дополнителен раст на стапката на **невработеност** на највисоко ниво (27,7% во март) во последните тринаесет години. Намалената економска активност и растечката невработеност негативно се одразија на расположливиот доход и личната потрошувачка во земјата, а слабата инвестициска доверба придонесе за забавување на растот на **кредитите одобрени на приватниот** сектор (којшто се сведе околу 5%, наспроти солидниот кредитен раст во претходните три години којшто во просек се движеше околу 9%). Со оглед на ризиците за намалување на кредитниот рејтинг на земјата<sup>12</sup>, фискалната политика имаше ограничен простор да влијае врз економската активност. Единствено поволен беше трендот кај домашните цени, со оглед на тоа дека **инфлацијата** во Јужна Африка во првата половина од 2017 година имаше надолна патека и во јуни 2017 година се сведе на 5,4% (во рамки на границите на таргетот од 3-6%). Овој тренд беше главно одраз на комбинираниот ефект на слабата лична потрошувачка, забавениот раст на прехранбените цени, но и на преносниот ефект од апрецијацијата на рандот во 2016 година врз домашните цени на почетокот на 2017 година.

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

И во првата половина на 2017 година, со цел постигнување на среднорочниот таргет на инфлацијата, Централната банка на Јужна Африка продолжи да применува рестриктивна монетарна политика, преку задржување на каматната стапка на основниот инструмент (седумдневните репо-операции за креирање ликвидност) на непроменето и релативно високо ниво од 7%.

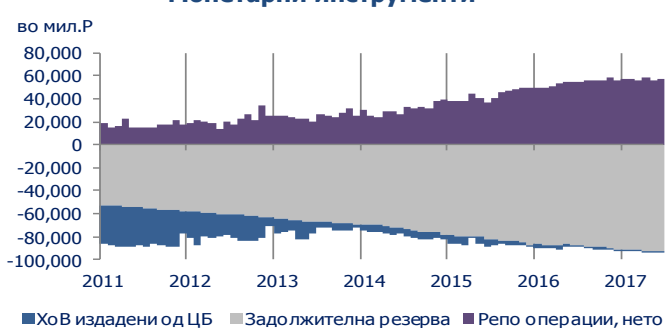
Динамиката на девизниот курс на рандот во најголем дел од анализираниот период имаше тренд на апрецијација, којшто беше предводен од движењата во надворешно-трговската размена (главно од зголемениот извоз на руди) и нето-приливот на краткорочен капитал. Овој тренд беше повремено нарушен со владината реконструкција (во март, кога рандот депрецираше за 8%), но и со неколку неповолни информации за јужноафриканската економија. Имено, во април и јуни беше намален кредитниот рејтинг на земјата, а кон средината на јуни краткорочно влијание во насока на депрецијација имаше и изјавата на правобранителот околу потребата за законска промена на целите на централната банка (со што примарна цел би била одржување на рамнотежен и одржлив економски раст, наместо тековната - постигнување и одржување на ценовна стабилност)<sup>13</sup>. На овој предлог, покрај инвеститорите, реагираа и агенциите за кредитен рејтинг коишто упатија на ризикот од натамошно намалување на рејтингот на оваа земја, додека официјалниот став на централната банка е дека таргетирањето на инфлацијата и натаму останува основна цел, којашто е фактор за рамнотежен и одржлив економски раст.

Инфлација, придонеси кон годишни промени



Извор: [www.imf.org](http://www.imf.org), извештај бр. 17/189.

Монетарни инструменти



Извор: централната банка на Јужна Африка.

<sup>11</sup> Годишната стапка на раст и натаму е минимално позитивна и за првиот квартал од 2017 година изнесува 1%.

<sup>12</sup> Во април S&P и Fitch го намалија кредитниот рејтинг на неинвестициски, а во јуни Мудис го намали рејтингот на едно ниво над неинвестициско (од Ваа2 на Ваа3).

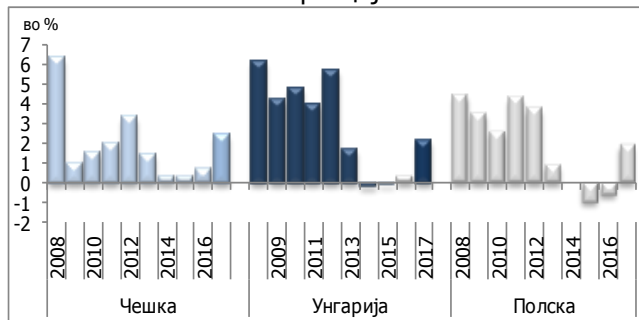
<sup>13</sup> Извор: <https://www.nytimes.com/reuters/2017/07/06/business/06reuters-safrica-cenbank.html>; <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-26/south-africa-should-have-inflation-target-talk-buthelezi-says>



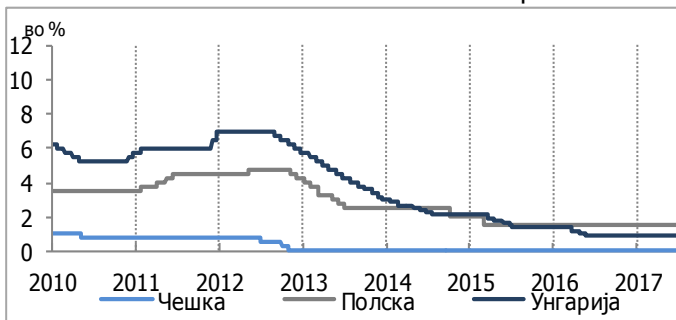
## 2. Земји од Централна Европа

### Основни економски податоци

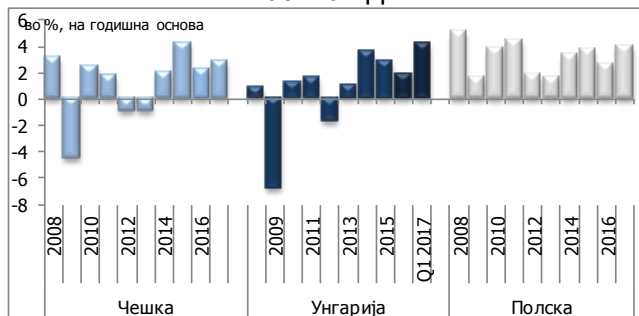
Инфлација



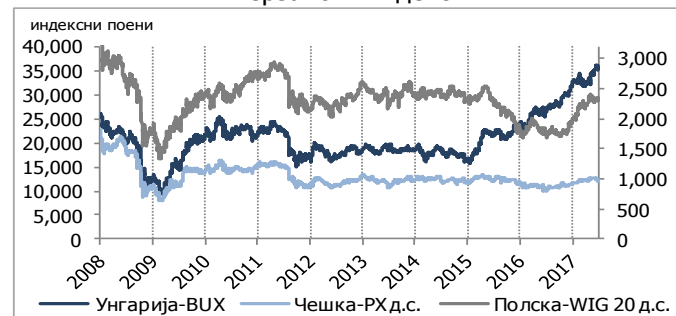
Основни каматни стапки на ЦБ



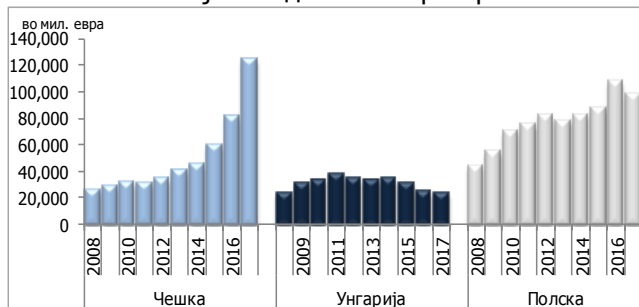
Раст на БДП



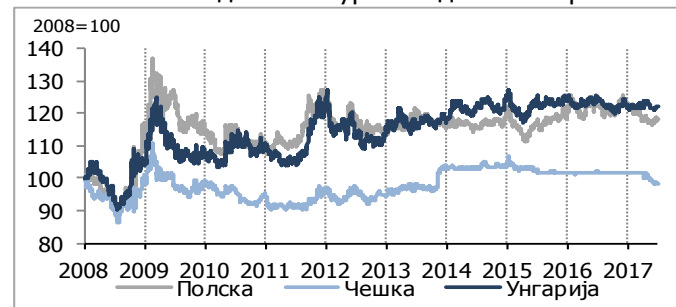
Берзански индекси



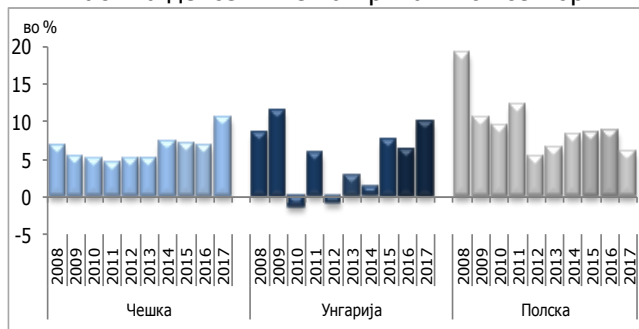
Состојба на девизните резерви



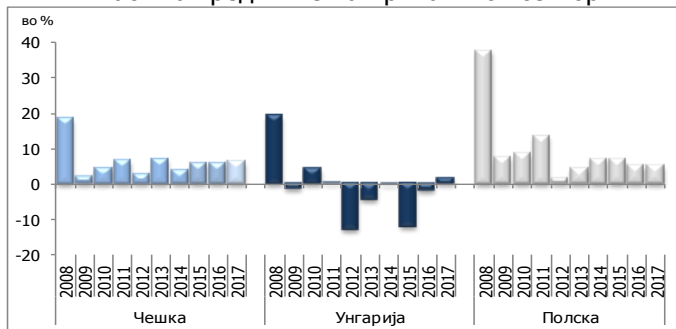
Номинален девизен курс во однос на еврото



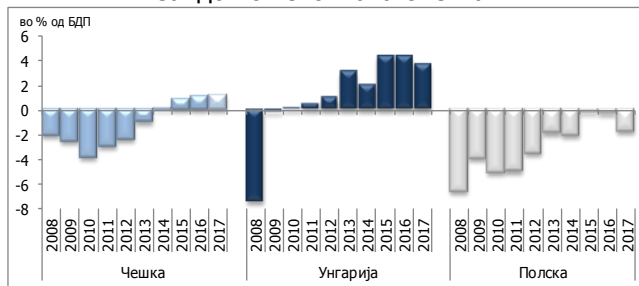
Раст на депозитите на приватниот сектор



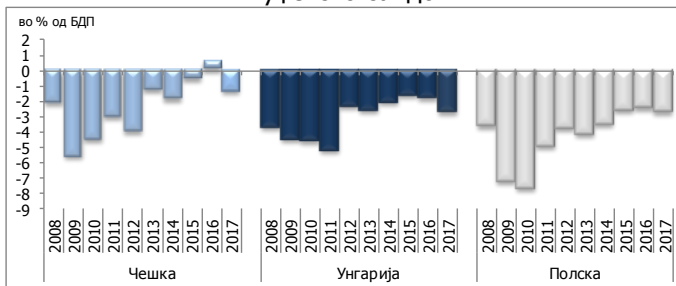
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\*Извор: база на податоци на ММФ.

\*Извор: база на податоци на ММФ

## 2.1. Полска – највисок раст во ЕУ и натамошна експанзивна монетарна политика

### Макроекономски движења

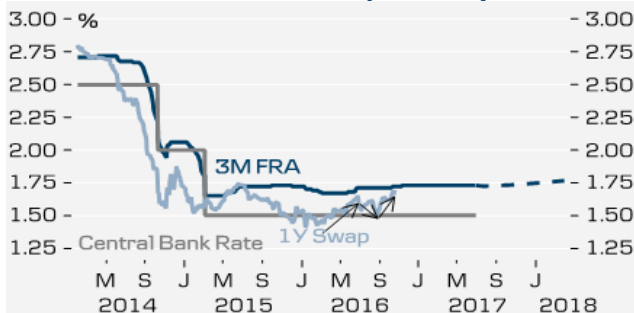
Непосредно по забавениот раст во 2016 година (2,7%), податоците за првиот квартал од 2017 година посочуваат на солиден раст на **полската економија** од 4%. Главен придонес кон забрзаната експанзија имаше личната потрошувачка, поддржана од добрите перформанси на пазарот на работна сила (при раст на минималната плата и пад на **невработеноста** во април на најниско ниво - 8,1% од 1991 година наваму) и потрошувачките ефекти од програмата „500+“ за социјален детски надомест. Поволните движења на пазарот на труд, заедно со рекордно високата искористеност на производните капацитети упатуваат на затворање на производствениот јаз на полската економија. Во следниот период, солиден ефект врз растот, преку каналот на инвестициската потрошувачка, се очекува да има и обновувањето на циклусот на апсорпција на средства од фондовите од ЕУ. Од друга страна, неизвесната странска побарувачка, во комбинација со повисокиот увоз и одливите на профити од странските директни инвеститори придонесоа за влошување на движењата во **билансот на плаќања**. Интензивираната домашна побарувачка, заедно со растечките цени на нафтата и прехранбените производи придонесоа за пораст на **инфлацијата**, која сè уште е на релативно ниско ниво (1,5% во јуни) под таргетот (2,5%). Во **фискалниот сектор**, за 2017 година се очекува проширување на дефицитот во буџетот (од 2,4% во 2016 година на околу 2,7% од БДП), главно поради воведување даночни ослободувања за лицата со низок доход, во рамки на даночната реформа за примена на прогресивни даночни стапки за персоналниот данок на доход<sup>14</sup> и намалување на старосната граница за пензионирање од октомври 2017 година<sup>15</sup> (од 67 години за мажи и жени, на 65 години за мажи и 60 години за жени). Со оглед на изразената флукуација на валутата и изгледите за нејзина депрецијација, како и проценетите негативни ефекти врз солвентноста на банките, Комитетот за финансиска стабилност дефинитивно ја отфрли можноста за законска конверзија на кредитите одобрени во швајцарски франци, давајќи препораки за подобро управување со ризиците од кредитите во странска валута и за доброволно конвертирање на истите од страна на банките<sup>16</sup>.

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

Со оглед на ограничените инфлациски притисоци и поволните економски перформанси, во првата половина од 2017 година централната банка на Полска ја задржа основната каматна стапка на непроменето ниво (1,5%) и продолжи да го повлекува вишокот ликвидност од банкарскиот систем преку основниот инструмент (двенеделни аукции на благајнички записи). Дополнително, во насока на задржување на одржливата патека на економски раст и со оглед на релативно ниските ризици околу идната динамика на инфлацијата, монетарната власт најави дека ниските каматни стапки ќе се задржат и во следните две години.

Од почетокот на 2017 година, оптимизмот на глобалните пазари, заедно со афирмацијата на кредитниот рејтинг на земјата<sup>17</sup>, очекувањата за натамошно непроменето ниво на каматните стапки во Полска, отфрлањето на планот за задолжителна конверзија на девизните хипотекарни кредити и позитивните перцепции за полската економија придонесоа за апрецијација на злотата и пад на приносите на десетгодишните државни обврзници (од околу 3,8% на крајот од 2016 година на 3,19% во јуни 2017 година).

Каматни стапки и пазарни очекувања



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

Монетарни инструменти



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

<sup>14</sup>Согласно проценките, даночните ослободувања ќе ги намалат буџетските приходи за околу 1 милијарди полски злоти. (Извор: Европска Комисија, ESPN Flash Report 2017/13)

<sup>15</sup> Финансиските ефекти од ваквата мерка се проценуваат во износ од околу 55 милијарди злоти во период од пет години (Извор: <http://www.warsawvoice.pl/WVpage/pages/article.php/38548/news>)

<sup>16</sup> <http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsr201706.pdf>

<sup>17</sup> Во декември 2016 година „С и П“ го потврди кредитниот рејтинг на Полска, зголемувајќи ги изгледите од негативни во стабилни, а „Фичи „Мудис“ во јануари 2017 година не го променија кредитниот рејтинг и индицираа позитивни изгледи на полската економија.

## 2.2. Чешка – инфлација на ниво на таргет и напуштање на девизниот курс како монетарен инструмент

### Макроекономски движења

Добрите перформанси на чешката економија беа карактеристика и на почетокот на 2017 година. Така, во првиот квартал од 2017 година оваа економија растеше со побрза динамика од пазарните очекувања, достигнувајќи највисок годишен раст на **БДП** (2,9%) од 2015 година наваму. Економскиот развој е поддржан од надворешната побарувачка, инвестициите (особено во државниот сектор поради отпочнувањето на нов циклус на трансии за апсорпција на средства од фондовите на ЕУ) и растечката потрошувачка на домаќинствата, со оглед на постојаниот пад на **невработеноста** (4,4% во април, што е најниско ниво од декември 2008 година). Поволната деловна клима во земјата, конкуренцијата во банкарскиот сектор, ниските каматни стапки и позитивните очекувања за иднината на економијата придонесоа за натамошен раст на **кредитирањето** (9,8% во првиот квартал на 2017 година), пред сè на домаќинствата (главно за хипотекарни кредити<sup>18</sup>). Од друга страна, прелиминарните податоци за првиот квартал на 2017 година упатуваат дека повисоката домашна побарувачка, апрецијацијата на круната и растечките цени на енергенсите предизвикаа **стеснување на суфицитот во тековната сметка**<sup>19</sup>. И покрај добрата кондиција на јавните финансии (јавниот долг се намали на 34,5% во февруари), во април 2017 година беше усвоен пакетот на реформи во фискалната политика со којашто е воведен фискален совет и неколку фискални правила: ограничување на буџетскиот дефицит најмногу до 1% од БДП, ограничување на јавниот долг најмногу до 55% од БДП и посебни одредби за долгот на општините којшто не смее да биде повисок од 60% од просечните приходи на општините. **Инфлацијата** во првата половина на 2017 година се одржуваше на умерено пониско ниво (во просек 2,3%) од горната граница на таргетот (2%+/-1п.п.).

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

Со оглед на постигнувањето на таргетот на инфлацијата (2%), централната банка на 6 април 2017 година го напушти девизниот курс како инструмент на монетарната политика и премина кон режим на флукутирачки девизен курс, без прецизирање на одредени нивоа на толеранција. Одбраната на девизниот курс од ноември 2013 година придонесе за висок откуп на девизи (75,9 милијарди евра, од коишто 42,53 милијарди евра до април 2017 година) и за тројно повисоко ниво на девизни резерви, кои во април 2017 година достигнаа 124,6 милијарди евра. Со оглед на тоа дека напуштањето на девизниот курс беше очекувано од пазарните учесници, круната во првите денови по одлуката само умерено апрецираше (поради повисока побарувачка од финансиските шпекуланти и домашните извозници заради заштита од девизен ризик) и до крајот на април се врати на првобитното ниво (27 CZK/EUR). Во текот на мај и јуни, круната се движеше во распон од 26,2 - 27 CZK/EUR, со умерени апрецијациски притисоци водени од шпекулативни мотиви, а централната банка не интервенираше на девизниот пазар. Зголемувањето на каматната стапка на ФЕД, позитивните изгледи за раст во еврозоната и повисоките инфлациски очекувања условија раст на приносите на државните хартии од вредност, при што во негативна зона се задржаа само државните хартии од вредност до 2 години. Во такви околности, и имајќи ја предвид повисоката побарувачка од нерезидентите, на примарниот пазар беше зголемена понудата на краткорочни државни хартии од вредност<sup>20</sup>.

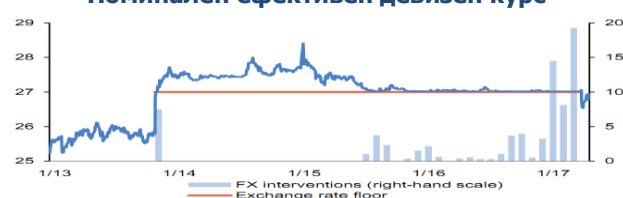
Со оглед на нагорниот тренд на кредитирањето, централната банка ја зголеми стапката на контрацикличниот заштитен слој од 0,5% на 1%, кој ќе се применува од јули 2018 година.

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>18</sup> Со оглед на високиот раст на хипотекарните кредити (кои во април учествуваа со 75% во вкупните кредити одобрени на домаќинствата), централната банка ги зајакна условите за овие кредити, зголемувајќи го процентот на покривање на кредитите со хипотека.

<sup>19</sup> Согласно со проекциите на централната банка, суфицитот во тековната сметка се очекува да се намали од 1,1% од БДП на крајот од 2016 година, на 0,3% во текот на 2017 година.

<sup>20</sup> Учество на нерезидентите во вкупните државни хартии од вредност во март 2017 година достигна 47,3% (раст од 20 п.п. во последните 9 месеци).

### 2.3. Унгарија – интензивирање на растот и експанзивна монетарна политика

#### **Макроекономски движења**

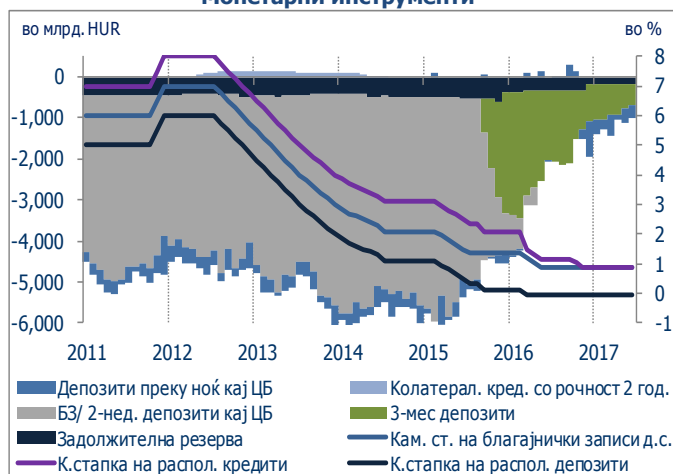
Унгарската **економија** во првиот квартал од 2017 година забележа раст за 4,2% на годишна основа (наспроти растот на БДП од 1,9% во 2016 година), регистрирајќи најбрза експанзија во последните три години. Позитивните остварувања се должат на здравите перформанси на индустриското производство и услужниот сектор, поголемите приливи од фондовите од ЕУ за инвестиции, а солиден придонес кон растот имаше и приватната потрошувачка, овозможен од растот на реалните плати. Економскиот раст беше придружен со зголемено **кредитирање** на приватниот сектор, кое се интензивираше во втората половина на 2016 година (кога се намалуваа негативните годишни промени), пришто во април достигна позитивна стапка на раст од 2,2%. Поволните трендови кај **кредитната активност** на банките се поврзуваат со кредитирањето на корпоративниот сектор, коешто беше стимулирано со мерките на централната банка за зголемување на кредитите на малите и средните претпријатија<sup>21</sup>, но и со кредитите одобрени на домаќинствата (чиешто кредитно портфолио се зголеми за првпат во последните 7 години). Со оглед на парламентарните избори во 2018 година, во 2017 година планирани се повеќе фискални мерки (повисоки социјални бенефиции, раст на пензиите и платите) кои се очекува да резултираат со зголемување на **буџетскиот дефицит**, од 1,8% во 2016 година на 2,7% од БДП во 2017 година. Под влијание на цената на нафтата, нагорниот тренд на **инфлацијата** продолжи и во првата половина од 2017 година (2,1% во мај), постепено приближувајќи се до таргетот на централната банка (3% со дозволени граници на флукуација од +/-1 п.п.).

#### **Измени кај монетарните инструменти**

Во првата половина на 2017 година, централната банка на Унгарија продолжи да спроведува експанзивна монетарна политика, задржувајќи ја основната каматна стапка (0,9%, на тримесечните депозити) и коридорот на каматни стапки (формиран од каматните стапки на кредитите и депозитите преку ноќ, од 0,9% и -0,05%, соодветно) на непроменето и историски најниско ниво. Во рамки на сетот на измени во оперативната рамка и согласно со очекувањата за поинтензивно намалување на ликвидноста во вториот квартал (главно поради ефектот на автономните фактори и имајќи ги предвид достасувањата во рамки на програмата за конверзија на девизни кредити на домаќинствата), во 2017 година централната банка постепено ја намалуваше понудата на тримесечните депозити, чијашто состојба на крајот на вториот квартал се сведе на 500 милијарди форинти (наспроти 900 милијарди форинти на крајот на 2016 година).

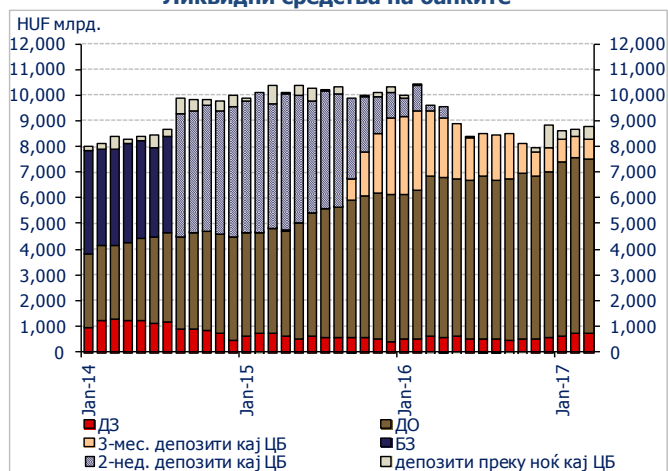
Постојаното зголемување на слободните ликвидни средства на банките (преку намалување на износот на монетарните инструменти) влијаеше за натамошно висока побарувачка за државните хартии од вредност, намалување на приносите на краткорочните државни хартии вредност и задржување на пазарните каматни стапки на историско најниско ниво.

**Монетарни инструменти**



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

**Ликвидни средства на банките**



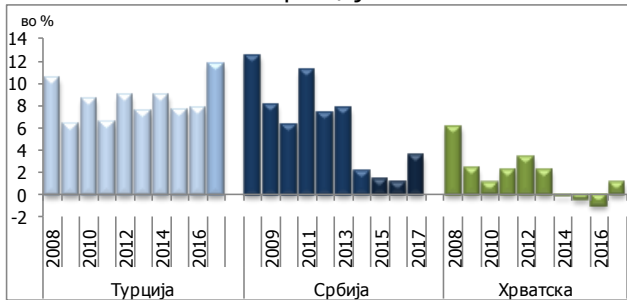
Извор: Извештај за финансиска стабилност, мај 2017 година ([www.mnb.hu](http://www.mnb.hu))

<sup>21</sup> Третата фаза од финансиската шема за кредитирање на мали и средни претпријатија (SME) заврши во март 2017 год., со реализација на 98% од планираните средства за таа намена. (<http://www.financialobserver.eu/recent-news/private-sector-loans-expand-by-2-1-yy-in-hungary/>)

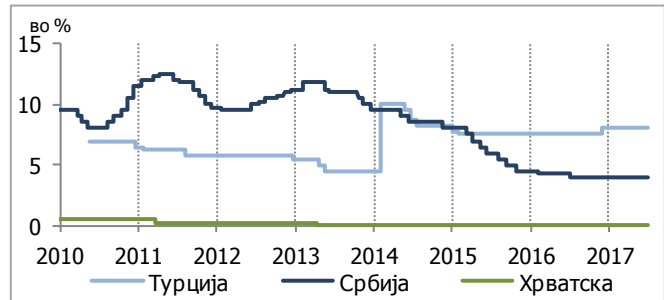
### 3. Земји од Југоисточна Европа

#### Основни економски податоци

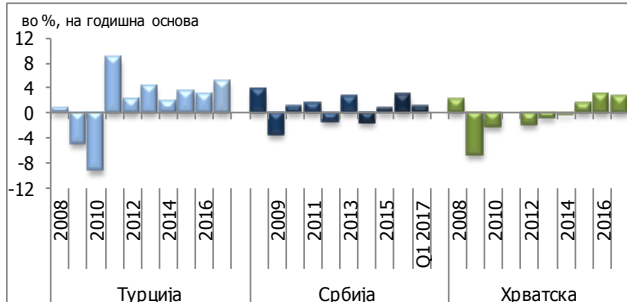
Инфлација



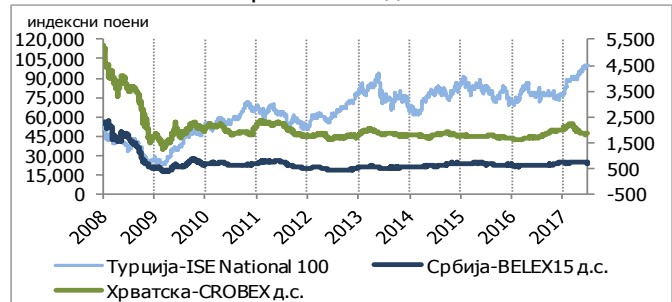
Основни каматни стапки



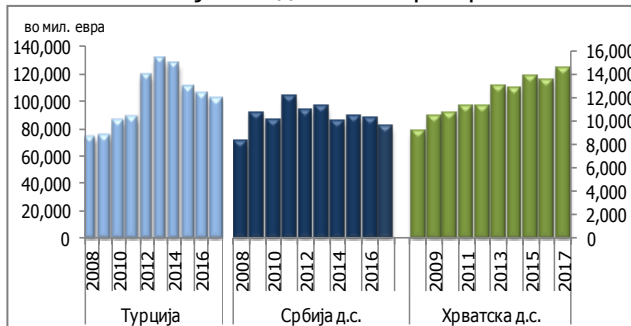
Раст на БДП



Берзански индекси



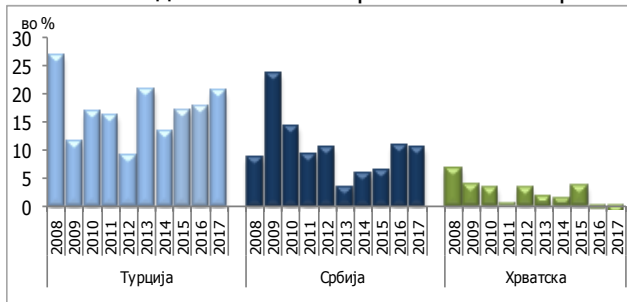
Состојба на девизните резерви



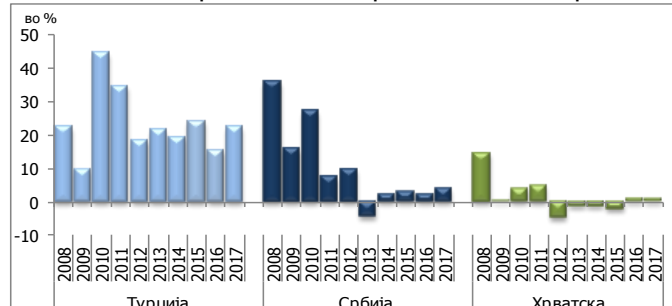
Номинален девизен курс во однос на еврото



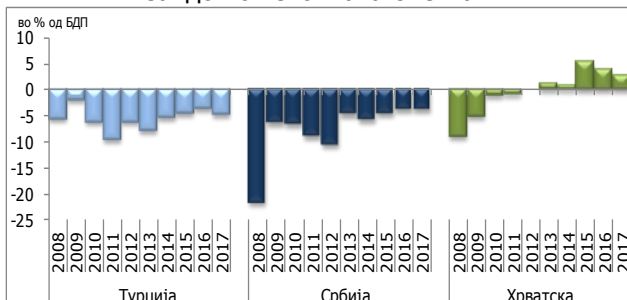
Раст на депозитите на приватниот сектор



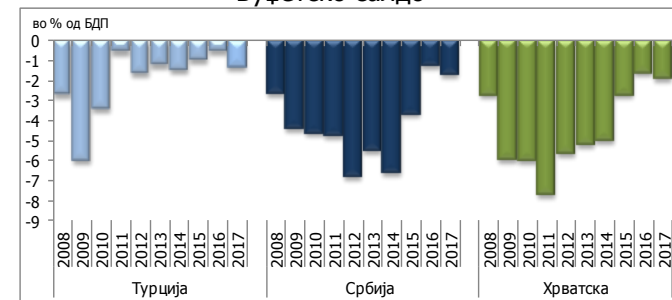
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка\*



Буџетско салдо\*



\* Извор: база на податоци на ММФ.

\* Извор: база на податоци на ММФ.

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

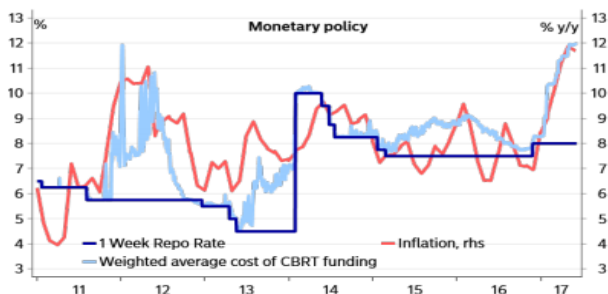
#### **Макроекономски движења**

Неповолните политички случувања во Турција во втората половина на 2016 година имаа релативно краткотрајни ефекти, со оглед на тоа дека кон крајот на 2016 година **економијата брзо се врати на патеката на раст**<sup>22</sup>, којшто продолжи и во првиот квартал на 2017 година (кога БДП годишно растеше 5%). Економската експанзија беше предводена од високата јавна потрошувачка, инвестициите и извозот, а **невработеноста** (11,7% во март) беше речиси непроменета во однос на крајот на 2016 година. И покрај експанзијата на извозот (кој главно е воден од извозната побарувачка од земјите на ЕУ), дефицитот во **тековната сметка** во првите четири месеци умерено се прошири, поради ниските приливи од туризмот. Високиот пад на лирата од септември 2016 година заклучно со јануари 2017 година се пренесе врз **инфлацијата**, којашто имаше изразен нагорен тренд и во април достигна највисоко ниво (11,9%) во последните осум години, коешто беше значително над таргетираната зона (5% со дозволени граници на флукуација од +/-2 п.п.). До крајот на првото полугодие, со смирувањето на девизниот курс, инфлацијата умерено се намали на 10,9%. **Кредитите одобрени на приватниот сектор** го продолжија силниот раст (околу 16%), којшто овој пат беше предводен од кредитирањето на корпоративниот сектор, при закрепнување на економската активност и поддршката од владините мерки<sup>23</sup>.

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

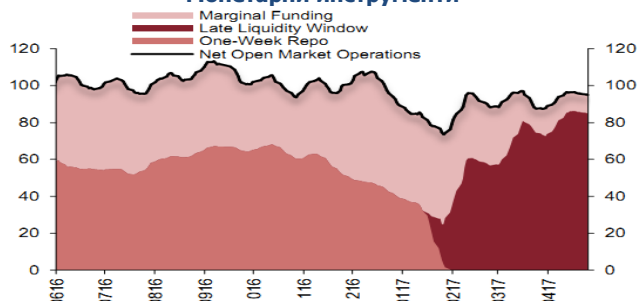
Високиот одлив на капитал мотивиран од растот на каматните стапки во САД, зголемените согледувања за ризик и намалената доверба кај инвеститорите, придонесоа турската лира кон средината на јануари 2017 година да има историски најниска вредност. Имајќи ги предвид овие движења коишто се ризик фактор за инфлацијата и заради ограничување на промените кај девизниот курс, Централната банка на Турција реагираше со неколку мерки, и тоа: ги намали стапките на задолжителната резерва во девизи за 0,5 п.п. за сите рочности (што придонесе за раст на девизната ликвидност на банките за околу 1,5 милијарди САД долари), го ограничи износот на средства што банките може да го користат во текот на денот од централната банка, во неколку наврати ги зголеми каматните стапки на расположливите кредити преку ноќ (и тоа: за 1 п.п., на ниво од 9,25% за кредитот преку ноќ одобрен во текот на денот и за 2,25 п.п., на ниво од 12,25% за кредитот преку ноќ одобрен на крај на ден) и во јануари 2017 година ги прекина аукциите на еднонеделните репо-операции за креирање ликвидност. Со оглед на тоа дека банките ја обезбедуваа потребната ликвидност преку расположливите кредити преку ноќ на коишто се применува највисока каматна стапка (којашто неколкупратно беше зголемена), просечниот трошок за финансирање на банките од централната банка на крајот на мај и почетокот на јуни 2017 година беше највисок (11,98%) во последните пет години, упатувајќи на натамошно затегнување на монетарните услови. Монетарните мерки, во комбинација со зголемените приливи на портфолио инвестиции мотивирани од високите приноси, овозможија стабилизирање на вредноста на лирата, којашто на крајот на јуни беше повисока за 2% во однос на јануари 2017 година. Од 2017 година централната банка применува и понизок надомест за задолжителна резерва во домашна валута, којшто е еднаков на основната каматна стапка намалена за 4 п.п., наспроти претходниот период кога надоместот беше понизок за 3 п.п. од просечниот трошок за финансирање на банките од централната банка.

Каматни стапки и инфлација во Турција



Извор: <https://nexus.nordea.com>

Монетарни инструменти



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

<sup>22</sup> По еднократниот пад од 1,3% во третиот квартал од 2016 година, во четвртиот квартал од 2016 година БДП растеше со 3,5%.

<sup>23</sup> Владината институција, Фонд за гарантирање на кредитите (Credit Guarantee Fund), во март 2017 година ги зголеми средствата наменети за поддршка на реалниот сектор на 250 милијарди лири (66,35 млрд. долари), кои ќе се користат за инвестициски кредити на малите и средни претпријатија до 10 години и за кредити за обртен капитал до 5 години. Гаранцијата на фондот се прифаќа како 100% обезбедување на кредитот што МСП може да го користат од деловните банки во домашна валута. За гаранцијата фондот наплаќа еднократен надомест. (Извор: <http://www.kgf.com.tr> и <http://www.reuters.com/article/turkey-fund-idUSI7N1GE00W>).

### 3.2. Србија – сезонско забавување на растот и натамошна олабавена монетарна политика

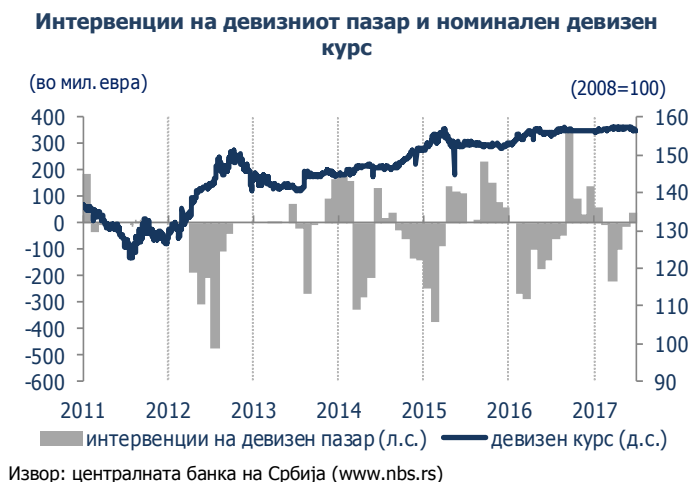
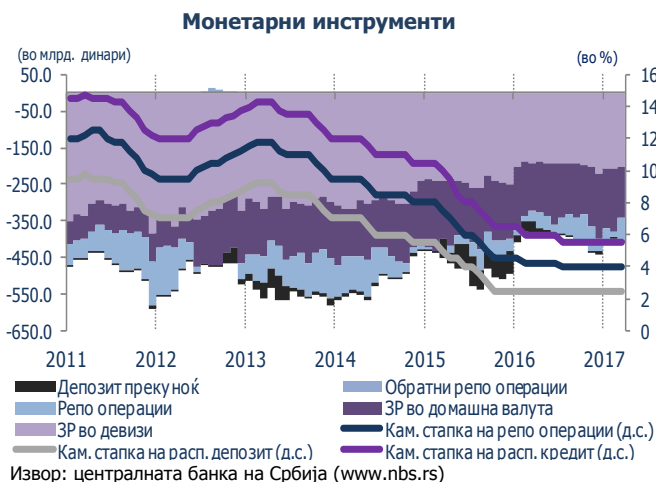
#### Макроекономски движења

Во првата половина на 2017 година и во Србија **домашните цени** имаа нагорен тренд (поради доминантниот придонес на прехранбените добра, облеката и енергенсите), а годишната стапка на раст (3,6% во јуни 2017 година) беше во рамки на таргетираната зона (којашто од 2017 година е намалена за 1 п.п. и изнесува 3% со граници на флукуација од +/-1,5 п.п.). На почетокот на 2017 година српската **економија** забележа забавување на растот (од 2,8% во 2016 година на 1,2% во првиот квартал на 2017 година), на што влијаеја неповолните временски услови врз земјоделското производство, градежништвото и енергетскиот сектор. Досегашното олабавување на монетарната политика придонесе и за натамошен раст на **кредитната активност**, која на годишно ниво е повисока за 4% (во април), во услови на засилено кредитирање на населението (раст од 11,6% во април) и забавување на падот на кредитите одобрени на корпоративниот сектор (на -0,6%)<sup>24</sup>. Во делот на **фискалната политика**, од почетокот на 2017 година продолжија поволните трендови, коишто се карактеризираат со зголемена наплата на даночните приходи и реализација на буџетски суфицит во првите четири месеци од годината, што овозможи стабилизирање на номиналниот износ на **јавниот долг**<sup>25</sup>. Во март 2017 година, рејтинг агенцијата Мудис го зголеми **кредитниот рејтинг** на Србија од В1 на Ва3, аргументирајќи ја промената со фискалната консолидација, спроведувањето на структурните реформи, подобрите изгледи за економски раст и ценовната стабилност.

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

Централната банка на Србија во првата половина на 2017 година ја задржа основната каматна стапка (максималната каматна стапка на еднонеделните репо-операции за повлекување ликвидност) на непроменето ниво од 4%. Во анализираниот период понудата на репо-операциите за повлекување ликвидност беше релативно стабилна, при што пондерираниот каматна стапка на овие операции се задржа околу 2,94%, ниво коешто е блиску до долната граница од коридорот на каматни стапки (којшто е дефиниран со ширина од +/-1,5 п.п. во однос на основната каматна стапка од 4%).

Депрецијациските притисоци врз динарот од крајот на 2016 година, продолжија и на почетокот на 2017 година и беа последица на случувањата на меѓународните финансиски пазари (зголемувањето на каматната стапка на ФЕД што влијаеше за намалување на портфолиото на државните хартии од вредност кај нерезидентите), но и на факторите од домашното окружување (коишто се карактеризираа со релативно висок раст на побарувачката за девизи од компаниите за увоз на енергенси). Во такви околности, во првиот квартал од годината централната банка интервенираше на девизниот пазар со продажба на 345 милиони евра, додека од почетокот на второто тримесечје, при раст на приливите од извоз, СДИ и трансфери и стабилизирање на увозот, трендот кај девизниот пазар се промени и овозможи интервенции за откуп на вкупно 160 милиони евра.



<sup>24</sup> Стапките се однесуваат на состојбата на кредитите, од коишто е исклучен ефектот од промената на девизниот курс на домашната валута.

<sup>25</sup> При проектиран пораст на БДП, релативниот индикатор за јавниот долг упатува на негово намалување од 74,7% на крајот на 2016 година на 72,9% од БДП во април 2017 година.

### 3.3. Хрватска – постепен раст на економијата и апрецијација на куната

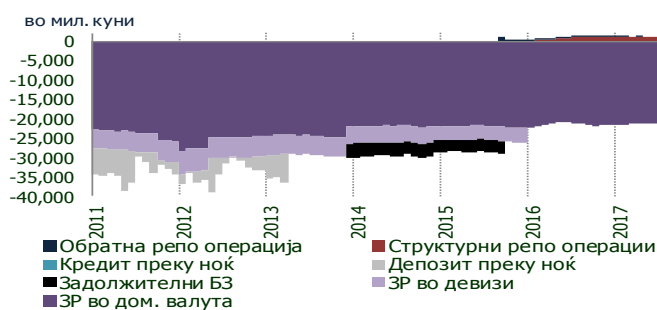
#### Макроекономски движења

Првичните оценки за хрватската економија за 2017 година упатуваат на раст со позабавено темпо во однос на 2016 година (2,5% во првиот квартал, наспроти годишниот раст од 3% во 2016 година). Најголем придонес кон растот и натаму има личната потрошувачка (и покрај умереното забавување во анализираниот период), што главно е поддржано од солидните остварувања во секторот туризам, поволните трендови на пазарот на труд (**невработеноста** се намали на 12,8% во април) и зголеменото кредитирање на домаќинствата. **Инфлацијата**, којашто на крајот на 2016 година премина во позитивната зона (0,2%), во 2017 година имаше генерално нагорен тренд предводен од цените на прехранбените производи (достигнувајќи 1,4% во април). Воедно, продолжи постепеното закрепнување на **кредитирањето** на приватниот сектор (раст од 0,8% во април), при непроменета динамика на пласманите на нефинансиските претпријатија (раст од 0,7%) и забрзување на кредитирањето на населението (раст од 1,6%<sup>26</sup>). Податоците од фискалниот сектор упатуваат на интензивирање на **буџетскиот дефицит** на почетокот на 2017 година, главно поради променетата динамика на реализација на расходите за субвенции, а **јавниот долг** во првиот квартал умерено се намали во однос на крајот на 2016 година. Со оглед на солидните остварувања во фискалната политика заклучно со 2016 година (сведување на дефицитот и јавниот долг во утврдените таргети), Европската комисија на 22 мај предложи затворање на процедурата за прекумерен дефицит, во којашто Хрватска беше вклучена веднаш по зачленувањето во ЕУ. Во март, Хрватска издаде **десетгодишна евро-обврзница**, во износ од 1,2 милијарди евра и купонска каматна стапка од 3,0%, која е најниска од 1997 година наваму кога прв пат настапи на меѓународните пазари<sup>27</sup>. Во 2017 година, актуелно е разрешувањето на должничката криза на концернот „Агрокор“ (вкупен долг од 3,5 милијарди евра на финансиските кредитори и 2,2 милијарди евра на добавувачите), којшто е присутен во неколку земји од регионот, апсорбира 2,5% од работната сила во Хрватска и има големо значење за економијата. Со оглед на сериозните импликации на овој случај врз активноста (умерен негативен ефект врз БДП од 0,3 п.п.) беше донесен Закон за системски важни компании, со што се овозможи државно управување со оваа компанија од 7 април, се дефинираа условите за исплата на обврските кон малите и големите добавувачи (којашто е условена со продолжување на деловни односи со „Агрокор“), а беше обезбедено и кредитирање од локални и од странски банки и други финансиски институции (во износ од околу 480 милиони евра).

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

Во првата половина од годината, централната банка на Хрватска на редовна основа одржуваше репо-операции за создавање ликвидност (со рочност од една недела и фиксна каматна стапка од 0,3%). Со оглед на високата ликвидност на банките на крајот на 2016 година (поради интервенциите на девизниот пазар во декември), којашто се задржа и на почетокот на 2017 година, од 24 април банките немаа интерес на аукциите за создавање ликвидност<sup>28</sup>. Релативно високи интервенции за откуп на вишокот на девизна ликвидност централната банка имаше и во јуни, кога во два дена (на 6 и 8 јуни) откупи вкупно 374 милиони евра, главно поради апрецијацијата на куната заради кредитирањето на „Агрокор“ од странски банки<sup>29</sup>.

Монетарни инструменти



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

Номинален девизен курс и интервенции



<sup>26</sup> При изразен раст на кунските пласмани на населението, со истовремено нивно раздолжување од девизни кредити.

<sup>27</sup> За што покрај поволните движења на меѓународните финансиските пазари, влијаеја и растот за економијата и напорите за намалување на јавниот долг.

<sup>28</sup> Во ноември 2016 година, беше одржана последната, четврта аукција на структурни репо-операции за создавање ликвидност со рочност четири години, по каматна стапка од 1,4%, заради стимулирање на кредитната активност на банките.

<sup>29</sup> Извор: <https://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/hrvatska/vujcic-agrokorov-kredit-stvorit-ce-aprecijacijski-pritisak-na-kunu-no-hnb-ce-braniti-tecaj/>