

Народна банка на Република Македонија



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

(прва половина на 2018 година)

Дирекција за операции на финансиските пазари

јули 2018 година

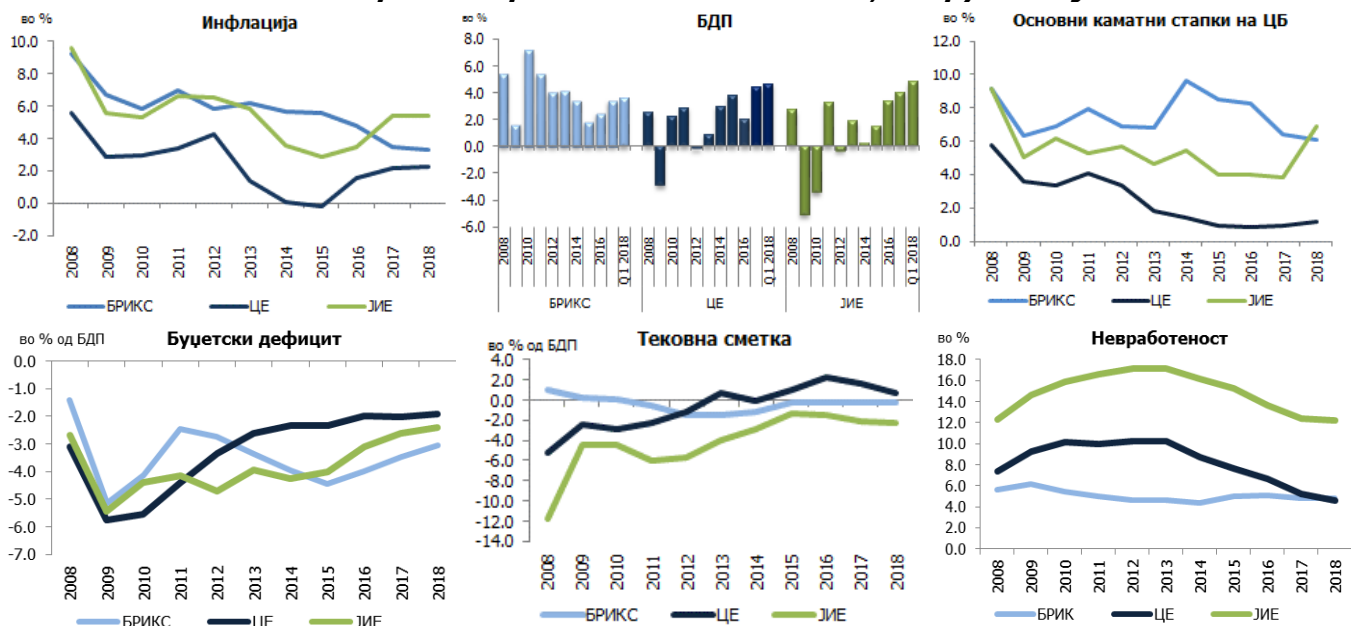
Вовед

Во првата половина на 2018 година, главен предизвик за сите брзорастечки економии беше одливот на капитал и депрецијацијата на националните валути, поради што одредени централни банки пристапија кон интервенции за зачувување на вредноста на нивните валути. Од друга страна, слабите инфлациски притисоци отворија простор за продолжување на експанзивната монетарната политика кај поголем дел од земјите од **БРИКС**. Така, олеснување на монетарните услови имаше кај централните банки на **Бразил, Русија и Јужна Африка**, што се спроведуваше преку намалување на основните каматни стапки. Исклучок беше централната банка на Индија, којашто како реакција на зголемените инфлациски ризици ги зголеми каматните стапки на обратните репо-операции за повлекување ликвидност. Помеѓу земјите од оваа група, како специфичен се издвојува случајот на Кина, каде што како одговор на зголемувањето на каматните стапки од страна на ФЕД и спречувањето на нето-одливот на странски капитал од земјата, централната банка ги зголеми каматните стапки на репо-операциите за креирање ликвидност, а заради задржување на солидната економска активност креира ликвидност преку задолжителната резерва.

Во **Централна и Југоисточна Европа**, солидниот економски раст што произлезе од високата домашна побарувачка беше одлика на сите три анализирани земји. Притоа, единствено централната банка на Чешка, под влијание на зголемените инфлациски ризици, продолжи со затегнување на монетарните услови преку пораст на каматните стапки. Централната банка на Полска и натаму повлекува ликвидност преку основниот инструмент 7-дневни благајнички записи, а централната банка на Унгарија започна да ги применува двата нови инструмента што би влијаеле врз долгите рокови на кривата на принос и стимулирање на хипотекарното финансирање на домаќинствата.

Поставеноста на монетарните инструменти кај централните банки на земјите од **Југоисточна Европа** во првата половина од 2018 година беше во согласност со економскиот амбиент во одделните земји. Така, главен предизвик за монетарните власти во Турција беше справувањето со високата и континуирана депрецијација на лирата којашто се одрази со највисока инфлација во последните 14 години. Во такви околности, централната банка на оваа земја и натаму ја зголемува девизната ликвидност на банките и испрати сигнали за затегнување на монетарните услови, преку примена на повисоки каматни стапки на сите монетарни инструменти. Централната банка на Србија ги намали каматните стапки, заради натамошно олеснување на кредитните услови на банките, а монетарната власт на Хрватска продолжи со експанзивната монетарна политика преку задржување на високата ликвидност на банките, којашто дополнително се зголеми заради високите интервенции за откуп на девизи.

Селектирани макроекономски показатели, по групи земји

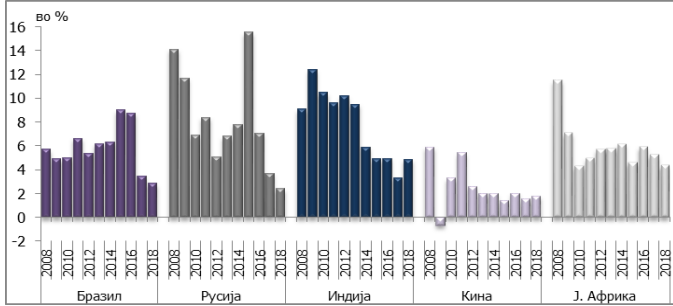


Извор: базата на податоци на ММФ, веб-страници на централни банки. Податоците се просек од земјите членки на групите. **БРИКС:** Бразил, Русија, Индија, Кина и Ј. Африка; **ЦЕ:** Чешка, Полска, Унгарија; **ЈИЕ:** Србија, Хрватска, Турција. Податоците за невработеност во БРИК ја исклучуваат Ј. Африка којашто има релативно висока невработеност од околу 27%.

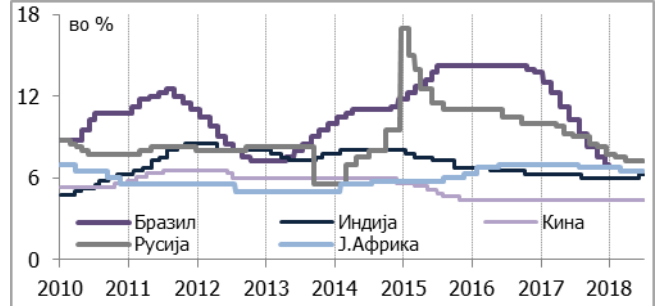
1. БРИКС

Основни економски податоци

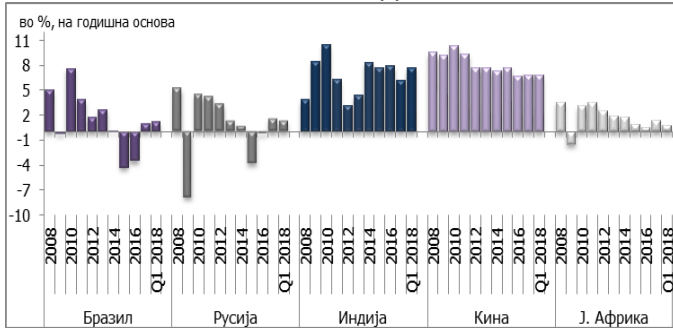
Инфлација



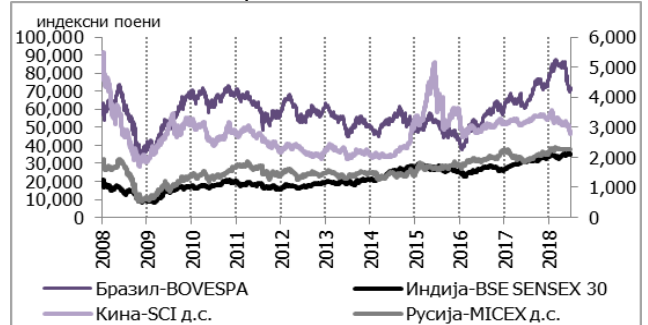
Основни каматни стапки на ЦБ



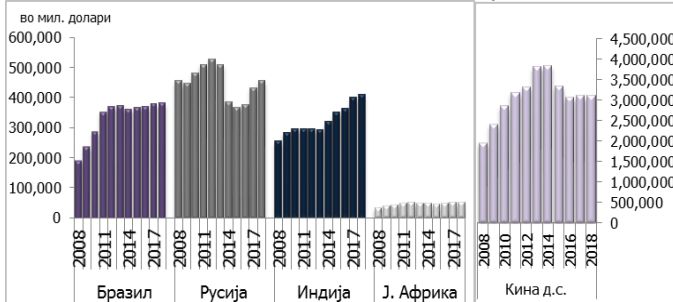
Раст на БДП



Берзански индекси



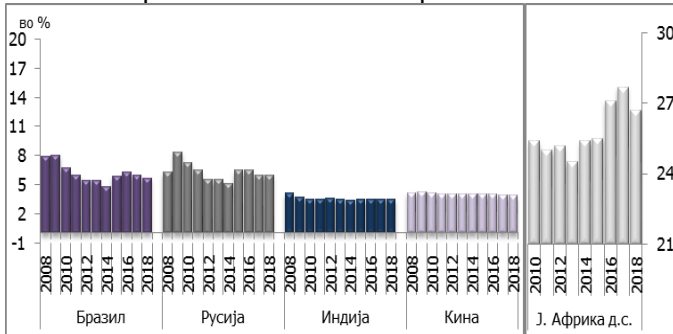
Состојба на девизните резерви



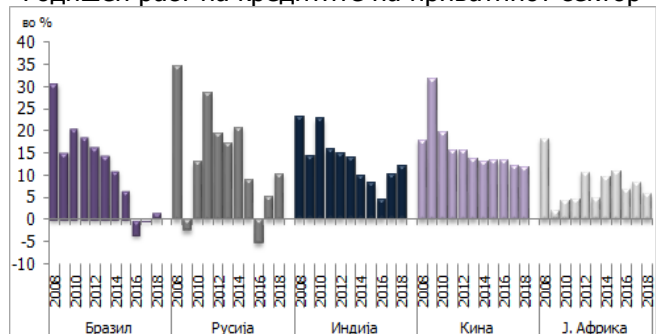
Номинални девизни курсеви



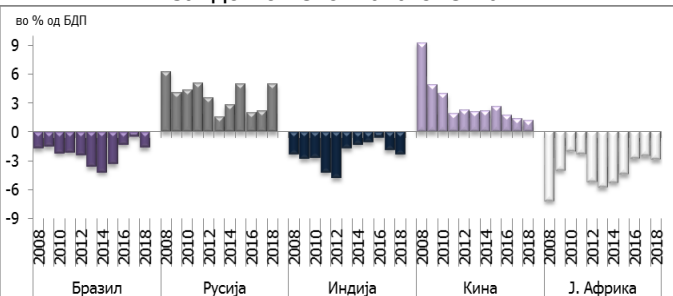
Просечна стапка на невработеност



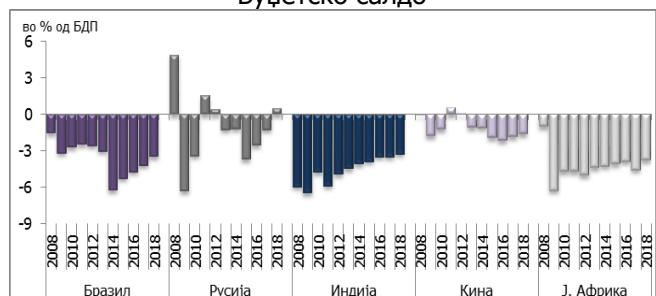
Годишен раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



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

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

1.1. Бразил – експанзивна монетарна политика и постепено заздравување на економијата

Макроекономско окружување

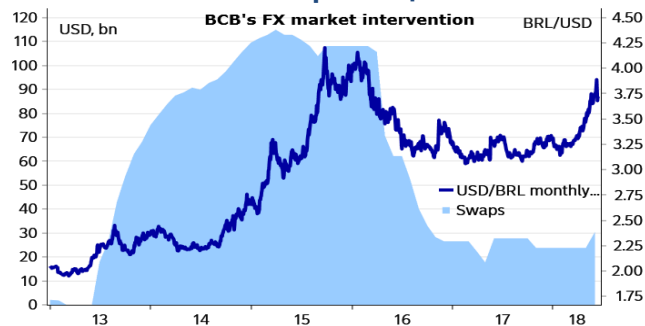
Економските показатели за Бразил за 2018 година упатуваат на постојано заздравување на економијата, за што сведочи петтиот последователен квартален раст во првиот квартал, од 1,2% на годишно ниво. Позитивните економски остварувања се резултат на враќањето на инвестициската доверба и подобрите односи на размена, што заедно со зголемената странска побарувачка придонесоа за засилување и на извозот. Претежно подобрата деловна клима во земјата имаше позитивен импулс и врз **кредитната активност** на банките, со оглед на тоа дека по негативната динамика, годишната промена на состојбата на кредитите одобрени на приватниот сектор во март влезе во позитивна зона, а во мај достигна 1,3%. Нагорниот тренд на кредитите, поддржан од ниските каматни стапки во комбинација со релативно ниската инфлација придонесоа за натамошен раст на приватната потрошувачка. **Инфлацијата** на почетокот на 2018 година (во просек 2,7%) се одржуваше под таргетот на централната банка (4,5% со граници на флукуација од +/-1,5 п.п.). Сепак, домашното ниво на цени кон крајот на првото полугодие започна со умерен нагорен тренд што произлегува од депрецијацијата на валутата и растот на дел од домашните цени поврзан со штрајкот на камионците¹. Во сферата на **јавните финансии**, се очекува дека закрепнувањето на економијата и контролата на буџетските расходи ќе придонесат за одржливост на буџетското салдо² и покрај договорената фискална помош на штрајкувачите во износ од околу 9,5 милијарди реал (околу 2,5 милијарди САД-долари). Се очекува дека за зголемување на буџетските приходи во Бразил во следниот период ќе придонесе и приватизацијата на енергетската компанија (Eletrobras) којашто е најголема во Јужна Америка и чијашто продажба се проценува во износ од 3,5 милијарди долари.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

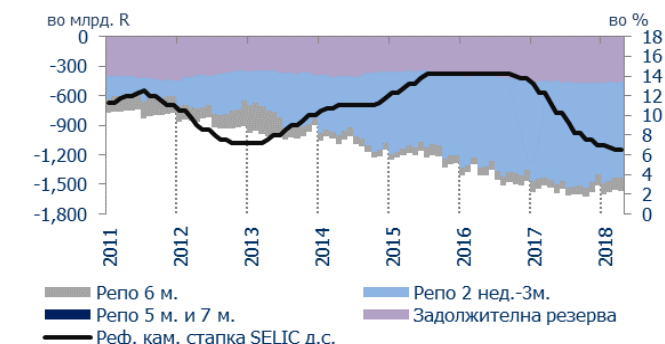
Главна стабилното ниво на цените во првите пет месеци од годината овозможи централната банка и натаму да ја стимулира економската активност со експанзивната монетарна политика. Оттука, од почетокот на 2018 година таргетираната каматна стапка на пазарот на пари - СЕЛИК беше намалена за вкупно 0,5 п.п., на историски најниското ниво од 6,5%. Вишокот на ликвидност во банкарскиот систем беше повлекуван со репо-операции со рочност од 3 и 6 месеци, чијашто вкупна состојба беше релативно стабилна. На крајот на мај, просечната каматна стапка на 3-месечните репо-операции, коишто се најзастапени помеѓу монетарните инструменти, изнесуваше 6,48%. Повремено, заради регулирање на краткорочната ликвидност се применуваа и расположливи депозити и кредити, на коишто се применува каматна стапка од 6,35% и 6,5%, соодветно.

Циклусот на олеснување на монетарната политика, неизвесната политичка клима во земјата и зголемувањето на каматните стапки во САД го дестимулираа приливот на капитал во Бразил. Овие фактори, заедно со апрецијацијата на американскиот долар предизвикаа пад на вредноста на бразилскиот реал. Така, вредноста на валутата на крајот на јуни беше пониска за околу 17% во однос на крајот на 2017 година, со што таа се вбројува помеѓу петте земји во развој чии валути имаат највисок пад на вредноста во овој период³. Со оглед на ваквите движења и заради спречување натамошен пад на валутата, централната банка на Бразил и натаму спроведува своп-операции за креирање девизна ликвидност, чијашто понуда на крајот на мај ја зголеми од 25 на 30 милијарди САД-долари.

Номинален девизен курс и состојба на девизните своп-транзакции



Монетарни инструменти



¹ Возачите на камиони бараа намалување на цената на дизелот и реформи во правната и даночната регулатива којашто се однесува на нивната дејност. Поради 10-дневниот генерален штрајк, главните автопатишта беа блокирани, поради што беше оневозможена дистрибуцијата на нафтени деривати, прехранбени и медицински добра до малопродажните места.

² Тоа беше извор на ранливост на економијата поради континуираниот неодржлив раст во претходните години.

³ Аргентинската валута бележи рекорден пад од 35% во првото полугодие од 2018 година, по што следат бразилскиот реал, турската лира, јужноафриканскиот ранд и индиската рупија.

1.2. Русија – ниска инфлација, стабилен раст и променлива динамика на домашната валута

Макроекономско окружување

Зголемувањето на светските цени на нафтата и стабилното инфлациско окружување во првата половина на 2018 година имаа позитивен импулс врз руската економија, којашто полека продолжи по нагорната патека (раст на **БДП** од 1,3% во првиот квартал од годината). Движечка сила на економскиот раст беше приватната потрошувачка, поддржана од: силната доверба на потрошувачите, историски најниската стапка на **невработеност** (4,7% во мај), високата кредитна поддршка и постојаниот реален раст на платите со оглед на смирувањето на **инфлацијата** (2,3% во јуни 2018, наспроти таргетот од 4,0%). Зголемената домашна побарувачка го засили увозот, чијшто ефект беше во целост неутрализиран од цените на нафтата, овозможувајќи проширување на суфицитот во **тековната сметка** (проценет на 5,0% од БДП во 2018 година, наспроти 2,2% во 2017 година). Економската експанзија произлезе и од растот на индустриското производство (1,3% во април) во клучните сектори за руската економија. Неочекувано високите цени на нафтата имаа позитивен ефект и на фискалната политика, каде што за 2018 година согласно со ребалансот од крајот на јуни, за првпат по 2011 година, прекиран е **буџетски суфицит** од 0,5%, наспроти првичниот план за дефицит од 1,3% од БДП. Оптимизмот којшто преовладува во Русија придонесе и за висок **кредитен раст** (7,5% во април), којшто покрај кон домаќинствата (пораств на кредитите од 15,7% на годишна основа)⁴, беше канализиран и кон корпоративниот сектор, каде што позитивната годишна стапка на промена се засили искачувајќи се на 4,4%.

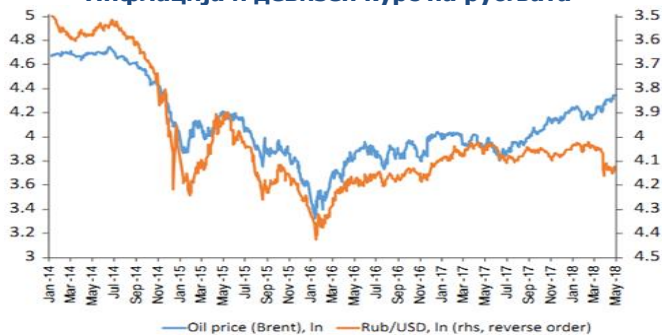
Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Ниската инфлација создаде простор и оваа централна банка да продолжи со циклусот на олабавување на монетарната политика, започнат во 2016 година. Оттука, во првиот квартал од 2018 година, монетарната власт во два наврати ја намали основната каматна стапка (на еднонеделните аукции за депозити) за вкупно 0,5 п.п., сведувајќи ја на нивото од 7,25%. До крајот на полугодieto, нестабилноста на рубљата и одлуката за зголемување на стапката на ДДВ на почетокот од 2019 година (од 18% на 20%) предизвикаа инфлациски ризици за следниот среднорочен период, поради што каматната стапка беше непроменета. Во 2018 година, централната банка го повлекуваше најголемиот дел од вишокот ликвидни средства преку неделните аукции на депозити, а во помал дел беа користени и аукциите за емисија на 3-месечни купонски хартии од вредност. Со оглед на структурниот вишок на ликвидност, централната банка го укина лимитот за обезбедување средства во домашна валута преку девизни своп-операции.

Во април 2018 година, САД воведо нова серија на санкции за значајни руски компании, што придонесе за повлекување странски капитал од Русија и пад на вредноста на рубљата. Сепак, оваа пазарна реакција имаше краткотраен ефект, со оглед на солидната девизна ликвидност на руските банки, растот на цената на нафтата и добрите остварувања на руската економија. Воедно, позитивен импулс во истата насока имаше и воведената можност за банките да не ги зголемуваат резервациите за кредитите и останатите побарувања од клиентите до крајот на 2018 година.

Во анализираниот период заради намалување на доларизацијата на активата на билансите на банките, централната банка на Русија го зголеми пондерот на ризици за кредитите во странска валута одобрени по јули 2018 година, и тоа: од 130% на 150% за кредитите за недвижен имот, за кредити на извозниците од 100% на 110% и за останатите позиции деноминирани во странска валута од 110% на 130%.

Инфлација и девизен курс на рубљата



Извор: Светска банка.

Монетарни инструменти



Извор: Централна банка на Русија

⁴ Заради намалување на ризиците од висок раст на кредитите на домаќинствата, централната банка го зголеми пондерот на ризици за кредити од 15% на 25% (со важност од мај 2018 година). Мерката следеше непосредно по зголемувањето на пондерот на ризици за хипотекарните кредити, од крајот на 2017 година.

1.3. Индија – висок раст, растечка инфлација и заострување на монетарните услови

Макроекономско окружување

Во 2018 година се очекува дека Индија ќе биде најбрзорастечка економија во светот, за што сведочи експанзијата од 7,7% во првиот квартал од годината⁵. Високата активност се поврзува со солидната потрошувачка на домаќинствата (со оглед на поминувањето на ефектите од демонетизацијата и воведувањето на данокот на стоки и услуги⁶), како и со инвестициите на јавниот и приватниот сектор и растот на индустриското производство. Имено, зголемените буџетски приходи овозможува висока јавна потрошувачка (планиран раст од 13,2% и проектиран **буџетски дефицит** од 3,3% во 2018 година)⁷, главно за социјални бенефиции и инфраструктурен развој во руралните средини. Поволните остварувања кај клучните економски сектори беа доволни за надминување на негативниот ефект од проширениот дефицит во **тековната сметка** (1,9% од БДП во 2017/2018 година, наспроти 0,6% во претходната година), што произлезе од силната домашна побарувачка и повисоките цени на нафтата. Повисоките цени на нафтата, како и зголемената лична потрошувачка придонесоа и за релативно висока **инфлација** (4,9% во мај), којашто се приближува кон горната граница на таргетот на централната банка (4% +/- 2 п.п.). Во банкарскиот сектор, и во првата половина на 2018 година, продолжи високиот **кредитен раст** (13,1% во мај), а во истата насока се движеа и нефункционалните кредити. Заради намалување на оваа ранливост на банкарскиот систем, од државниот буџет се издвоени 14 милијарди САД-долари за докапитализација на 12 банки, главно во државна сопственост. Воедно, за подобрување на билансите на банките, од 1 јануари 2019 година ќе се применува и повисок коефициент на ликвидност (англ. liquidity cover ratio) од 100%.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во јуни, за првпат по 2014 година, централната банка на Индија ги зголеми каматните стапки за 0,25 п.п. Со тоа каматната стапка на обратните репо-операции за повлекување ликвидност, коишто се најзастапени во операциите на отворен пазар, изнесува 6%, а сразмерен пораст имаше и кај каматната стапка на репо-операциите за креирање ликвидност, којашто достигна ниво од 6,25%. Ваквата реакција на монетарната власт во Индија беше одговор на зајакнатите инфлациски ризици. Анализата на структурата на монетарните инструменти покажува дека посиленото трошење на државата на крајот на фискалната 2017-2018 година, привремено ги зголеми ликвидните средства на банките, што беше неутрализирано со обратните репо-операции за повлекување ликвидност. До крајот на првото полугодие, поради сезонската уплата на даноци во Буџетот, ликвидноста на банките се нормализира, што придонесе за враќање на состојбата на обратните репо-операции на вообичаеното ниво.

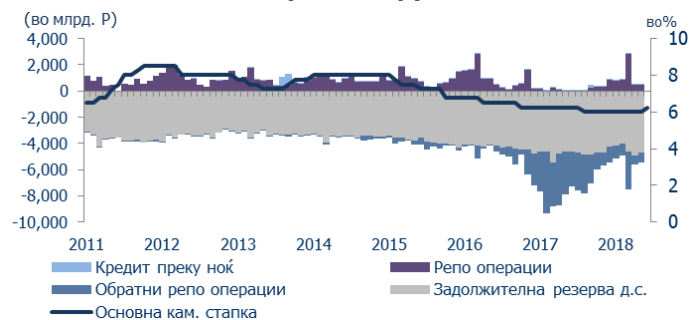
Подобрите економски резултати во развиените економии, во комбинација со трговската војна иницирана од САД и санкциите на САД за Иран придонесоа за повлекување на странските инвестиции во обврзници и акции (вкупно за околу 6,8 милијарди САД-долари) од Индија. Овие околности, заедно со повисоката цена на нафтата, придонесоа за највисок пад (7,1% во првата половина на 2018 година) на вредноста на индиската рупија помеѓу азиските валути и интервенции на централната банка за продажба на девизи (вкупно 2,5 милијарди долари во април). Заради спречување на одливот на капитал, централната банка даде можност странските портфолио инвеститори да купуваат и краткорочни ДХВ и да инвестираат во корпоративни обврзници со преостаната рочност под 1 година, но само ако поединечната инвестиција не надминува 20% од вкупното портфолио на корпоративни обврзници на инвеститорот.

Девизен курс и интервенции



Извор: www.rbi.org.in

Монетарни инструменти



Извор: „Блумберг“.

⁵ За календарската 2018 и 2019 година, проектираниот раст на ММФ изнесува 7,3% и 7,5%, соодветно.

⁶ Во јули 2017 година беше воведен унифициран данок на промет за стоки и услуги на национално ниво (со пет прогресивни даночни стапки – почнувајќи од 0% за основните прехранбени производи до 28% за накит и електронски апарати), со кој се заменуваат повеќе од десетина централни и државни давачки коишто се наплаќаа во одделните држави во Индија.

⁷ Извор: Reuters (<https://in.reuters.com/article/us-india-budget/india-budget-boosts-spending-to-drive-economy-improve-modis-re-election-chances-idINKBN1FK2TJ>)

1.4. Кина – солиден раст и промени во монетарната рамка

Макроекономско окружување

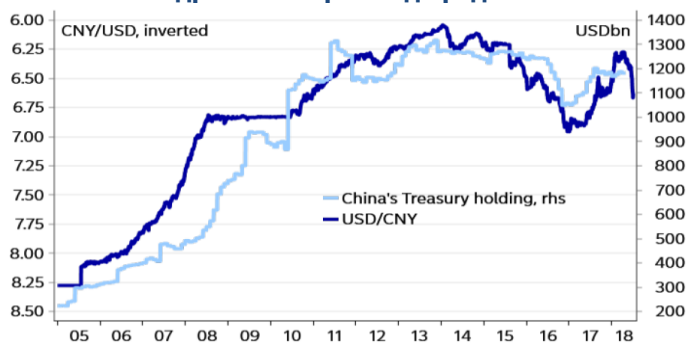
И покрај неизвесниот резултат од трговската војна со САД, економските показатели за Кина за првата половина од годината ги надминаа пазарните очекувања. **БДП** во првиот и вториот квартал се зголеми за 6,8% и 6,7% на годишна основа соодветно⁸, што се должи на растот на фиксниот капитал и силната приватна потрошувачка (при раст на платите и ниска **невработеност** од околу 3,9%). Од друга страна, инвестициската потрошувачка, којашто умерено забави во вториот квартал, беше насочена кон инфраструктурата и недвижниот имот, и покрај минатогодишните мерки за стабилизирање на пазарот на недвижности и заштита на животната средина. Во односите на размена, во првиот квартал од годината беше забележан дефицит во **тековната сметка** (проценет околу 1,1% од БДП) за првпат во последните 17 години, што главно се должи на нискиот извоз на услуги, додека во размената на стоки, Кина и натаму остварува суфицит (којшто беше понизок за 35% на годишна основа). Како континуитет на процесот на либерализација на капиталните текови, во април централната банка објави дека до крајот на 2018 година ќе овозможи странските инвеститори да поседуваат повеќе од 51% од сопственоста на инвестициските фондови и компаниите за животна осигурување⁹. Мерките за ограничување на ризиците во банкарскиот сектор¹⁰ коишто беа воведени на крајот на 2017 година придонесоа за умерено забавување на **кредитниот раст** од 12,6% во 2017 година, на 12% во мај. **Инфлацијата** беше релативно стабилна (1,8% во мај), при што нивото и динамиката во голем дел беа диктирани од цената на нафтата.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Во првата половина на годината, во услови на зголемување на каматните стапки од страна на ФЕД и постојаните нето-одливи на странски капитал од земјата, а заради задржување на солидната економска активност, централната банка на Кина активно ја приспособуваше поставеноста на монетарните инструменти. Така, најнапред во март одговори со пораст на каматните стапки на репо-операциите за повлекување ликвидност со рочност 7 и 14 дена за 0,05 п.п., со што тие достигнаа ниво од 2,55% и 2,70%, соодветно, а во април ја намали стапката на задолжителна резерва за 1 п.п. за сите банки. Банките ја искористија зголемената ликвидност (за 1,3 милијарди јуани), врз основа на задолжителната резерва, за враќање на достасаните среднорочни расположливи кредити (англ. MLF – Medium-term Lending Facility) кон централната банка, во износ од 0,9 милијарди јуани, а преостанатиот износ беше наменет за таргетирано кредитирање на мали и микропретпријатија. Во мај беше зголемена и стапката на 28-дневните репо-операции на 2,85%, а на крајот на јуни, непосредно по објавувањето на податокот за индустриското производство и пред почетокот на примената на трговските царини од САД, монетарната власт на Кина по вторпат оваа година ја намали стапката на задолжителна резерва, и тоа за 0,5 п.п., на нивото од 16% за големите банки и 14% за малите банки.

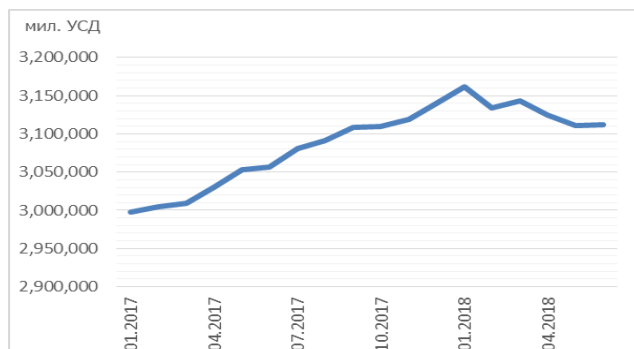
На крајот на вториот квартал од годината, тензиите со САД и апрецијацијата на американскиот долар придонесоа за висок пад на вредноста на јуанот. Во вакви околности и заради спречување натамошно намалување на јуанот, гувернерот вербално интервенира на девизниот пазар, давајќи јасен сигнал дека вредноста на јуанот ќе се одржува околу 6,7 јуани/САД-долар и валутата нема да се користи како оружје во трговската војна.

Девизен курс и кинески инвестиции во американски државни хартии од вредност



Извор: <https://e-markets.nordea.com>

Девизни резерви на Кина



Извор: Блумберг

⁸ Годишната проектирана стапка на раст на БДП на кинеските власти за 2018 година изнесува 6,5%.

⁹ Согласно со тековната поставеност, странската сопственост во инвестициските фондови и осигурителните компании не смее да биде повисока од 49% и 50%, соодветно. Извор: [Reuters](https://www.reuters.com).

¹⁰ Мерките беа за смирување на движењата на пазарот на недвижности и на високата задолженост на нефинансиските претпријатија во државна сопственост коишто поседуваат 60% од вкупниот долг на приватниот сектор.

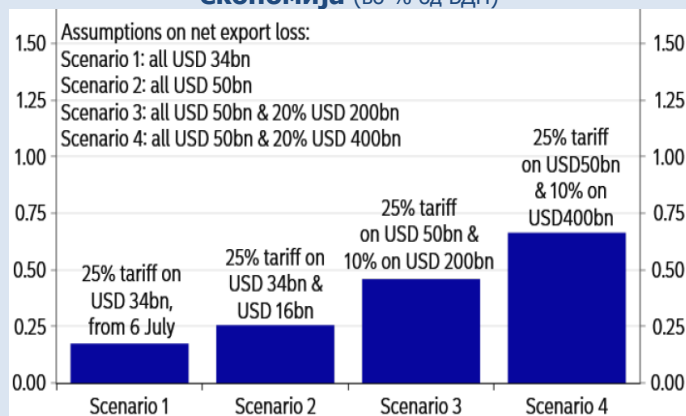
Прилог-ефекти од трговските санкции на САД врз кинеската економија¹¹

Во последните неколку месеци, Кина беше во центарот на вниманието на глобално ниво поради историски високата депрецијација на јуанот, во услови на започната трговска војна со САД. По неколкумесечни преговори, мерки и противмерки за заштита на домашната економија во глобалната трговија, пазарните аналитичари сè повеќе дискутираат околу ефектите од трговските царини врз кинеската економија. Она што е познато е дека двете земји на 6 јули започнаа да применуваат увозни царини од 25%, чијшто примарен ефект врз извозот на Кина изнесува 34 милијарди САД-долари. Понатаму, во најважна е и воведување царина од 10%, за дополнителен увоз од Кина којшто се проценува на износ од 200 милијарди САД-долари, а се предвидуваат и царини за увоз во вредност од 200 милијарди долари, доколку Кина одговори со противмерки. Со тоа, вкупниот износ на кинеските стоки коишто потенцијално се предмет на повисоки царини достигнува околу 450 милијарди долари, што е околу 90% од вкупниот кинески извоз кон САД или 3,2% од БДП на Кина. Со оглед на овие податоци, според пазарните аналитичари можни се неколку сценарија на влијание на царините врз кинеската економија. Основни претпоставки на сценаријата се следниве: прво, дека кинескиот извоз којшто подлежи на царинска стапка од 25% ќе исчезне, второ, дека 20% од извозот на којшто се применува царинска стапка од 10% ќе биде изгубен, и трето, дека 28% од извозот ќе биде произведен со примена на увозни компоненти. Согласно со овие претпоставки, поставени се 4 сценарија за можните ефекти на американските царини врз нето-извозот од страна на Кина, коишто се прикажани на следниов графикон.

Графикон 1.: Преглед на мерките на САД и Кина во пресрет на трговската војна

Кина	САД
	23 март - САД воведи царини на увоз на железо и челик, главно од Кина
Кина одговори со царини на челик на 3 млрд УСД од САД	-2 април - САД објави листа на 50 млрд. УСД кинески добра на кои ќе се применува царина од 25%
Кина одговори со 25% царини на 50 млрд. УСД САД добра	3 април - Трамп објави тарифи за дополнителни 100 млрд. УСД кинески добра
	-4 април - Официјална објава за трговска војна
Кина веднаш одговори со контра мерки во ист сразмер	5 април - САД објави 25% царина на добра во износ од 34 млрд. УСД со примена од 6 јули
Кина објави дека ќе одговори со мерки во ист сразмер	21 мај - Трамп даде насоки за идентификување на листа на нови 200 млрд. УСД кинески добра на кои ќе се применува 10% царина и на дополнителни 200 млрд. УСД добра доколку Кина возврати со контрамерки
	-15 јуни - Предлог за рестрикции на кинески инвестиции во САД
	-18 јуни - почеток на трговската војна
	29 јуни - почеток на трговската војна
	-6 јули - почеток на трговската војна

Графикон 2.: Оцена на можните ефекти од трговските царини на САД врз кинеската економија (во % од БДП)



Царинската стапка од 25%, којашто започна да се применува на 6 јули, упатува на максимална загуба на нето-извозот на Кина во САД од помалку од 0,2% од БДП. Во останатите сценарија, во коишто се постепено вклучени ефектите од можните најавени мерки на САД, тие придонесуваат за дополнителен неповолен резултат врз кинескиот БДП. Сепак, максималниот утврден ефект се проценува како релативно низок, со оглед на тоа дека изнесува околу 0,6% од БДП. Поради големата веројатност дека кинеските компании ќе го пренасочат извозот кон други пазари, како и поради напорите на властите да ја стимулираат домашната побарувачка заради надоместување на загубениот извоз, се очекува дека ударот врз кинеската економија може да биде многу помал од максимално утврдениот. Дополнителен фактор којшто би придонесол за ова е и постојаното намалување на извозната зависност на Кина во изминатите 10 години. Така, бруто-извозот учествува со околу 20% од БДП, наспроти учеството од 45% на инвестициите и застапеноста на потрошувачката на домаќинствата од 39%. Доколку намалената трговска активност има значително неповолни влијанија за кинеската економија, се очекува дека властите на оваа земја ќе преземат мерки за стимулирање на домашната побарувачка. Меѓу таквите мерки се очекува: намалување на даноците, коишто во изминатиот период успешно ја стимулираа корпоративната и личната потрошувачка, како и поддршка и на инфраструктурните инвестиции. На крајот, доколку ризиците околу одржливоста на економскиот раст се зголемат, не е исклучено и олеснување на владините мерки поврзани со раздолжувањето на приватниот сектор. На глобално ниво, пазарните аналитичари сметаат дека секои 100 милијарди САД-долари од увозот погоден од царини би ја намалил светската трговија за околу 0,5%.

¹¹ Во овој прилог е презентирana анализата на „Nordea research“, под наслов „China: Ready for trade war and currency battle“ (извор: <https://e-markets.nordea.com/#/article/45078/china-ready-for-trade-war-and-currency-battle>).

1.5. Јужна Африка – низок раст и експанзивна монетарна политика

Макроекономско окружување

Непосредно по закрепнувањето на економијата во втората половина на 2017 година, **БДП** на Јужна Африка во првите три месеци од 2018 година забележа највисок квартален пад (2,2%) од 2009 година наваму, со што годишната стапка на раст забави и се сведе на 0,8%. Влошените економски остварувања се должат на падот на производството во клучните сектори (земјоделството и рударството), но и на намалената активност во градежништвото и трговијата. Ваквите неповолни движења придонесоа и за забавување на **кредитирањето на банките**, со што се сведе на 5,2% во мај, наспроти 8,5% во декември 2017 година. Од друга страна, промената на власта во февруари и мерките за спречување на корупцијата имаа позитивен импулс врз деловната клима во земјата, јакнењето на довербата на потрошувачите и растот на продажбите на мало. Сепак, и покрај ваквите движења личната потрошувачка беше релативно слаба и овозможи релативно стабилна и ниска **инфлација** (во просек 4,2%, којашто беше во рамки на таргетот на централната банка (3-6%). Се очекува дека намалувањето на сè уште високата невработеност (на 26,7% во март), во комбинација со стабилните реални плати ќе ја поттикнат приватната потрошувачка во остатокот од годината. Во делот на јавните финансии, заради стеснување на **буџетскиот дефицит**¹², во април беше зголемена стапката на ДДВ (од 14% на 15%, со проценет фискален ефект од 1,9 милијарди долари, на годишна основа) и беше донесен план за консолидација на буџетските расходи, коишто до 2021 година треба да се намалат за 6,2 милијарди долари.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Одржувањето на инфлацијата во рамки на таргетираната зона овозможи натамошно олеснување на монетарните услови во Јужна Африка. Оттука, централната банка во првата половина на 2018 година ја намали каматната стапка на 7-дневните репо-операции за креирање на ликвидност за 0,25 п.п., на 6,5%. Во анализираниот период, централната банка креира ликвидност во банкарскиот сектор преку редовните репо-операции¹³, чијашто состојба и натаму е на релативно стабилно ниво (во просек околу 56 милијарди ранди).

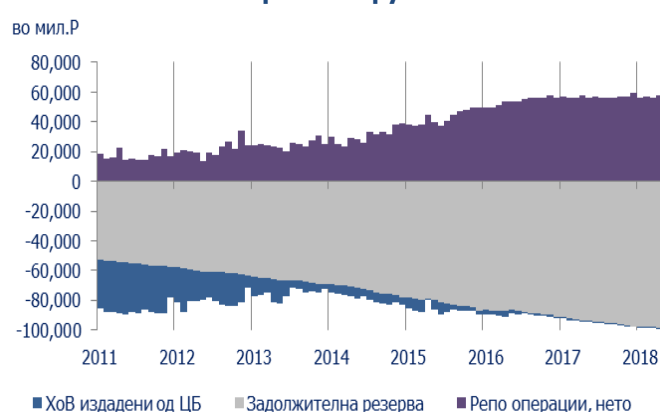
Вредноста на домашната валута во голема мера се должи на политичката ситуација во земјата. Поради решавањето на политичката криза, рејтинг-агенцијата „Мудис“ го потврди инвестицискиот рејтинг (Ваа3) на Јужна Африка со промена на изгледот од негативен на стабилен, што позитивно се одрази на вредноста на рандот, којшто апрецира во првиот квартал од годината. Сепак, влошените економски показатели негативно се одразија врз довербата кај пазарните учесници, коишто со оглед на зголемувањето на каматните стапки во САД го пренасочија капиталот кон развиените земји, придонесувајќи за раст на приносите на државните обврзници на Јужна Африка и пад на вредноста на домашната валута. На крајот на првото полугодие, рандот имаше пониска вредност за 10,9% во споредба со декември 2017 година.

Номинален девизен курс



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

Монетарни инструменти



Извор: централната банка на Јужна Африка.

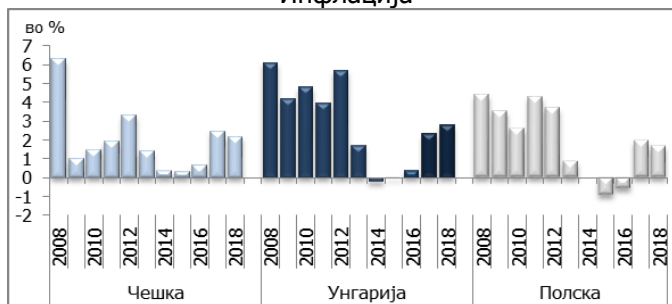
¹² Во фискалната 2017/2018 година којашто заврши на 31 март, буџетскиот дефицит изнесуваше 4,3% од БДП.

¹³ На аукциите се применува фиксна каматна стапка, а понудениот и остварениот износ се на ниво на проектираниот недостиг на ликвидност.

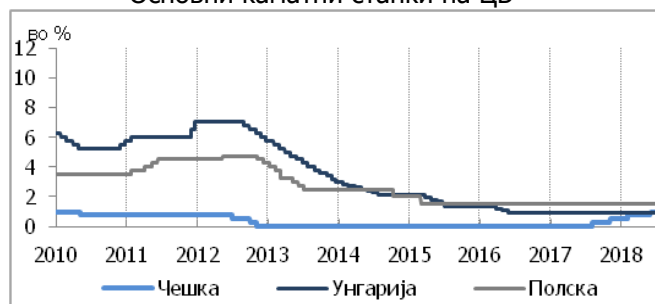
2. Земји од Централна Европа

Основни економски податоци

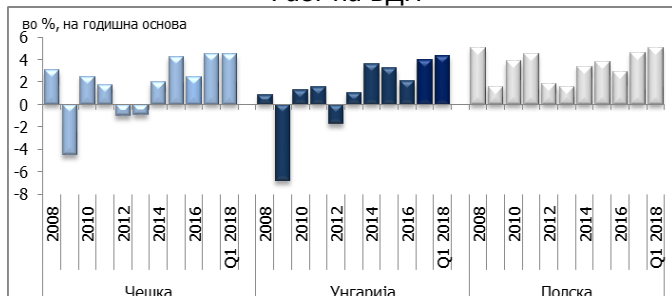
Инфлација



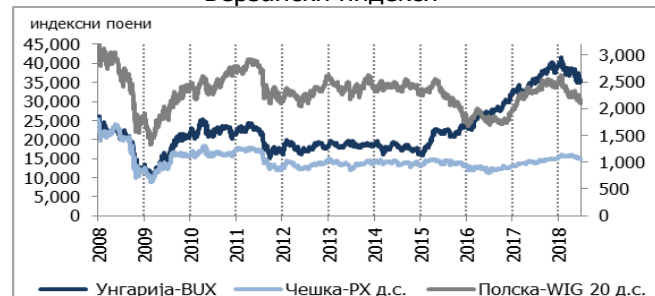
Основни каматни стапки на ЦБ



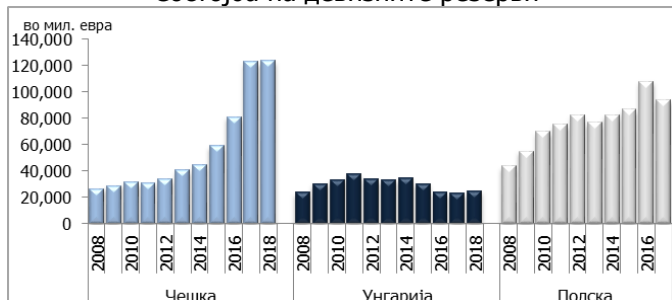
Раст на БДП



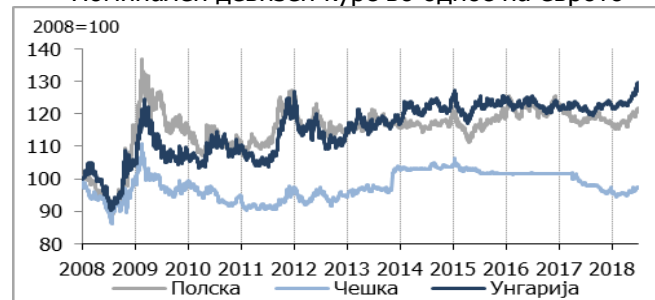
Берзански индекси



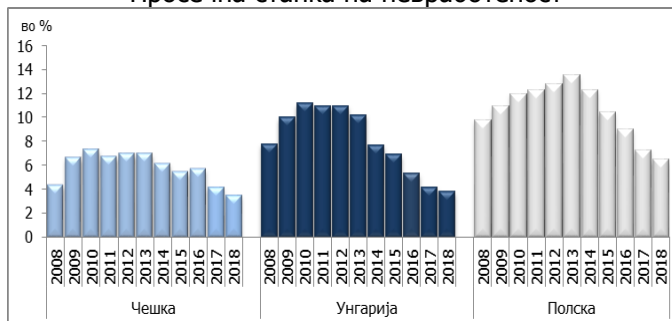
Состојба на девизните резерви



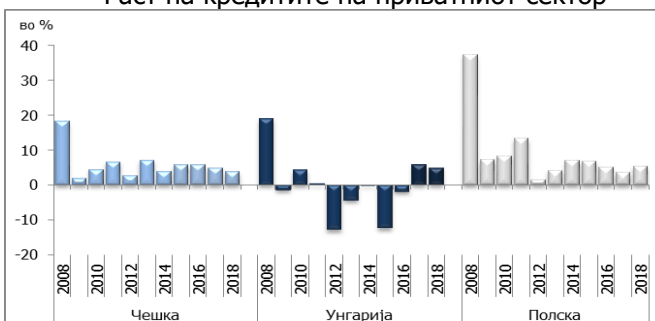
Номинален девизен курс во однос на еврото



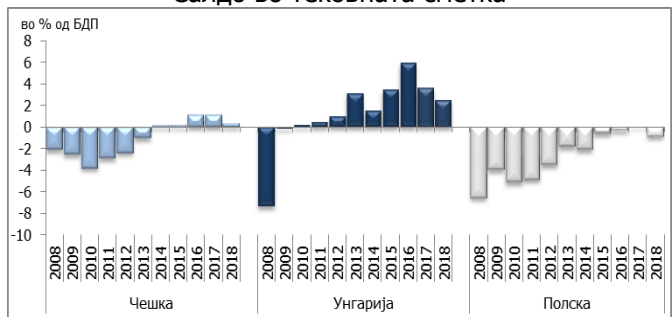
Просечна стапка на невработеност



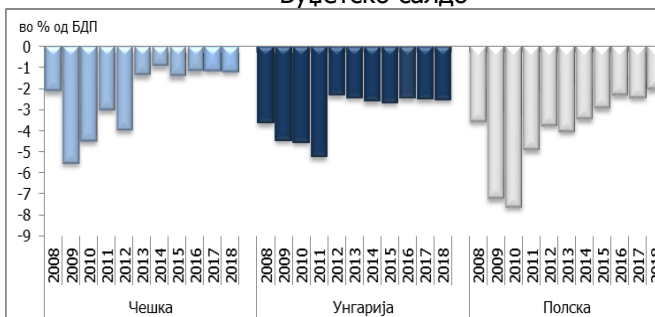
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



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

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

2.1. Чешка – натамошно нормализирање на монетарната политика преку раст на каматите

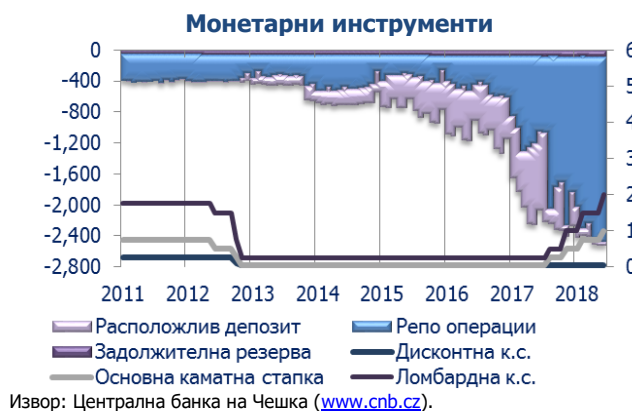
Макроекономско окружување

Солидната годишна стапка на промена на БДП за Чешка за првиот квартал од 2018 година (4,4%)¹⁴, упатува дека оваа економија сè уште е над потенцијалното ниво¹⁵. Растот произлегува од личната потрошувачка, којашто го одразува оптимизмот на потрошувачите во окружување на зголемени лични приходи и натамошно намалување на **невработеноста** на ново историски најниско ниво (3% во мај). Зголемената надворешна побарувачка во комбинација со недостигот на работна сила и ниските каматни стапки придонесуваат за раст на инвестициската потрошувачка. Фискалната политика, којашто преку зголемените приходи ги користи предностите од растот на домашната економија, исто така придонесува за домашната потрошувачка, преку значително засилување на социјалните расходи и на инвестициите финансирани од фондовите на ЕУ. Динамиката на **кредитирање на приватниот сектор** (4% раст во април) беше во согласност со економскиот раст. Кредитирањето беше концентрирано на секторот „домаќинства“ (7,5%, главно за хипотекарни кредити коишто се зголемија за 9,5%), додека растот на кредитите одобрени на нефинансиските компании изнесуваше само 1,5%. Со оглед на ваквите остварувања и заради намалување на потенцијалните ризици од прекумерното зголемување на хипотекарните кредити, централната банка во јуни активира неколку **макропрудентни мерки**. Согласно со мерките, долгот не треба да биде повисок од деветкратниот износ на нето годишен приход на корисникот на кредитот и истовремено месечното отплаќање на долгот не треба да надминува 45% од месечниот приход¹⁶. Воедно, централната банка го зголеми и контрацикличниот капитален заштитен слој, од тековното ниво 1%¹⁷ на 1,5%, со почеток на примена од 1 јули 2019 година. **Инфлацијата** во првиот квартал го продолжи умерениот надолен тренд (1,7% во март) којшто започна на крајот на 2017 година. Во вториот квартал, под влијание на проинфлациските притисоци (поврзани со високиот економски раст, недостигот на работна сила, повисоките цени на храната и нафтата) инфлацијата имаше нагорна динамика и во јуни (2,6%) го надмина таргетот (2%+/-1 п.п.).

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Како одговор на идентификуваните ценовни притисоци во земјата, коишто се фактор на ризик за надминување на среднорочната цел на инфлацијата, централната банка на Чешка во првата половина на 2018 година во два наврата (февруари и јуни) ги зголеми каматните стапки, и тоа: каматната стапка на 2-неделните репо-операции за повлекување ликвидност за 0,5 п.п., од 0,5% на 1,0% и каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ за 1 п.п., од 1,0% на 2,0%. Каматната стапка на расположливите депозити преку ноќ ја задржа на нивото од 0,05%. Промените во каматните стапки на централната банка во голем дел се пренесоа на каматните стапки на пазарот на пари и примарниот пазар на ДХВ¹⁸, умерен раст забележаа и каматите на кредитите, додека пасивните каматни стапки со оглед на солидната ликвидносна позиција на банките се задржаа на ниско ниво¹⁹.

Непосредно по умерената апрецијација на круната во 2017 година, во првата половина на 2018 година вредноста на оваа валута забележа минимална депрецијација, поради генералниот тренд на одлив на капитал од земјите во развој, што произлезе од зголемувањето на каматните стапки во САД.



¹⁴ Во 2017 година, БДП се зголеми за 4,5%, со посилна динамика во последниот квартал кога достигна 5,5%.

¹⁵ Извор: Извештај за инфлација на Централната банка на Чешка, II/2018.

¹⁶ Надминување на овие лимити банките може да имаат само за 5% од вкупната состојба на хипотекарни кредити во претходниот квартал.

¹⁷ На крајот на 2017 година контрацикличниот капитален заштитен слој беше одреден на 1% со почеток на примена јули 2018 година.

¹⁸ Кривата на приходи на примарниот пазар на ДХВ се придвижи нагоре со речиси идентична промена за сите рочности, како и промената на каматната стапка на 2-неделните репо-операции.

¹⁹ Во просек, каматните стапки на депозитите на домаќинствата изнесуваат 0,32%, додека на нефинансиските компании 0,07%.

2.2. Унгарија – натамошна експанзивна монетарна политика

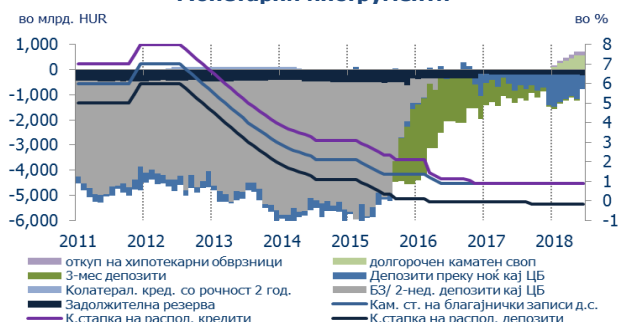
Макроекономско окружување

На почетокот на 2018 година унгарскиот **БДП** ја задржа солидната нагорна динамика, за што сведочи годишната стапка од 4,4%²⁰ во првиот квартал, упатувајќи на солидни остварувања на оваа економија во тековната година. Јакнењето на домашната побарувачка и натаму е главен фактор за економскиот раст, овозможувајќи зголемена побарувачка за работна сила, постојано зголемување на платите и намалување на **невработеноста** на историски најниското ниво од 3,8%. Ваквите движења придонесоа за умерена нагорна динамика на **инфлацијата**, којашто во јуни го достигна среднорочниот таргет на централната банка (3%, со дозволени граници на флукуација од +/-1 п.п.). Економскиот раст во голем дел е стимулиран од **кредитирањето** на приватниот сектор, каде што преовладува посиленото финансирање на корпоративниот сектор, чијашто состојба на кредити на крајот на март беше повисока за 10,3%²¹ на годишна основа. Кредитирањето на домаќинствата имаше стабилна динамика, бележејќи раст од 2,7%, што главно произлезе од хипотекарните кредити.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Унгарија и во 2018 година применува експанзивна монетарна политика, задржувајќи ги истите каматни стапки: каматната стапка на тримесечните депозити за повлекување ликвидност и натаму е еднаква со каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ (0,9%), додека каматната стапка на депозитите преку ноќ беше задржана на историски најниско, негативно ниво од -0,15%. Заради поддршка на кредитната активност, понудата на тримесечните депозити остана на стабилно и ниско ниво (околу 75 милијарди форинти), а вишокот ликвидност главно беше пласиран во депозитите преку ноќ (572 милијарди форинти) на кои се применува негативна каматна стапка. Истовремено, заради поддршка на кредитната активност, значителен износ на ликвидност во домашна валута беше креиран преку аукциите за девизни своп-трансакции со рочност од 1, 3, 6 и 12 месеци. По најавата во ноември 2017 година, во 2018 година централната банка започна да ги применува двата нови монетарни инструмента: расположлив долгорочен каматен своп и програма за откуп на хипотекарни обврзници издадени во форинти со рочност од најмалку 3 години. Заедничката цел на овие инструменти е влијание на долгите рокови на кривата на приноси. На аукциите за долгорочен каматен своп (од 5 и 10 години), побарувачката беше повисока речиси за трипати од понудениот износ, а износот на овој инструмент достигна 560 милијарди форинти. Преку програмата за откуп на хипотекарни обврзници издадени во форинти, заклучно со јуни централната банка има купено обврзници во вкупен износ од 167 милијарди форинти. Овој инструмент има повеќекратни цели, и тоа стимулирање на пазарот на хипотекарни кредити, зголемување на ликвидноста на банките за финансирање на овие производи и намалување на каматните стапки на хипотекарните кредити. Примената на овој инструмент има релативно поволно влијание врз пазарот на хипотекарни обврзници, со оглед на релативно високото учество (околу 38%) на откупените хипотекарни обврзници на примарниот пазар во вкупниот откуп на овие хартии од вредност од страна на централната банка. Во однос на првичните ефекти од примената на инструментите врз кривата на приноси, забележителен е пад на приносите на долгорочните ДХВ на секундарниот пазар од најавата за инструментите сè до почетокот на 2018 година. Од крајот на јануари 2018 година приносите на долгорочните ДХВ во Унгарија имаат обратен тренд, следејќи ја динамиката (на депрецијација) на форинтата, којашто во голем дел беше под влијание на апрецијацијата на САД-доларот и одбивноста за ризик на инвеститорите во однос на земјите во развој.

Монетарни инструменти



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

Приноси на долгорочни ДХВ на секундарниот пазар



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

²⁰ Во 2017 година унгарскиот БДП забележа раст од 4,0%.

²¹ Кредитите одобрени на малите и на средните претпријатија забележаа раст од 13% на годишна основа, што е позитивен сигнал со оглед на комплетирањето на шемата на централната банка за кредитирање мали и средни претпријатија (SME) во март 2017 год.

2.3. Полска – највисок раст во ЕУ и раст на ликвидноста на банкарскиот систем

Макроекономско окружување

И на почетокот на 2018 година полската економија имаше одржлива патека на раст, бележејќи највисока позитивна годишна стапка на промена на **БДП** (5,2% во првиот квартал од годината) во последната деценија. Движечка сила за економската експанзија и натаму е приватната потрошувачка (раст од 4,8% на годишна основа), поддржана од довербата кај потрошувачите и рекордно ниската **невработеност** (6,1% во мај). Висок придонес кон економската активност во првиот квартал од годината имаа бруто-инвестициите (21,1%), каде што покрај инвестициската потрошувачка²², придонес имаше и солидниот раст на залихите. Поволните остварувања на домашната сцена беа доволни за надминување на негативниот ефект од односите на размена, каде што под влијание на послабата трговска динамика во ЕУ, извозот забележа послаб раст од увозот на стоки. Засилената побарувачка не создаде ценовни притисоци, така што **инфлацијата** во првата половина од годината изнесуваше 1,7%, во просек, и беше под таргетот на централната банка (2,5%). Во фискалниот сектор, и покрај посилните буџетски расходи со социјална компонента (коишто ја засилуваат домашната потрошувачка), поволното економско окружување создаде солидна основа за повисоки даночни приходи, така што се очекува дека **буџетскиот дефицит** и во 2018 година ќе биде стабилен, околу 2,0% од БДП.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Благодарение на стабилната динамика на инфлацијата, за којашто се очекува дека ќе го достигне инфлацискиот таргет на среден рок, централната банка на Полска и во првата половина од 2018 година ја задржа основната каматна стапка (на благајничките записи со рочност до 1 недела) на непроменето ниво од 1,5%. Воедно, монетарната власт најави дека тековната поставеност на монетарната политика е соодветна за одржливата патека на економски раст, така што каматните стапки ќе се задржат на непроменето и историски најниско ниво до крајот на 2019 година.

Зголеменото буџетско трошење и засилените приливи на средства од фондовите на ЕУ придонесоа за раст на ликвидноста во економијата, така што централната банка постепено ја зголемуваше понудата на благајнички записи, чијашто состојба во првата половина од годината достигна највисоко ниво (92.500 милиони злоти или 21.500 милиони евра) во последните неколку години. Воедно, централната банка повремено спроведува операции за фино регулирање на ликвидноста²³, преку коишто беа повлечени околу 1.600 милиони злоти во просек (1.696 милиони злоти во 2017 година).

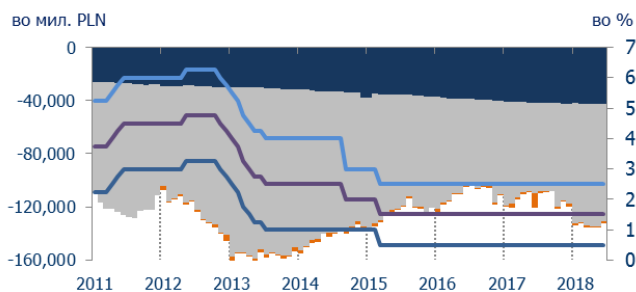
Од почетокот на годината, под влијание на глобални фактори злотата депрецира за околу 3,5%. Кривата на приноси на државните хартии од вредност од почетокот на годината имаше надолно поместување, што произлезе од подобрите буџетски остварувања во однос на пазарните очекувања, малите изгледи за раст на каматните стапки во економијата во тековната година и намалувањето на согледувањата околу кредитниот ризик на Полска.

Инфлација и основна каматна стапка



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

Монетарни инструменти



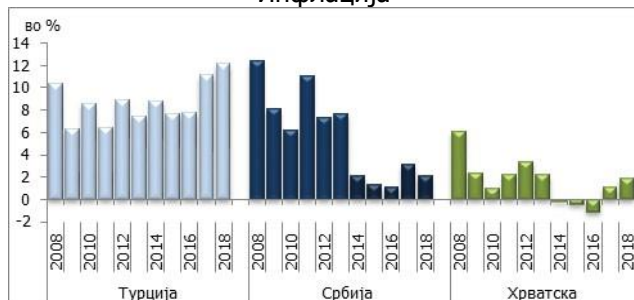
Извор: Централна банка на Полска (www.nbp.pl)

²² Со раст од 8,1% предводена од градежните инвестиции во јавниот сектор финансирани со средства од фондовите на ЕУ.

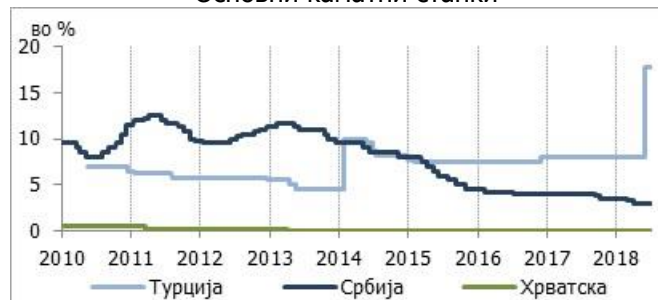
²³ Овие операции, преку коишто централната банка емитира благајнички записи по каматна стапка еднаква на основната каматна стапка, се спроведуваат вообичаено на крајот на периодот на исполнување на задолжителната резерва, со рочност 1 ден. Исто така, во услови на раст на ликвидноста во системот, централната банка повремено одржува и операции за фино регулирање и во текот на периодот на исполнување на задолжителната резерва, при што тие имаат рочност од 1 до 4 дена.

Основни економски податоци

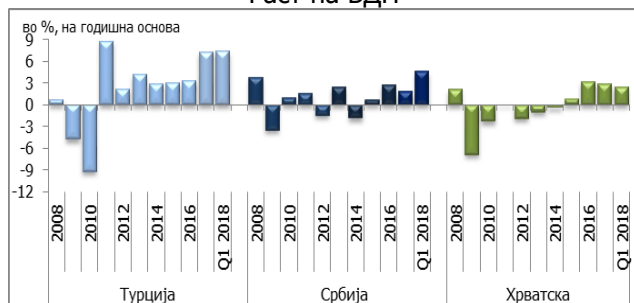
Инфлација



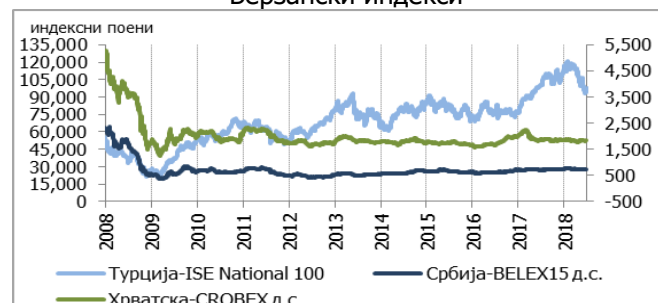
Основни каматни стапки



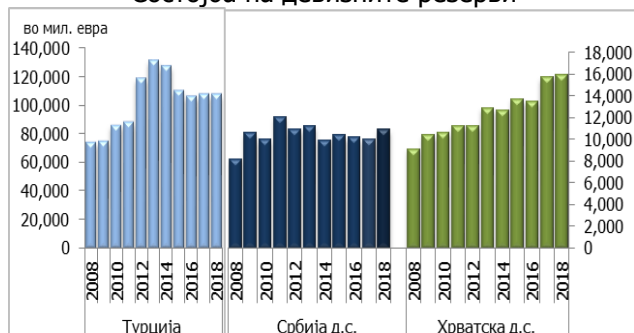
Раст на БДП



Берзански индекси



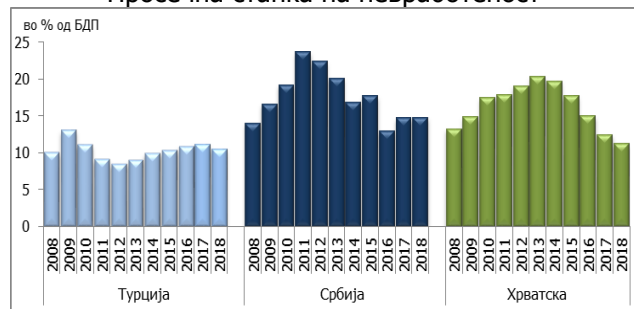
Состојба на девизните резерви



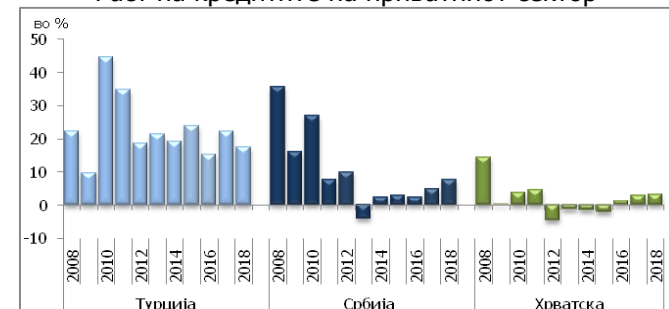
Номинален девизен курс во однос на еврото



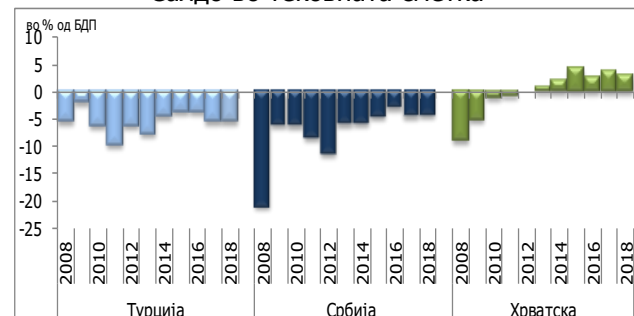
Просечна стапка на невработеност



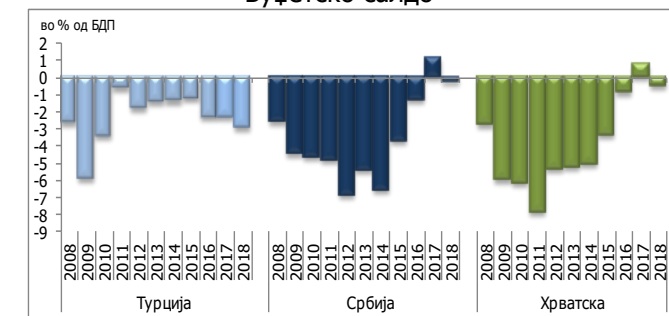
Раст на кредитите на приватниот сектор



Салдо во тековната сметка*



Буџетско салдо*



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

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

1.1. Турција – висока инфлација и рестриктивна монетарна политика

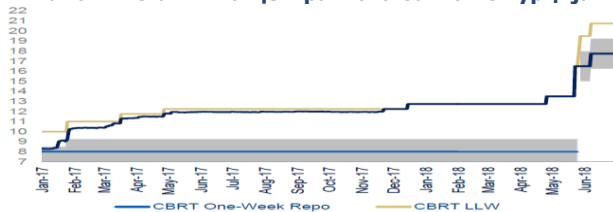
Макроекономско окружување

Во 2018 година главен предизвик во Турција беше справувањето со **инфлацијата**, којашто во јуни достигна највисоко ниво (15,6%) во последните 14 години. Причините за високата инфлација се наоѓаат во растот на цените на нафтата и земјоделските производи и високите инфлациски очекувања поради преносниот ефект на високата депрецијација на лирата врз цените на индустриските²⁴ и потрошувачките добра. **Турската лира** во 2018 година изгуби речиси 19% од вредноста во однос на САД-доларот, за што покрај апрецијацијата на доларот, придонесоа и зголемените политички ризици и ризиците околу макроекономската стабилност (висока инфлација и проширување на дефицитот во тековната сметка). **Економската активност** во Турција, по солидниот раст (од 7,4%) во првиот квартал од 2018 година којшто ги надмина пазарните очекувања, во вториот квартал постепено забавуваше, со оглед на намалената домашна побарувачка во услови на затегнати услови за финансирање. Имено, поради зголемувањето на активните банкарски камати, **кредитниот раст** бележеше умерен надолжен тренд, при што во вториот квартал се сведе на историскиот просек од околу 17,5%. За намалување на кредитите, коешто беше забележително како кај секторот „домаќинства“, така и кај корпоративниот сектор, придонесе и воведувањето забрана за одобрување кредити со валутна клаузула на компаниите коишто немаат приливи во девизи и ограничување на износот на корпоративните девизни кредити на ниво на нивните девизни приливи во последните три години. Мерката придонесува за стопирање на растот на долгот на корпоративниот сектор во странска валута, коешто е највисоко помеѓу земјите во развој и создава ранливост на турската економија во услови на депрецијација на валутата.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

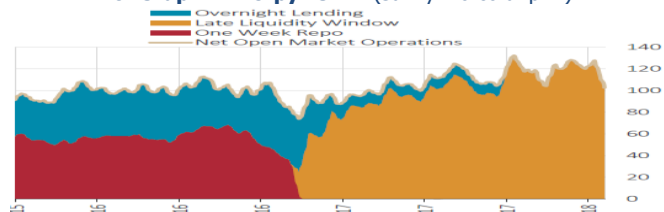
Со оглед на постојаното намалување на вредноста на лирата, во 2018 година централната банка: 1) сè уште одржува аукции за продажба на неиспорачливи девизни термински трансакции (англ. non-deliverable forward) со рочност до 1, 3 и 6 месеци²⁵, при што во два наврати ја зголеми понудата на трансакциите со рочност од 1 месец; 2) во април и мај 2018 година ја зголеми каматната стапка на расположливите кредити преку ноќ коишто се одобруваат на крајот на денот од 12,75% на 16,5%²⁶ и 3) во мај го намали делот од задолжителната резерва во домашна валута којашто банките го исполнуваат во девизи, од 55% на 45%. Овие мерки не беа доволни за стопирање на падот на лирата, поради што на крајот на мај беа зголемени сите каматни стапки од сетот монетарни инструменти. Притоа, каматната стапка на репо-аукциите за креирање ликвидност со рочност од 1 недела (овој инструмент во следниот период ќе биде основен инструмент) беше зголемена од 8% на 16,5%, колку што во мај изнесуваше каматната стапка на кредитите преку ноќ на крајот на денот, преку кои централната банка креира ликвидност од почетокот на 2017 година наваму. Воедно, во јуни централната банка започна да креира ликвидност преку репо-аукциите секој ден, каде што се применува тендер со износи и фиксна каматна стапка, а максималниот износ на понуди од одделна банка е ограничен на 30% од вкупниот понуден износ од страна на централната банка на аукцијата. Каматните стапки на расположливите депозити и кредити преку ноќ одобрени во текот на денот се пониски, односно повисоки за 1,5 п.п. во однос на каматната стапка на репо-аукциите, соодветно, а каматната стапка на расположливите кредити на крајот на денот е повисока за 1,5 п.п. во однос на расположливите кредити преку ноќ. На почетокот на јуни дополнително беа зголемени каматните стапки за 1,25 п.п., со што за репо-операциите се применува камата од 17,75%. На крајот на јуни, состојбата на овој инструмент (128 милијарди лири) преовладуваше во сетот инструменти за креирање ликвидност, а преку кредитот на крајот на денот беа креирани само 1,5 милијарди лири, со што овој инструмент има незначително учество во сетот.

Каматни стапки на Централната банка во Турција



Извор: <https://www.bbvarresearch.com>

Монетарни инструменти (заклучно со април)



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

²⁴ Цените на производителите на индустриски добра забележаа висок раст од дури 24%, креирајќи нагорен трошочен ефект врз цените на потрошувачките добра.

²⁵ Овој инструмент беше воведен на 20 ноември 2017 година и има за цел да обезбеди заштита на банкарскиот и корпоративниот сектор од валутен ризик без влијание врз девизните резерви, со оглед на тоа дека на денот на достасувањето во лири се разменува курсната разлика помеѓу тековниот и терминскиот курс.

²⁶ Овој инструмент беше најзастанеп помеѓу монетарните инструменти во периодот март 2017 - мај 2018 година.

1.2. Србија – натамошно олеснување на монетарните услови и високи капитални приливи

Макроекономско окружување

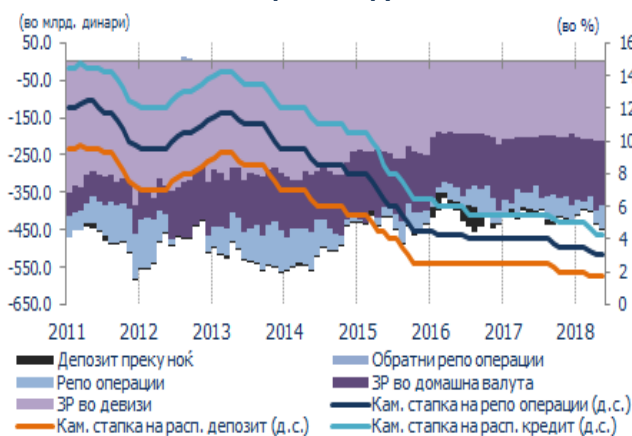
Релативно солидните економски остварувања на српската економија, коишто беа присутни во претходната година продолжија и на почетокот на 2018 година. Така, растот на **БДП** во првиот квартал на 2018 година забрза и достигна 4,6%, предизвикан од инвестициите во приватниот и јавниот сектор. **Инфлацијата** забави (од 3,0% на 2,1% во мај), одржувајќи се блиску до долната граница на таргетот (3% со дозволени флукуации од +/-1,5 п.п). Позитивен тренд се забележува и во **фискалниот сектор**, каде што и во 2018 година продолжува остварувањето на суфицит во буџетот (0,4% во првиот квартал, наспроти 1,2% од БДП во 2017 година), којшто овозможува натамошно намалување на **јавниот долг** на 59,9% заклучно со мај (61,5% од БДП на крајот на 2017 година). Олабавувањето на монетарната политика во изминатиот период придонесе за олеснување на условите за кредитирање преточено преку умерено намалување на активните каматни стапки на банките. Во такви околности, растот на **кредитната активност** беше релативно стабилен (во април изнесуваше 7,6%) и главно беше насочен кон кредитирање на домаќинствата (11,3% годишен раст), додека кредитната поддршка на корпоративниот сектор беше релативно послаба (раст од 5,3%). Макроекономската стабилност во Србија во изминатиот период придонесе за солидни приливи на **СДИ** (870 милиони евра во првите четири месеци од годината, со што беа повисоки за 12,7% во однос на истиот период претходната година), коишто главно се насочени кон секторите ориентирани кон извоз: автомобилската индустрија, производство на метал, гума и пластика, фармацевтска и хемиска индустрија.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Србија во првата половина на 2018 година во два наврати ја намали основната каматна стапка (на еднонеделни репо-операции за повлекување ликвидност) за вкупно за 0,5 п.п., на ниво од 3%. Намалувањето на каматната стапка, на аукциите (на коишто се применува тендер со каматни стапки и примена на максимална каматна стапка и ограничен износ) имаше послаб преносен ефект, со оглед на тоа дека остварената каматна стапка на репо-аукциите се намали за околу 0,15 п.п., на ниво од околу 2,35%. Паралелно со второто намалување на каматната стапка, во април централната банка на Србија го стесни и коридорот на каматни стапки од 3 п.п., на 2,5 п.п., при што каматните стапки на расположливите кредити и депозити се одредени на ниво коешто е повисоко, односно пониско за 1,25 п.п. во однос на основната каматна стапка.

Со оглед на тоа дека од почетокот на годината продолжи трендот на прилив на странски капитал во земјата, главно врз основа на странски директни инвестиции и побарувачка за динарски обврзници, на девизниот пазар постојано беа присутни апрецијациски притисоци врз курсот на динарот во однос на еврото. Во такви околности, централната банка интервенира на девизниот пазар со висок нето-откуп на вишокот девизи (во износ од 1 милијарда евра)²⁷, којшто е двојно повисок износ во однос на вкупните интервенции за откуп во 2017 година (коишто изнесуваа 725 милиони евра).

Монетарни инструменти



Интервенции на девизниот пазар и номинален девизен курс



²⁷ Во првите два месеци од годината, централната банка оствари продажби на девизи на девизниот пазар во вкупен износ од 180 милиони евра, заради надоместување на сезонскиот недостиг на девизна ликвидност.

1.3. Хрватска – експанзивна монетарна политика и апрецијација на куната

Макроекономско окружување

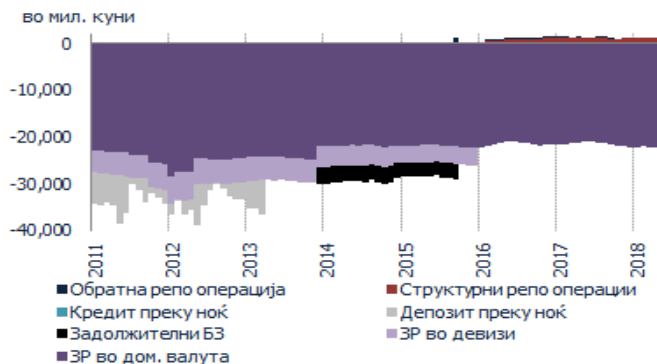
Непосредно по привремената квартална стагнација во последниот квартал на 2017 година, **БДП** на Хрватска во првиот квартал од годината се зголеми за 2,5% на годишна основа. Притоа, компонентите на растот посочуваат на солидна домашна побарувачка, со оглед на силната приватна и зголемената инвестициска потрошувачка, додека нето-извозот и натаму има длабок негативен придонес при пад на извозот (за првпат во последните пет години) и истовремен релативно висок раст на увозот. Ваквите остварувања, тримесечниот пад на **индустриското производство** во периодот март-мај, како и растот на **вработените лица**²⁸ главно во туризмот и во поврзаните дејности упатуваат дека оваа дејност е движечки фактор за засилување на инвестициите и закрепнувањето на домашната економија. **Инфлацијата** се зголеми на 1,9% во мај 2018 година од 1,2% на крајот на 2017 година, што е највисоко ниво во последните пет години, со најголем придонес на повисоките цени на нафтата. **Кредитната активност** на банките и натаму се зголемува, при што вкупната состојба на кредитите одобрени на приватниот сектор беше повисока за околу 3% на годишна основа. Најголем дел од новото кредитирање беше насочено кон домаќинствата, чиешто кредити беа повисоки за речиси 5%, поради високиот раст на потрошувачките кредити (над 9,5%), додека кредитната поддршка на корпоративниот сектор беше послаба (раст од околу 3%). Во делот на јавните финансии, на почетокот на годината имаше дефицит во **државниот буџет** на Хрватска, којшто беше умерено понизок на годишна основа, најмногу како резултат на подоброто остварување на приходите.

Измени кај монетарните инструменти и позначајни пазарни движења

Централната банка на Хрватска во првата половина од 2018 година и натаму спроведува експанзивна монетарна политика, преку одржување на ликвидноста на банките на високо ниво. Централната банка и натаму го стерилизира структурниот вишок на ликвидност преку задолжителната резерва во домашна валута²⁹, а банките на сметките кај централната банка одржуваат високо ниво на вишок ликвидни средства, којшто достигна 90% од обврската или околу 7-8% од БДП. Значителен придонес кон високата ликвидност на банките, којашто се зголеми во анализираниот период, имаа интервенциите на централната банка на девизниот пазар. Имено, во два наврати (јануари и мај), монетарната власт на Хрватска интервенира со релативно високи износи (405,5 и 320,5 милиони евра, соодветно), заради откуп на вишокот девизи од системот и спречување на апрецијациските притисоци на куната. Во првите шест месеци од 2018 година, централната банка и натаму ги спроведува редовните репо-операции за креирање ликвидност со рочност од 7 дена. Сепак, поради високата ликвидност, пазарните учесници немаа интерес за овие операции.

Со оглед на високата ликвидност на банките, на пазарите на пари имаше повремено тргување, додека на аукциите на државни записи преовладуваше зголемена побарувачка, придонесувајќи за постојан пад на каматните стапки³⁰. Во такви околности, во јуни, Министерството за финансии на Хрватска издаде 12-месечни ДЗ во евра по просечна каматна стапка од 0%.

Монетарни инструменти



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

Вишок на ликвидност над задолжителната резерва



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

²⁸ Стапката на невработеност се намали на 9,2% во мај.

²⁹ Од јануари 2016 година, банките ја исполнуваат задолжителната резерва во девизи наместо на сметки кај ХНБ, на сопствени девизни сметки во странство. На крајот на 2015 година учеството на девизната задолжителна резерва на банките којашто банките ја исполнуваа на сметка кај ХНБ изнесуваше 500 милиони евра, што претставуваше околу 6,2% од девизните резерви.

³⁰ На аукциите на ДХВ, на коишто се применува тендер со каматни стапки, каматната стапка на 6-месечни ДЗ во домашна валута во јуни се сведе на 0,06% (0,25% во август 2017 година кога последно бил понуден овој рок), додека на 12-месечни записи каматата постепено се намалуваше и на крајот на јуни се сведе на 0,08% (0,2% во декември 2017 година).