

## MACROECONOMIC OUTLOOK 2017.-2018.

### *Hrvatska: Više od oporavka?*

- Poboljšani domaći izgledi i rast BDP-a od 2,7% u 2016., te 2,2% u 2017.
- Uspješna fiskalna konsolidacija, najave reformi
- Rast zaposlenosti, blagi oporavak inflacije
- Naklonost monetarnoj relaksaciji
- Provođenje reformi je ključni faktor za pad javnog duga te potencijal rasta

Povisili smo prognozu BDP-a za 2016. godinu s 2,0% na 2,7% zahvaljujući turističkoj sezoni koja je nadmašila očekivanja, i dalje solidnom vanjskom okruženju nakon Brexita, te održivijem oporavku domaće potrošnje i investicija. Pritom, osobna potrošnja nije podržana samo rekordnom turističkom sezonom, nego i oporavkom zaposlenosti, upornom deflacijom, padom stope štednje, oporavkom kredita stanovništvu, kao i najavama daljnjeg poreznog rasterećenja dohotka. Usto, jače korištenje EU fondova, pojačano kreditiranje poduzeća te optimizam izvoznika potiču relativno snažan oporavak investicija u privatnom sektoru.

S obzirom na izvjesno usporavanje rasta izvoza dobara uslijed usporavanja aktivnosti u euro zoni, snažnu domaću potražnju te normalizaciju cijena sirovina, očekujemo da neto izvoz negativno doprinese rastu BDP-a. Smanjena politička neizvjesnost nakon rujanskih izbora, daljnji oporavak uvjeta financiranja, uključivo putem EU fondova, te kontinuirani oporavak potrošnje i investicija potakli su nas da **povisimo procjenu rasta i u 2017. godini na 2,2%**. Pritom usporavanje dinamike u odnosu na 2016. proizlazi iz usporavanja rasta realnog raspoloživog dohotka, izostanka rekordne 'delte' turističkih prihoda iz zadnje dvije sezone te nepovoljnog utjecaja političke neizvjesnosti diljem EU i to posebno na investicije. **Rizici po naše projekcije u 2017.** su ujednačeni, pri čemu se silazni odnose na eksterno okruženje - u slučaju obnavljanja dužničke krize u euro zoni, te kašnjenje reformi uoči lokalnih izbora u proljeće 2017. Također, brinu nas dugoročniji rizici manifestirani već u aktualnim trendovima, poput demografskih kretanja, rasta populizma te daljnjeg razduživanja. Snažniji utjecaj mjera monetarne i fiskalne politike u kombinaciji s poreznim rasterećenjem, ubrzanom prodajom loših kredita banaka i ostalim mjerama za poboljšanje poslovne klime nose uzlazne rizike po naše projekcije.

Nakon prosječne deflacije potrošačkih cijena od -1,4% u 2016., sljedeće godine vidimo blaži oporavak cijena, no uz **prosječnu inflaciju** i dalje ispod 1%. Glavni razlozi promjene trenda leže u oporavku cijena nafte i drugih sirovina, jačanju domaće potražnje te rastu cijena prehrambenih proizvoda. Pritom nastavak solidnog rasta mase plaća (iako sporijeg intenziteta u realnom iznosu) te solidna inozemna potražnja sugeriraju da tržište rada nakon više godina ponovo doprinosi razvoju inflacije.

Usporavanje investicijske te potrošačke potražnje u euro zoni utječu na **usporavanje rasta hrvatskog izvoza**, čemu još doprinosi niska sofisticiranost hrvatskog izvoznog miksa te nedovoljni daljnji pomaci u povećanju distribucijske snage izvoznih tvrtki. Za to vrijeme, snažnija domaća potražnja, privatne investicije te oporavak kreditiranja poduzeća i oporavak cijena nafte i drugih sirovina pogoduju rastu uvoza, blažem širenju robnog trgovinskog deficita, odnosno padu paltnobilančnog suficita u odnosu na 2016. godinu.

# Addiko Bank

Unatoč tome, očekujemo da stabilni devizni prihodi od turizma te povećani transferi iz EU fondova održe **višak u platnoj bilanci** na solidnih 3,5% BDP-a. Posljedično niže potrebe za inozemnim zaduživanjem u kombinaciji sa rekordnom neto inozemnom aktivom banaka i solidnim priljevom portfolio investicija omogućuju **pad vanjskog duga** te daljnji oporavak neto inozemne investicijske pozicije zemlje.

Pad političke neizvjesnosti, rast neto inozemne pozicije banaka, bolji no očekivani fiskalni izgledi te predanost ECB-a u monetarnoj relaksaciji s pozitivnim implikacijama na apetit za rizikom, stvaraju **uvjete za nastavak monetarne relaksacije HNB-a**, a s ciljem oporavka u domaćoj kreditnoj aktivnosti. Kontinuirani višak međubankarske likvidnosti uz mogućnost povećanja dugoročne likvidnosti kroz 4-godišnje repo operacije usidrio je kunske kamatne stope na rekordno niskim razinama, što doprinosi oporavku kreditiranja, stabilizira tečaj i daje opravdanje za daljnju monetarnu relaksaciju, bilo povećanjem opsega strukturnih repo operacija ili smanjenjem obvezne rezerve. Povećani volumen na repo operacijama je ubuduće podržan HNB-ovim prihvaćanjem hrvatskih inozemnih obveznica među instrumente kolaterala. Kako bilo, **monetarna transmisija je i dalje ograničena** relativno visokim troškom rizika u bankarskom sustavu, što zahtijeva koordinirani pristup na njenom daljnjem obaranju - kroz poticajne mjere za prodaju loših plasmana banaka, dokapitalizacije poduzeća, kreditne sheme koje uključuju dijeljenje rizika, te dodatne 'benefite' za razduživanja banaka i klijenata.

**Pad proračunskog deficita** za 62% u prvih sedam mjeseci 2016. na svega 0,6% BDP-a reflektira snažan rast prihoda te ispod-planiranu javnu potrošnju. I dok rast prihoda odražava iznad-očekivanu ekonomsku aktivnost, zadržavanje troškova treba zahvaliti privremenom zamrzavanju javnih investicija te padu izdataka na subvencije i materijalne troškove usred političkog zastoja, kao i nižim izdatcima na kamate, unatoč nedostatku reformskog sadržaja na rashodnoj strani proračuna. U konačnici **ovogodišnja fiskalna konsolidacija će nadmašiti sva očekivanja** pa deficit proračuna vidimo blizu 2% BDP-a. Zbog nedorečenog principa 'financiranja' poreznog rasterećenja u sljedećoj godini te povećanja javnih investicija, **očekujemo da deficit proračuna u 2017. godini blago poraste** te da i dalje ostane ispod 3% BDP-a zahvaljujući daljnjem padu troška (re)financiranja države, širenju porezne baze te djelomičnom financiranju javnih investicija mimo pravila ESA 2010 za uključivanje u konsolidirani deficit opće države. Pritom je i dalje **najveći rizik** u javnim financijama konačni ishod u pogledu rasta mase plaća za skoro 2 milijarde kuna, što je omogućeno kontinuiranim rastom ekonomije iznad 2%.

Snažniji no očekivani **nominalni rast BDP-a u kombinaciji sa fiskalnom konsolidacijom u zadnje dvije godine (među najsnažnijima u EU)** pridonio je bržoj no očekivanoj stabilizaciji javnog duga na oko 87% BDP-a. Potonje u kombinaciji sa političkom stabilnosti, smanjenim potrebama za (re)financiranjem pogoduje izlasku Hrvatske iz Procedure prekomjernog deficita, **poboljšanju kreditnog rejtinga** te u konačnici daljnjem padu premije na rizik ugrađene u cijenu hrvatskih obveznica.

## PROGNOZE - SAŽETAK

	2014	2015	2016f	2017f	2018f
BDP (god.prom.)	-0,4	1,6	2,7	2,2	2,5
Osobna potrošnja (god.prom.)	-0,7	1,2	2,7	2,4	2,5
Nezaposlenost ILO (%)	17,3	16,3	15,2	14,6	14,0
Inflacija (CPI, pros.)	-0,2	-0,5	-1,4	0,7	1,6
Platna bilanca (% BDP-a)	0,7	5,2	4,0	3,4	2,9
Vanjski dug (% BDP-a)	108,4	103,7	98,8	98,0	96,7
Fiskalna bilanca (% BDP-a, ESA 2010)	-5,7	-3,2	-2,2	-2,5	-1,8
EUR/HRK (prosjek)	7,63	7,61	7,56	7,58	7,58

Izvor: DZS, HNB, Ministarstvo Financija, Addiko Bank istraživanja

Odjel Ekonomskih istraživanja  
Addiko Bank d.d.  
Zagreb, 18.10.2016.

Addiko Bank upućuje čitatelje ovog priopćenja na web stranicu <https://www.addiko.hr/publikacije-ekonomskih-istrazivanja>, gdje su sadržane sve zakonske objave potrebne u svezi izrade te objavljivanja investicijskih istraživanja.