

## MACROECONOMIC OUTLOOK 2016.-2017.

### *Hrvatska: Salto mortale?*

- **Izlazak iz recesije, ali izgledi nesigurni**
- **Fiskalna konsolidacija, reforme izostaju**
- **Strukturni problemi na tržištu rada, duže razdoblje niske inflacije**
- **Izazovi pred monetarnom politikom**
- **Provođenje strukturnih reformi ostaje ključ za stabilizaciju javnog duga**

Podignuli smo prognozu BDP-a za 2015. sa 0,5% na 1,0% zahvaljujući eksternom cikličkom oporavku, ali i nizu potisnih faktora poput niže cijene nafte, poreznog rasterećenja dohotka, ali i povijesno niskih kamatnih stopa što pozitivno utječu na visoko zaduženo stanovništvo te tvrtke. Zahvaljujući monetarnoj stimulaciji Europske centralne banke, te s time povezanom deprecijacijom eura, porasla je konkurentnost naših glavnih trgovinskih partnera, te su se značajni efekti istoga prelili i na Hrvatsku kroz pozitivne trendove u robnoj razmjeni. Nadalje, relaksirani uvjeti kreditiranja, ali i rast povjerenja kompanija doveli su do oporavka u investicijama, doprinoseći mijenjanju strukture ekonomije u odnosu na povijesne trendove. Unatoč 'darežljivom' rješenju pitanja konverzije kredita u švicarskim francima, temeljni fundamenti potrošnje ostaju skromni, s obzirom na usporavanje rasta realnog dohotka, nastavak razduživanja stanovništva te neriješene strukturne probleme na tržištu rada. Konačno, u kontekstu fiskalne politike, snažnija konsolidacija državnih prihoda i rashoda nema alternativu s obzirom na Proceduru Prekomjernog Deficita.

Rizici po naše projekcije generalno su silazni, s obzirom regulatorne neizvjesnosti, povećanu pravnu nesigurnost, neizvjesnu robusnost te trajanje oporavka u euro zoni, (ponovnu) mogućnost monetarnog stezanja u slučaju deprecijacijskih pritisaka na kunu, skok kamatnih stopa te u konačnici podbačaj tek započetog rasta investicija. Nadalje, premda konačan utjecaj konverzije kredita u švicarskim francima u ovom trenutku nije moguće sasvim predvidjeti, izgledno je kako će negativni fiskalni učinci u srednjem roku nadmašiti pozitivne učinke po realni dohodak stanovništva, što je ključan razlog naše, u ovom trenutku, nepromijenjene prognoze za rast BDP-a u 2016. godini (0.5%). Izgubljeni prihodi države zahtijevat će snažniju racionalizaciju potrošne strane, zahtijevajući time dinamiziranje strukturnih reformi koje bi trebale biti jasno vidljive u prijedlogu proračuna za narednu godinu. Imajući u vidu spomenute rizike, jasno je kako do sada nisu uloženi dovoljni napor u podizanje konkurentnosti domaćeg gospodarstva. Naime, premda se smanjio diferencijal ekonomskog rasta u odnosu na Istočnu Europu, relativno zaostajanje i dalje je visoko uslijed nedovoljnih pomaka u konkurentnosti, reflektirajući prije svega nedovoljnu racionalizaciju troška rada. Interna devaluacija, efikasnija alokacija resursa, ubrzanje predstečajnih nagodbi te dinamiziranje kreditiranja malog i srednjeg poduzetništva predstavljaju trenutno goruće probleme, ali i moguće prilike u slučaju odgovornije implementacije ekonomskih politika.

Očekujemo zadržavanje niskih stopa inflacije u narednom razdoblju, a imajući pritom na umu produbljivanje deflatorskih pritiska uslijed šokova na strani ponude, zabilježenih snažnijih sezonskih sniženja odjeće, manjka pritiska od strane rasta administrativnih cijena pred izbore, te nižih cijena energenata. Usprkos nedavno zabilježenom rastu plaća, deflatorski pritisci i dalje proizlaze iz slabosti domaće potražnje uslijed daljnjeg razduživanja stanovništva, slabosti tržišta rada te uvezene deflacije uslijed povećane trgovinske otvorenosti ekonomije. U prilog potonjem ide i nedavna devaluacija juna, te niže cijene energenata koje će zadržavati svjetske cijene proizvedenih dobara na niskim razinama u dužem razdoblju. Nadalje, blagi porast razine cijena vidimo krajem godine, kada će niska baza cijene gorive dovesti do relativno snažnog porasta u prosincu te prvom kvartalu 2016.

Generalno gledajući, očekujemo kako će efekt niske baze zajedno sa normalizacijom cijena hrane i energenata podići inflaciju na prosječnu razinu od 1,2% u sljedećoj godini.

Izgledno je kako će izvoz nastaviti rasti visokim jednoznamenkastim stopama, a kako Hrvatska iskorištava pogodnosti snažnije trgovinske integracije u globalne proizvodne lance, čija važnost je umanjila utjecaj realnog efektivnog tečaja na izvoz. I dok mjere kvantitativnog otpuštanja od strane ECB-a, labavija fiskalna politika, slabiji euro i jeftinija nafta idu u prilog povećanoj potražnji od strane EU, smatramo da će Hrvatska od navedenog imati manje koristi od usporedivih zemalja regije, a uslijed nedovoljno provedenih reformi na strani ponude, te slabe proizvodne i tržišne specijalizacije. Pritom zabrinjava trenutani pad PMI indeksa narudžbi ključnih trgovinskih partnera te slabiji makro podaci Kine koja ima samo indirektni utjecaj na domaću ekonomiju kroz usporavanje euro zone. Slaba domaća potražnja uvjetovana je slabim investicijama od strane javnog sektora, nastavkom razduživanja privatnog sektora te niskim cijenama energenata, što vodi do očekivanog trgovinskog deficita od oko 14,1% BDP-a u 2015. Navedeno, uz snažniji priljev turističkih deviza i povlačenja sredstava iz EU fondova, te jeftinije servisiranje duga vodi do očekivanog suficita tekućeg računa platne bilance od oko 2% BDP-a. Smanjena izloženost prema vani tako je uvjetovana poboljšanom neto inozemnom investicijskom pozicijom, smanjenim potrebama za kratkoročnim financiranjem (29% BDP-a) te suficitom primarne bilance (6% BDP-a).

Očekujemo daljnji rast suficita tekućeg računa platne bilance s obzirom na fiskalnu konsolidaciju, prigušenu kreditnu aktivnost i očekivane više transfere iz EU proračuna. Smanjene potrebe za zaduživanjem, uz blagi rast FDI priljeva trebali bi popraviti eksternu poziciju nakon provedene konverzije 'švicaraca'. Nadalje, rekordna turistička sezona, te s time povezan snažni priljev deviza, nastaviti će, uz pretpostavku daljnjeg unapređenja kapaciteta, pružati podršku stabilnosti domaće valute. Izgledan nastavak trenda razduživanja banaka implicira ovisnost platne bilance o portfeljnim investicijama i u narednom razdoblju. Iako trend rasta suficita bazične platne bilance (tekući račun + FDI) na 6 posto BDP-a umanjuje potrebe za novim zaduživanjem, činjenica je da razdoblje relativno niskih kamatnih stopa pruža mogućnost restrukturiranja dužničkog portfelja. Poseban rizik predstavlja izgledan pad deviznih rezervi, a na koji je nedavno upozorila i ECB, s obzirom da adekvatnost istih predstavlja jedan od ključnih osigurača tečajne stabilnosti.

Ukupna kreditna aktivnost porasla je 0,7% od prosinca do srpnja (podaci prilagođeni za tečajne razlike) uslijed porasta zajmova javnom sektoru. Skroman rast zabilježili su i krediti kućanstvima dok se kompanije nastavljaju razduživati uslijed daljnjeg čišćenja svojih bilanci, manjka investicijskih projekata te zamjene bankovnih kredita onima od strane HBOR-a budući da su isti porasli za 57% godišnje u prvoj polovici godine. Nadalje, smanjili smo naša očekivanja rasta kredita u 2015. i 2016. godini ponajviše uslijed konverzije kredita u švicarskim francima u eurske, budući da isto implicira konverziju po tečaju koji je vrijedio na dan izdanja kredita, a što direktno uzrokuje smanjenje kredita u bilanci banaka. Također, imajući na umu direktne troškove ove odluke po bankarski sektor, a koji po procjenama HNB-a iznose oko 8 milijardi kuna, smatramo izglednim smanjenje apetita za rizikom od strane banaka. Smatramo kako bi velike tvrtke mogle iskoristiti još uvijek povoljne uvjete na financijskim tržištima kako bi supstituirali domaći kredit mogućim jeftinijim inozemnim dugom, pri čemu ne isključujemo mogućnost izdanja obveznica. Pritom ipak smatramo kako će u nadolazećem razdoblju država ostati ključni čimbenik rasta vanjskog duga. Naime, iako očekujemo kako će ukupni bruto vanjski dug porasti prema 110% BDP-a u toku ove godine (dodatno potaknuto i očekivanom deprecijacijom kune), neto vanjski dug je tek premašio 60% BDP-a.

Nakon relativno dužeg razdoblja prigušenih domaćih rizika, te već uobičajene HNB-ove relaksacije kroz značajne viškove likvidnosti na domaćem novčanom tržištu, monetarna politika se nalazi pred izazovom rasta kunskih kamatnih stopa, smanjenje kunske likvidnosti

te uzlaznih rizika po tečaj EUR/HRK. Naime, premda su eksterni rizici umanjeni s obzirom na smanjenje trenutne neizvjesnosti oko događanja s Grčkom te očekivanog produženog razdoblja izrazito ekspanzivne monetarne politike od strane ECB-a, izgledan je rast averzije prema riziku kao posljedica jednostrane odluke države u kontekstu konverzije kredita u švicarskim francima. Posljedice takve odluke mogle bi se reflektirati u produbljivanju trendova razduživanja, što u konačnici može zaustaviti trajniji oporavak ekonomije. Izgledno je kako će HNB poduzeti dodatne relaksacijske mjere kako bi preokrenuo već započeti trend rasta kamata, prije svega u vidu moguće otpuštanja dijela obvezne pričuve i/ili intervencija u samu strukturu pričuve. No i tada, izgledno smanjenje deviznih rezervi nužno će dovesti do korekcije kreditnog rejtinga, implicirajući time nužno jačanje koordinacije između fiskalne i monetarne vlasti.

Pad deficita za oko 10% godišnje u prvoj polovici godine uvjetovan je prije svega umjetnim isključenjem HZZO-a iz državne riznice čime su i rashodi (-9,3%) i prihodi (-9,1%) značajno smanjeni, uvelike onemogućavajući usporedbu sa prethodnom godinom. Ključni faktor snažnijih poreznih prihoda pritom su 2,2 milijardu kuna veći prihodi od PDV-a uslijed stabilizacije domaće potražnje, ali i rast prihoda od strane trošarina i poreza na dobit. S druge strane, donekle negativno iznenađenje je samo 2,9 milijardi kuna sredstava povučениh iz EU fondova, a u odnosu na planiranih 7 milijardi kuna. Nedavni rebalans proračuna pritom nije iskorišten kako bi se povećani prihodi iskoristili za smanjivanje deficita već kao isprika za priznavanje viših rashoda. U svjetlu navedenog, očekujemo ovogodišnji deficit proračuna od oko 5,5% BDP-a. Pritom negativne rizike za naše projekcije predstavljaju optimistična očekivanja u pogledu dividendi javnih kompanija, mogući rast dospelih garancija za investicije javnih kompanija, te konsolidacija duga lokalnih jedinica. I dok plan proračuna za 2016. još uvijek nije poznat, smatramo kako će fiskalni naponi biti dodatno otežani odgađanjem poreza na nekretnine, otprilike 2 milijarde kuna troška konverzije kredita u švicarskim francima u eurske – kroz izostanak poreza na dobit banaka te povećane izdatke na kamate uslijed očekivanog rasta premije na rizik. Štoviše, uzimajući u obzir skromne izgledne rasta, deficit proračuna u 2016. vidimo blago iznad ovogodišnje razine.

	2014	2015f	2016f	2017f
BDP (god.prom.)	-0,4	1,0	0,5	1,3
Osobna potrošnja (god.prom.)	-0,7	0,6	0,4	0,9
Nezaposlenost ILO (%)	17,3	17,1	16,8	16,0
Inflacija (CPI, pros.)	-0,2	-0,2	1,2	1,5
Platna bilanca (% BDP-a)	0,7	1,9	1,8	2,1
Vanjski dug (% BDP-a)	108,4	109,9	112,4	114,8
Fiskalna bilanca (% BDP-a, ESA 2010)	-5,7	-5,5	-5,7	-4,6
EUR/HRK (prosjek)	7,63	7,62	7,67	7,70

Izvor: DZS, HNB, Ministarstvo Financija, HAAB istraživanja

Odjel Ekonomskih istraživanja  
Hypo Alpe-Adria-Bank d.d.  
Zagreb, 23.09.2015.

HAAB upućuje čitatelje ovog priopćenja na web stranicu [http://www.hypo-alpe-adria.hr/home.nsf/pages/ekonomska\\_istrazivanja-odricanje\\_odgovornosti-odricanje\\_odgovornosti\\_vazna\\_upozorenja-355](http://www.hypo-alpe-adria.hr/home.nsf/pages/ekonomska_istrazivanja-odricanje_odgovornosti-odricanje_odgovornosti_vazna_upozorenja-355), gdje su sadržane sve zakonske objave potrebne u svezi izrade te objavljivanja investicijskih istraživanja.