

MACROECONOMIC OUTLOOK 2015. – 2016.

Hrvatska: Hod po žici

- **Poboljšani eksterni izgledi za 2015.**
- **Razduživanje, fiskalna konsolidacija, reforme izostaju**
- **Nezaposlenost visoka, deflacijski rizici ostaju**
- **Naklonost monetarnoj relaksaciji**
- **Provođenje reformi je ključni faktor za stabilizaciju javnog duga**

Naša prognoza BDP-a za 2015. poboljšana je iz negativne (-0,5%) u zonu stagnacije (0,0%) ponajviše zahvaljujući očekivanim pozitivnim promjenama na poziciji neto izvoza. Naime, inozemna potražnja ojačala je uslijed snažnije no očekivane monetarne stimulacije od strane Europske centralne banke, odnosno snažne deprecijacije eura u korist konkurentnosti naših glavnih trgovinskih partnera te poboljšanih izgleda za kreditnu aktivnost. Neposredan pozitivan utjecaj osjeća se i kroz smanjenu premiju na rizik ugrađenu u cijene hrvatskih obveznica. Neizostavan faktor je napokon i snažan pad cijena nafte koji osim poboljšanja u robnoj bilanci poput 'poreznog rasterećenja' pozitivno djeluje na kupovnu moć stanovništva. Općenito gledajući, međutim, kretanje BDP-a i dalje je glavni uteg za ekonomiju uslijed razduživanja u privatnom sektoru, fiskalne konsolidacije temeljem Procedure Prekomjernog Deficita (EDP) te pada zaposlenosti. Pritom, monetarna transmisija je prigušena i dalje relativno visokom averzijom prema riziku, nedostatkom (kvalitetne) potražnje od strane privatnog sektora, produljenim predstečajnim nagodbama, te regulatornim neizvjesnostima.

Silazni rizici po naše projekcije su političke prirode, uglavnom što se tiče naslijeđa gotovo sedmogodišnje recesije na političku podršku *'mainstream'* ekonomskim politikama, te donekle u snažnijem no očekivanom razduživanju banaka. Pozitivni 'rizici' mogli bi proizaći iz snažnijeg no očekivanog oporavka u euro zoni, dodatnog ECB-ovog labavljenja, otvaranja većih infrastrukturnih projekata, te olakšavanja financiranja malih i srednjih tvrtki.

Gledajući u 2016. i nadalje, održiv oporavak nije baš vjerojatan s obzirom da bi fiskalna konsolidacija trebala ubrzati nakon izbora, a imperativ razduživanja još neko vrijeme će ograničavati prikladan utjecaj monetarne politike na ekonomska kretanja. Čak i kada stope rasta napuste 'negativni teritorij', ni tada neće doći do osjetnih poboljšanja u temeljnoj ekonomskoj situaciji budući da je potencijalna stopa rasta od oko 1 posto nedovoljna da se sreže nezaposlenost ili riješe socijalni problemi, niti će pridonijeti stabilizaciji na političkoj sceni nužno potrebnoj za konzistentno provođenje ključnih reformi. I dok će se vladajući pokušati izboriti za više tolerancije u okviru EDP-a nejasno artikuliranim reformama, mi smatramo da su upravo poteškoće privatnih tvrtki – posebno produktivnost – u središtu teški odluka koje Hrvatska mora donijeti. Stoga je važno nastaviti sa unutarnjom devalvacijom, reformama javne uprave, iznalaženjem modela za efikasnije rješavanje loših kredita, itd. Konačan rezultat trebao bi biti fleksibilnost u (re)alokaciji resursa u izvozni sektor, što traži uklanjanje barijera za ulazak, rast te izlazak, kao i više fleksibilnosti na tržištima produkata i usluga. Jedina prepreka u procesu pridobivanja glasova na izborima je da reforme daju rezultate tek u duljem roku, dok u međuvremenu mogu proizvesti i dodatne deflacijske pritiske, pa će nam se na trenutke činiti kako je teško razbiti začarani krug u kojem se hrvatska ekonomija zatekla.

Umjerena deflacija zabilježena lani, u prvom tromjesečju 2015. produbljuje se uslijed daljnjeg snažnog pada cijena energenata, odnosno nafte, sniženih cijena hrane te izostanka pritiska od strane administrativnih cijena. Deflatorni pritisci također proizlaze iz slabosti domaće potražnje u kontekstu nastavka razduživanja građana te visoke nezaposlenosti. Uzimajući u obzir navedeno, te pretpostavljajući da će se cijene nafte kretati oko 60 dolara po barelu, kao i smanjenje cijena plina od travnja i visoku osjetljivost kretanja domaćih cijena na vanjske šokove (prema HNB-u, 38 posto varijacije u domaćim cijenama rezultat je kretanja cijena hrane i nafte), značajno smo snizili našu projekciju ovogodišnje prosječne inflacije na -0,5 posto. Naime, u 2015. očekujemo da će se inflacija zadržati u negativnom teritoriju gotovo do kraja godine, s obzirom da izostaju cjenovni pritisci na strani potražnje, dok će efekti niske baze, stabilizacija cijena neprerađene hrane te energenata, kao i slabija kuna postepeno ograničavati deflatorne pritiske. Štoviše, zbog jakog dolara, uvozne cijene prerađenih dobara će nastaviti ubrzano rasti tokom prve polovice godine te se zadržati na povišenim razinama i u drugoj polovici 2015. Navedeno će postepeno dovesti to uzlaznih pritiska na temeljnu inflaciju, prvo putem uvozne inflacije, a onda i kroz rast finalnih domaćih cijena. Imajući na spomenuto, uz sazrijelo razduživanje privatnog sektora i rast administrativnih cijena nakon parlamentarnih izbora, u 2016. vidimo prosječnu inflaciju od oko 1,5 posto.

Smanjenje trgovinskog deficita rezultat je jačanja izvoza u kategorijama robe, strojeva, električne energije te drvenih proizvoda. Nadalje, zadržavanje povoljnih uvjeta trgovinske razmjene sa zemljama CEFTA-e omogućilo je stabilan rast izvoza hrane. S druge strane, skroman rast uvoza reflektira slabu domaću potražnju uslijed razduživanja privatnog sektora, racionalizacije javne potrošnje, te pada cijene energenata. U takvim uvjetima, pokrivenost uvoza izvozom porasla je 250 baznih bodova godišnje na 60,5 posto, što je najviša razina u zadnjih dvadesetak godina. Unatoč očekivanom poboljšanju izgleda za glavne trgovinske partnere i većem izvozu u zemlje CEFTA-e, očekujemo umjeren daljnji rast izvoza, kao posljedicu visoke lanjske baze te izostanka poboljšanja konkurentnosti, dok neka naša izvozna tržišta nastavljaju prilagodbu uslijed svojih strukturnih slabosti. Kao što smo i prije tvrdili, ne može se očekivati značajna strukturna promjena u izvozu (i produktivnosti) bez unutarnje devalvacije i odlučnih mjera koje promiču re-alokaciju resursa, promjenu ka konkurentnijim poslovnim modelima, te značajnu prilagodbu distribucijske veličine poduzeća (npr. kroz strateško partnerstvo) i jačanje menadžmenta. Istovremeno, izgledno je kako će izvoz ostati slab i u ovoj godini, a u kontekstu odgađanja investicijskih odluka uslijed izbornih neizvjesnosti, nastavka razduživanja, te osjetno nižih cijena energenata. U skladu s navedenim, očekujemo da će robni deficit ove godine pasti prema 15 posto BDP-a.

Ove godine očekujemo daljnji porast suficita tekućeg računa platne bilance, a uslijed nižeg trgovinskog deficita, viših prihoda od turizma te nižih kamatnih izdataka u inozemstvu. Snažniji priljevi deviza od turizma će biti rezultat pozitivnih trendova raspoloživog dohotka koji će povećati kupovnu moć stranih turista, daljnjeg unapređenja kapaciteta, jačeg prisustva kroz različite ICT kanale te rastućeg broja povoljnih avio-linija. Uz daljnje razduživanje banaka te slabi FDI, financiranje platne bilance i dalje je uvelike bazirano na portfeljnim investicijama, poput nedavne euroobveznice od 1,5 milijardi eura. Iako rast suficita bazične platne bilance (tekući račun + FDI) na 4 posto BDP-a umanjuje potrebe za novim zaduživanjem, kratkoročni dug od oko 32 posto BDP-a još uvijek zahtijeva pažnju unatoč činjenici da je vidljiv trend opadanja u posljednjim godinama. Istovremeno, ne može se očekivati snažniji rast FDI-a dok god strategija interne devalvacije nije vjerodostojna, a vodeća poduzeća nastavljaju investirati u inozemstvu, te uslijed uobičajene neizvjesnosti oko

izbora. S obzirom na nedavno značajno povećanje deviznih rezervi te daljnjeg postepenog poboljšanja tekućeg računa, fundamentalna kretanja u bilanci plaćanja su jedan od ključnih osigurača stabilnosti domaće valute. Iako se čini da postoji dovoljno faktora da se HNB odlučni na dodatno opuštanje, ona se ipak suzdržala od takvih mjera, a uslijed volatilnosti na financijskim tržištima.

Proces razduživanja privatnog sektora nastaviti će se i tokom ove godine, pod utjecajem ograničene ponude i potražnje za plasmanima. Međutim, krediti će u nominalnim iznosu kraj ove godine završiti oko prošlogodišnje razine, zahvaljujući siječanjskoj aprecijaciji švicarskog franka koja je dovela do jednokratnog povećanja glavnica denominiranih u toj valuti. Slaba potražnja stanovništva za novim kreditima posljedica je smanjenog povjerenja potrošača zbog neizvjesnosti oko budućih prihoda kako nezaposlenost ostaje na visokim razinama. Iako se uvjeti odobravanja potrošačkih kredita blago poboljšavaju uslijed obilne likvidnosti, ponuda kredita stanovništvu ostaje ograničena daljnjim rastom nenaplativih kredita, posebice stambenih kod kojih je aktiviranje ionako nelikvidnih kolaterala ograničeno neučinkovitim ovršnim postupcima. Potražnja korporativnog sektora će ostati slaba uslijed nastavka restrukturiranja te daljnjeg pada prihoda i profitabilnosti, što ostavlja manje prostora za investicije. Sa strane ponude, plasmani poduzećima će ostati ograničeni nastavkom rasta loših kredita, sporim pred-stečajnim nagodbama te regulatornim neizvjesnostima. U okruženju niske kreditne aktivnosti i daljnjeg razduživanja banaka majki, domaće će banke nastaviti inozemno razduživanje, kako bi zamijenile skuplje inozemno financiranje jeftinijim, domaćim izvorima financiranja. Glavni katalizatori za oživljavanje kreditne aktivnosti su snažnija orijentacija na strukturne reforme i fiskalnu konsolidaciju, što bi utrlo put pojačanoj aktivnosti privatnog sektora i smanjilo prisutnost države u ekonomiji. Nadalje, u 2015. godini očekuje se da će depoziti nastaviti rasti stabilnim tempom, iako će taj rast biti generiran prvenstveno pripisivanjem kamata, s obzirom da su snažniji priljevi sredstava onemogućeni otežanim prilikama na tržištu rada te daljnjim razduživanjem. Povrh toga, zaduživanjem države očekujemo porast bruto vanjskog duga na oko 113 posto BDP-a u 2015. godini.

Po svemu sudeći, HNB se u zadnje vrijeme suzdržavala od znatnije monetarne relaksacije, dajući si vremena za procjenu utjecaja efekata na tržište nakon neočekivanog ukidanja minimalnog EUR/CHF tečaja, neizvjesnosti oko Grčke, te ECB-ovog programa kvantitativnog labavljenja. Pritom, nedavno državno izdanje euroobveznice se može smatrati svojevrsnim monetarnim opuštanjem s obzirom na potencijal stvaranja dodatne likvidnosti od više milijardi kuna. Nadalje, slaba kreditna aktivnost nije posljedica problema na strani ponude, već odražava slabu (kvalitetnu) potražnju, averziju prema riziku, slabe ekonomske izgleda te presporo rješavanje pitanja nenaplativih plasmana, što sve negativno utječe na monetarni transmisivni mehanizam. Iako je HNB za sada suzdržan, očekujemo da bi prelijevanje efekata ECB-ovog kvantitativnog opuštanja, slabi gospodarski uvjeti te utjecaj dugoročnog rješenja pitanja kredita u švicarskim francima po bilance banaka, mogli dovesti do daljnje HNB-ove relaksacije. Pritom pored postepenog spuštavanja obvezne rezerve, ne isključujemo dodatne mjere poput kreditnih shema koje uključuju dijeljenje rizika s međunarodnim financijskim institucijama, regulatorne poticaje za sekuritizaciju koja bi omogućila novo kreditiranje, te dodatne 'benefite' za razduživanja banaka i klijenata.

Prijedlog proračuna za 2015. nastavlja pojačavati sumnje oko uspješnosti provedbe fiskalne konsolidacije (daljnjeg smanjenja deficita) kako se država i dalje ponajviše oslanja na prihodovnu stranu proračuna, koja je prema našem mišljenju projicirana preoptimistično.

Potonje se posebice odnosi na očekivano povlačenje 7,2 milijardi eura sredstava iz EU fondova te četverostruki rast prihoda od prodaje državnih stanova. S druge strane za sada izostaju adekvatni nadomjesci za smanjenje prihoda uslijed smanjenja prihoda od poreza na dohodak te PDV-a od srednjeg i malog poduzetništva, uz odgađanje poreza na imovinu za iza 2016. godine. Nadalje, prilagodbe na rashodovnoj strani su i dalje tek simbolične, bez prikladnih reformi koje bi dovele do bolje kontrole nad rashodima zbog plaća i mirovina. Srećom, planirani rebalans proračuna će biti vođen rezanjem rashoda, a pod palicom Europske komisije koja očekuje od Vlade prilagodbu proračuna za otprilike 0,6pb BDP-a, od čega bi se polovica trebala provesti smanjenjem plaća i broja zaposlenih u javnom sektora. Čak i ako se navedene mjere provedu na vrijeme, smatramo da će ovogodišnji proračunski deficit ostati oko prošlogodišnjih razina oko 5 posto BDP-a. Uz projicirane proračunske deficite (premašaj od 0,6 postotnih bodova u 2015. i 1,5 postotnih bodova u 2016., u odnosu na plan Europske komisije) te uzimajući u obzir značajan primarni deficit, s obzirom da Vlada nije iskoristila dodatni fiskalni manevarski prostor od kvantitativnog opuštanja, i posljedičnu višu premiju na rizik, rast javnog duga prema 85 posto BDP-a se i dalje nalazi na neodrživom putu. Iako je Hrvatska zadržala kamatne rashode na oko 4 posto BDP-a, oni su i dalje među najvišim u EU, što predstavlja uzlazne rizike jednom kada ključne centralne banke krenu s normalizacijom monetarne politike.

PROGNOZE – SAŽETAK

	2013	2014	2015f	2016f
BDP (god.prom.)	-0,9	-0,4	0,0	0,5
Osobna potrošnja (god.prom.)	-1,3	-0,7	0,0	0,2
Nezaposlenost ILO (%)	17,3	17,1	17,0	16,8
Inflacija (CPI, pros.)	2,2	-0,2	-0,5	1,5
Platna bilanca (% BDP-a)	0,8	0,8	1,4	1,6
Vanjski dug (% BDP-a)	105,3	108,4	113,2	116,4
Fiskalna bilanca (% BDP-a, ESA 2010)	-5,2	-5,2	-5,2	-4,4
EUR/HRK (prosjek)	7,57	7,63	7,68	7,72

Izvor: DZS, HNB, Ministarstvo Financija, HAAB istraživanja

Odjel Ekonomskih istraživanja
 Hypo Alpe-Adria-Bank d.d.
 Zagreb, 06.10.2014.

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, gdje su sadržane sve zakonske objave potrebne u svezi izrade te objavljivanja investicijskih istraživanja.