

MACROECONOMIC OUTLOOK 2016.-2017.

Hrvatska: Zaokret na pomolu?

- **Pogoršani eksterni izgledi za 2016.**
- **Razduživanje, fiskalna konsolidacija, najave reformi**
- **Nezaposlenost visoka, deflacijski rizici ostaju**
- **Naklonost monetarnoj relaksaciji**
- **Provođenje reformi je ključni faktor za stabilizaciju javnog duga**

Naša prognoza rasta BDP-a za 2016. godinu ostaje nepromijenjena na 1,0% budući da su efekti slabije domaće fiskalne konsolidacije, nižih cijena nafte te daljnje monetarne relaksacije poništeni pogoršanjem izgleda za euro zonu. Naime, za očekivati je negativni utjecaj slabijeg rasta Kine i ostalih tržišta u nastajanju, prestanka deprecijacije eura, kolebljivih uvjeta financiranja na oporavak naših glavnih trgovinskih partnera te posredno na hrvatski izvoz i investicije.

Osobna potrošnja te oslonac na EU fondove u financiranju investicija su dva glavna područja gdje odstupamo od konsenzus-očekivanja. Očekujemo, da izgledi za socijalna davanja, razduživanje stanovništva, sporiji rast realnog raspoloživog dohotka te skromna zaposlenost smanje entuzijazam potrošača, pri čemu je premali broj gotovih projekata po europskim investicijskim standardima i dalje prepreka većim investicijama kroz EU fondove. Štoviše, monetarna transmisija ostaje prigušena averzijom prema riziku nakon nedobrovoljne konverzije kredita u švicarskim francima (na veliku štetu bankama), pravnom nesigurnošću te sporom rezolucijom nenaplativih plasmana, što smanjuje koristi rekordno niskih kamatnih stopa.

Silazni rizici po naše projekcije leže u eventualnom ubrzanju fiskalne prilagodbe, što bi imalo negativnije implikacije po domaću potražnju, kao i u obnavljanju dužničke krize u euro zoni što bi vršilo uzlazni pritisak na premiju rizika. Pozitivni 'rizici' mogli bi proizaći iz više mjera tzv. unutarnje devalvacije, uključujući porezno rasterećenje tvrtki, poboljšanje procedura insolventnosti, ubrzanje prodaje nenaplativih plasmana, te olakšavanje financiranja malih i srednjih tvrtki.

Gledajući unaprijed u 2017. godinu, očekujemo ubrzanje rasta zahvaljujući ubrzanju rasta investicija te oporavku inozemne potražnje. Pritom, je detaljniji plan reformi obuhvaćenih na rashodnoj strani proračuna za 2017. svojevrsan lakmus-test Vladinog kapaciteta da proizvede pozitivan šok u produktivnosti te otkloni barijere u poslovanju. Glavni putokazi u tom smislu su unutarnja devalvacija obnovljena kroz smanjenje mase plaća u javnom sektoru usporedno sa rezanjem poreza na radi i kapital te ostalih parafiskalnih davanja, plus niz reformi na ponudbenoj strani ekonomije, uključujući daljnju fleksibilizaciju tržišta rada, proizvoda i usluga, restrukturiranje državnih tvrtki, racionalizaciju socijalnih davanja te pompozno najavljene reforme javne uprave i zdravstva. Osjećaj za hitnost mogao bi se testirati i kroz najavljenju rasprodaju manjinskih udjela te nerentabilnih nekretnina u državnom vlasništvu za 500-tinjak milijuna eura. Iako bi takvi potezi inicijalno mogli potaknuti deflaciju, oni u konačnici poboljšavaju investicijski imidž ekonomije te pridonose podizanju potencijalne stope rasta – trenutno ispod 1% – što je svakako nedovoljno za nova (neto) zapošljavanja.

Ponovno produbljenje deflacije reflektira uporan pad cijena energenata, niske cijene hrane te izostanak administrativnih poskupljenja. Deflatorski pritisci pojavljuju se i kroz druge uvozne cijene, djelomično zbog činjenice da efekti prethodne deprecijacije eura postepeno slabe. Pod silaznim pritiskom su i cijene usluga unatoč stabilizaciji domaće potražnje, najsnažnijem realnom rastu plaća (za 3,7% lani) u jedanaest godina te povećanju minimalne plaće. S obzirom na sve navedeno, pretpostavljenu cijenu nafte od oko prosječnih 40 dolara za barel te usporavanje realnog rasta raspoloživog dohotka, značajno smo snizili našu projekciju

ovogodišnje prosječne inflacije na -0,5 posto. Stoga i s obzirom da izostaju cjenovni pritisci na strani potražnje, dok će efekti niske baze, stabilizacija cijena neprerađene hrane te energenata, kao i slabija kuna nakon ljeta postepeno ograničavati deflatorne pritiske, u 2015. godini očekujemo zadržavanje inflacije u negativnom teritoriju gotovo do kraja godine. Štoviše, uvoznjoj inflaciji podršku bi moglo dati obnavljanje korporativnih profitnih marži kao i dalje visoka, akumulirana štednja stanovništva iz predostrožnosti. U 2017. prosječnu inflaciju vidimo oko 1,7% s obzirom na oporavak cijena energenata te oporavak temeljne inflacije.

Prekid pada trgovinskog deficita posljedica je jačanja domaće potražnje kao i još jedne rekordne uvozno-intenzivne turističke sezone te obilne blagdanske potrošnje. Istovremeno, izvoz bilježi relativno snažan rast u kategorijama brodogradnje, lijekova, prehrambenih proizvoda, hardvera te drvenih proizvoda, i to prvenstveno diljem EU tržišta. U takvim uvjetima, pokrivenost uvoza izvozom porasla je 240 baznih bodova godišnje na 62,9%, što je najviša razina u zadnjih dvadesetak godina.

S obzirom na pogoršanje izgleda za glavne trgovinske partnere, očekujemo usporavanje rasta izvoza i to posebno temeljem smanjenja potražnje za investicijskim dobrima. Unatoč prošlogodišnjim poboljšanjima cjenovne konkurentnosti, imajući na umu ponovno ubrzanje rasta jediničnog troška rada te relativno mali pomak u dodanoj vrijednosti, u sljedećim godinama ključno će biti poraditi na ne-cjenovnoj konkurentnosti tvrtki. Primjerice kroz industrijske, odnosno inovacijske politike, povećanju distribucijske snage tvrtki te kvalitetu menadžmenta. Unatoč jačanju investicija te s njima povezanim rastom uvoza kapitalnih dobara, očekujemo da relativno slab oporavak potrošnje te niske cijene nafte usidre trgovinski deficit na razini sličnoj lanjskoj blizu 15% BDP-a.

S obzirom na normalizaciju dobiti nerezidenata (nakon lanjskog pada uglavnom zbog gubitaka banaka na konverziji kredita u francima), očekujemo smanjenje platno-bilančnog deficita tik ispod 3% BDP-a. Još jedna rekordna turistička sezona te povećani EU transferi ključne su determinante i dalje relativno visokog platno-bilančnog viška. Snažniji priljevi deviza od turizma i dalje su rezultanta pozitivnih trendova raspoloživog dohotka na glavnim emitivnim tržištima, jednostavnijeg viznog režima za Rusiju, proširenja kapaciteta te jačanja destinacijskog menadžmenta. Uz daljnje razduživanje banaka te relativno niske inozemne strane investicije, financiranje platne bilance i dalje će biti bazirano na portfeljnim investicijama, poput najavljene euroobveznice od 1,5 milijardi eura. Pritom poboljšana neto međunarodna investicijska pozicija, niže kratkoročne potrebe za eksternim financiranjem te rekordni suficit bazične platne bilance (tekući račun + FDI) od 7% BDP-a smanjuju eksternu ranjivost ekonomije. S obzirom na ponovni ciklus povećanje deviznih rezervi nakon konverzije kredita u francima, te nastavak relativno visokog platno-bilančnog viška, fundamentalna kretanja u bilanci plaćanja ostaju jedan od ključnih osigurača stabilnosti domaće valute.

Proces razduživanja privatnog sektora nastavlja se i ove godine, pod utjecajem averzije prema riziku i relativno niske potražnje za plasmanima. Gledano po segmentima, efekti konverzija kredita u francima umjetno će spustiti volumen kredita stanovništvu, što bi moglo poništiti tentativni oporavak stambenih kredita s obzirom na nedovoljni oporavak tržišta rada. Slaba potražnja stanovništva za novim kreditima posljedica je smanjenog povjerenja potrošača zbog neizvjesnosti oko budućih prihoda dok nezaposlenost ujedno ostaje na visokim razinama. Očekujemo da će korporativno kreditiranje biti pod utjecajem daljnjih prodaja nenaplativih plasmana, mogućeg podbačaja na investicijama, kolebljivosti uvjeta financiranja te ispodočekivanog korištenja EU fondova. 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 organizirano restrukturiranje poduzeća uz istodobno jačanje njihove kapitalizacije, povećanje prihoda i profitabilnosti tvrtki, te poboljšanje za rezoluciju nenaplativih plasmana. Nadalje, u 2016. godini očekujemo usporavanje rasta depozita s relativno visoke baze pod utjecajem snažnog rasta deviznih prihoda od turizma, usporavanja rasta izvoza te jednokratnog priljeva uslijed

prodaje TDR-a BAT-u. Povrh toga, zaduživanjem države očekujemo porast bruto vanjskog duga na oko 108% BDP-a.

Po svemu sudeći, smanjena eksterna ranjivost zemlje, uključujući snažnu neto inozemnu poziciju banaka te bolji no očekivani fiskalni izgledi stvorili su uvjete za nastavak monetarne relaksacije, počevši s uvođenjem strukturnih operacija na novčanom tržištu. Bio je to ujedno pravovremen odgovor na rast averzije prema riziku nakon konverzije kredita u francima. Istodobna najava planiranog smanjenja stope obvezne pričuve na niske jednoznamenaste razine do kraja ovog desetljeća pokazuje da HNB vodi računa o visini troškova financiranja te stvara uvjete za odgovor banaka na povećanu potražnju za kuskim kreditima. I dok HNB, Ministarstvo financija te Vlada općenito u ovom trenutku pokazuju veći stupanj koordinacije, očekujemo da rast apetita za rizikom uslijed: daljnjih mjera kvantitativnog labavljenja Europske centralne banke, poboljšane eksterne i fiskalne pozicije zemlje stvaraju plodno tlo za daljnju HNB-ovu relaksaciju. Okidač za tako nešto moglo bi biti slabljenje (eksternog) kreditnog impulsa i/ili deflacijski rizici. 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.

Planirana fiskalna konsolidacija od 1,1 postotnog boda BDP-a pokazuje svijest oko nužnosti stabilizacije trendova u javnim financijama, pri čemu se nominalne uštede od oko 2,5 milijarde kuna uglavnom odnose na materijalne troškove, subvencije te zamrzavanje plaća i socijalnih davanja. Na temelju relativno optimističnih makroekonomskih projekcija, projekcije rasta prihoda (+4,7% ukupno) podložne su silaznim rizicima ukoliko osobna potrošnja i kretanje inflacije podbace u odnosu na očekivanja. U konačnici očekujemo deficit **oko razine od 4% BDP-a** s obzirom na suzdržanije makroekonomske projekcije, neizvjesnosti oko mase plaća kao i konačnog izvještaja o izvršenju proračuna za 2015. godinu. Iako je Hrvatska malo spustila kamatne rashode na oko 3,5% BDP-a, oni su i dalje među najvišim u EU, što predstavlja uzlazne rizike jednom kada ključne centralne banke krenu s normalizacijom monetarne politike. S obzirom na, glavni rizik u pogledu fiskalne konsolidacije – nisku nominalnu stopu rasta BDP-a – u srednjem roku ključne su reforme na rashodnoj strani proračuna koje bi rezultirale primarnim proračunskim viškom od 3 do 4% BDP-a kako bi se u srednjem roku javni dug stabilizirao na razini od 91 do 92% BDP-a.

PROGNOZE – SAŽETAK

	2014	2015	2016f	2017f
BDP (god.prom.)	-0,4	1,6	1,0	1,5
Osobna potrošnja (god.prom.)	-0,7	1,2	0,9	1,0
Nezaposlenost ILO (%)	17,3	16,5	15,7	15,0
Inflacija (CPI, pros.)	-0,2	-0,5	-0,5	1,4
Platna bilanca (% BDP-a)	0,7	4,5	2,8	2,8
Vanjski dug (% BDP-a)	108,4	105,7	107,5	109,6
Fiskalna bilanca (% BDP-a, ESA 2010)	-5,7	-4,6	-4,1	-3,4
EUR/HRK (prosjeak)	7,63	7,61	7,60	7,63

Izvor: DZS, HNB, Ministarstvo Financija, Hypo Alpe-Adria-Bank d.d.
 Odjel Ekonomskih istraživanja, Hypo Alpe-Adria-Bank d.d., Zagreb, 23.03.2016.
 Hypo Alpe-Adria-Bank d.d., 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.