

3. február 2015

## Slovenská ekonomika pridá do kroku

Makroekonomická prognóza na roky 2014 – 2018

Lucia Šrámková, Branislav Žúdel

Najväčší impulz pre zvýšenie odhadu rastu ekonomiky v tomto roku na 2,9% pramení z robustnej spotreby domácností. Reálne príjmy porastú aj vďaka nulovej inflácii, a kondícia trhu práce sa bude postupne zlepšovať. Prepád cien ropy bude stimulom aj pre našich obchodných partnerov, čo podporí návrat exportu na trajektóriu rastu.

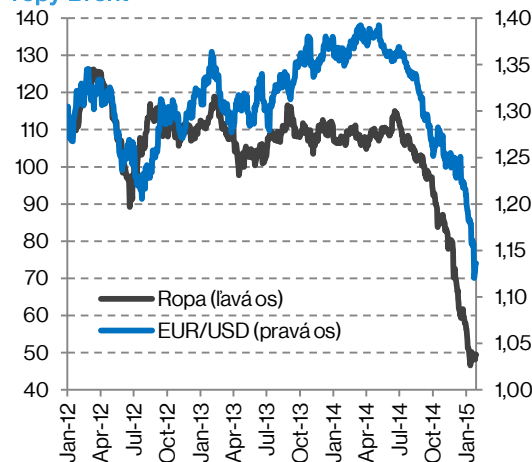
ECB odštartovala kvantitatívne uvoľňovanie

Politika centrálnych bánk, geopolitické napätie a prepád cien ropy mali v posledných mesiacoch zásadný vplyv na globálne trhy. ECB v januári predstavila dlho očakávané rozšírenie nákupov finančných aktív. Od marca 2015 bude ECB po dobu minimálne 19 mesiacov každomesačne skupovať sekuritizované aktíva (tzv. ABS), kryté dlhopisy finančného sektora a hlavne štátne dlhopisy v hodnote 60 mld. eur mesačne. Toto rozhodnutie má v strednodobom horizonte dopomôcť banke dosiahnuť stanovený inflačný cieľ, keďže rast cien je dlhodobo pod optimálnymi hodnotami. Euro v očakávaní krokov ECB za posledné mesiace oslabilo až na 12-ročné minimum. FED povzbudený pozitívnymi správami z americkej ekonomiky ukončil nákupy aktív. Zvýšenie sadzieb FEDu očakávajú finančné trhy v treťom kvartáli 2015. Pretrvávajúci rusko-ukrajinský konflikt zvyšoval volatilitu na akciových trhoch, ktoré avšak aj napriek tomu opäť výrazne rástli.

Posilňovanie dolára a prepád cien ropy

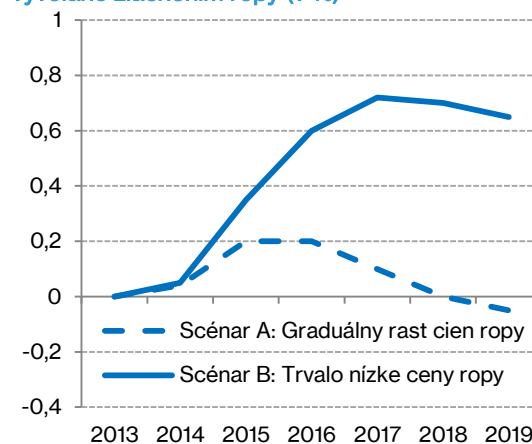
Americký dolár posilnil voči širšiemu košu mien. Prispelo k tomu úspešné zotavovanie sa ekonomiky USA, očakávané zvyšovanie sadzieb FEDom, ale aj uvoľňovanie monetárnej politiky v Európe a Japonsku. Naopak **cena ropy za ostatné dva štvrtroky dramaticky klesla na najnižšiu úroveň od krízy**. Pokles cien ropy bol spôsobený rastúcim objemom ťažby v USA, klesajúcim dopytom v Ázii a strachom krajín OPEC zo straty trhového podielu v prípade zníženia objemu ťažby z ich strany. Prepád cien ropy sa zvýraznil najmä po zasadnutí OPECu vo Viedni, kde padlo rozhodnutie neobmedziť ťažbu.

Graf 1: Pokles kurzu EUR/USD a prepád cien ropy Brent



Zdroj: Bloomberg

Graf 2: Zrýchlenie rastu HDP v eurozóne vyvolané zlacnením ropy (v %)



Zdroj: IMF

Nemecko spomaľuje, Taliansko je v recesii a Francúzsko na jej okraji

**Hospodársky rast eurozóny je stabilný, ale slabý.** Ekonomika eurozóny rástla v treťom štvrtroku 2014 medzikvartálne o 0,2 percenta% a za celý rok očakávame rast o 0,8%. Rýchly rast Nemecka zo začiatku minulého roka postupne vyprchával. Neprijemnou správou je pretrvávajúci prepád investícií v nemeckej ekonomike. Ostatné veľké ekonomiky sú v ešte zložitejšej pozícii. Francúzsko balansuje na okraji recesie. Talianske hospodárstvo rástlo naposledy v roku 2011. Inflácia v eurozóne počas minulého roku kontinuálne spomaľovala a v decembri po prvýkrát v histórii skĺzla do záporných čísel. Slabý ekonomický rast spolu s defláciou obmedzuje doterajšiu stratégiu fiškálnych úspor a znižovania dlhov.

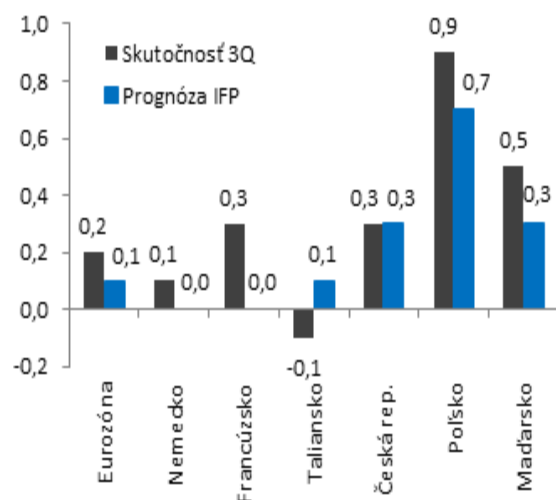
Kolaps ropy a oslabenie eura pomôže eurozóne

**Kolaps cien ropy a výrazná deprecia eura budú pre eurozónu stimulom.** Zlacnenie ropy znižuje náklady výrobcov, čo nepriamo podporí rast investícií či zamestnanosti. Nízka inflácia zvyšuje reálne príjmy domácností. Oslabenie eura pôsobí pozitívne na exportérov, zvyšuje ich konkurencieschopnosť a zároveň čiastočne pomáha korigovať deflačný trend. **Pokles cien ropy a oslabenie eura zrýchli rast HDP v eurozóne v intervale od 0,2% až 0,8% v roku 2015.<sup>1</sup>**

Soft indikátory sa odrazili od dna

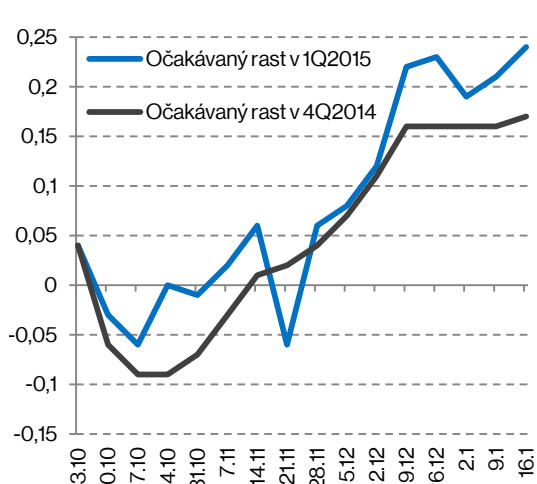
**Eurozóna v tomto roku porastie o viac než 1%.** Predstihové indikátory sa odrazili od dna pozorovaného na prelome októbra a novembra minulého roka a naznačujú možnosť zrýchlenia rastu už v prvom štvrtroku 2015. Výraznejšie zlepšenie mäkkých ukazovateľov bolo zaznamenané v Nemecku, ktoré pravdepodobne svižnejšie zareaguje na oslabenie eura.

Graf 3: Medzikvartálny rast HDP hlavných obchodných partnerov SR v treťom kvartáli 2014



Zdroj: Eurostat, IFP

Graf 4: Očakávania v eurozóne sa odpichli od dna (rast HDP v %, QoQ)



Zdroj: Nowcasting, IFP

Rast ekonomík okolitých krajín kompenzuje slabú eurozónu

**Prognóza hospodárskeho rastu našich hlavných obchodných partnerov zostala pre tento rok nezmenená.** Silno porastú najmä ekonomiky okolitých krajín ČR, Poľska a Maďarska. Ich mierne spomalenie v roku 2016 bude viac než kompenzované očakávaným zrýchlením eurozóny. K navýšeniu odhadu rastu importov obchodných partnerov v tomto roku pristupujeme na základe zohľadnenia vývoja štruktúry rastu našich hlavných obchodných partnerov v treťom štvrtroku, ktorá sa ukázala priaznivejšia pre slovenský export. V ďalšom období zostáva odhad rastu importov prakticky nezmenený. Prognózu rastu zahraničných cien znižujeme v reakcii na disinlačný trend prameniáci najmä zo zníženia cien ropy. Predpoklady týkajúce sa externého dopytu sú

<sup>1</sup> Príspevok k rastu HDP vychádza z odhadu MMF uverejnenom v aktuálnom vydaní [WEO Outlook](#)

prevzaté z prognózy OECD a IMF korigované o vývoj pozorovaný v druhom polroku a veľmi krátkej prognózy (nowcastingu) vývoja eurozóny. Predpoklady prognózy pokrývajúce vývoj externého prostredia, úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na informáciách dostupných ku koncu januára 2015.

Tabuľka č. 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2014 až 2018

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti sep. 2014					Import (% rast)					Rozdiel oproti sep. 2014			
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017
<b>Najvýzn. obch. partneri SR</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>6,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	
z toho eurozóna*	0,8	1,2	1,5	-		0,0	-0,1	-	-	3,0	3,5	4,0	-	-	0,1	1,3	-	-	
Nemecko	1,4	1,2	1,6	-		0,1	-0,3	-	-	3,5	4,2	5,7	-	-	-0,5	-0,1	-	-	
Česká rep.	2,4	2,6	2,6	-		0,0	0,1	-	-	8,1	6,5	6,2	-	-	1,2	1,8	-	-	
Poľsko	3,3	3,2	3,0	-		-0,1	-0,1	-	-	7,3	5,0	6,5	-	-	0,0	0,3	-	-	
Maďarsko	3,0	2,3	2,1	-		0,3	0,2	-	-	7,8	5,3	4,8	-	-	2,0	0,3	-	-	

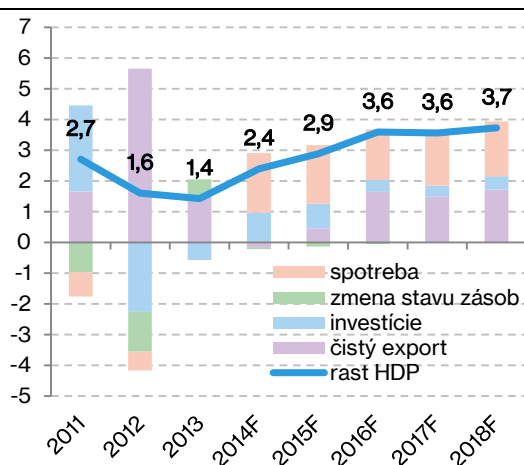
\*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: OECD, Bloomberg, IFP

Ekonomiku v roku 2014 potiahol výlučne domáci dopyt

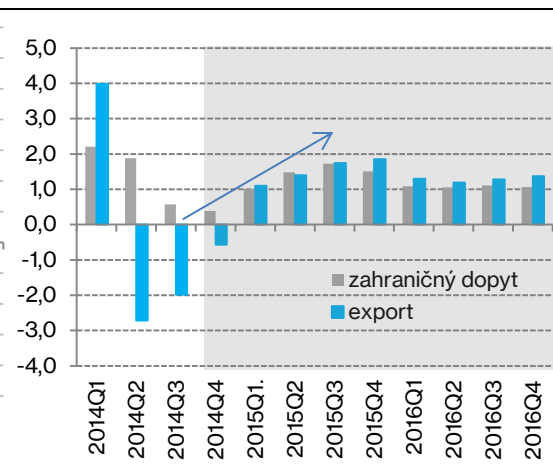
**Slovenská ekonomika si v predchádzajúcom roku pripíše nárast o 2,4%.** Po piatich rokoch rastu tvoreného najmä zahraničným dopytom bol vlni v roli lokomotívy výlučne domáci dopyt. V závere roka predpokladáme len mierne spomalenie medzikvartálneho rastu. Prispeli k nemu najmä investície a spotreba domácností. Pozitívne prekvapenie vo vývoji maloobchodných tržieb na konci roka predznamenáva vysoký rast spotrebiteľských výdavkov. Napriek tomu dosiahne miera úspor domácností v roku 2014 nové pokrizové maximum. Oživenie úverovej aktivity spolu s predpokladmi o investíciách vo verejnom sektore naznačujú zrýchlenie tvorby investícií. Na druhej strane, export pravdepodobne klesal tretí štvrtrok za sebou, keď za jeho slabšími výsledkami stojí najmä automobilový priemysel.

Graf 5: Príspevky jednotlivých zložiek k rastu HDP (v p.b.)



Zdroj: SÚ SR, IFP

Graf 6: Rast exportu – prognóza postupného oživenia výkonnosti (% medzikvartálne)



Zdroj: ŠÚSR, IFP

Zrýchlenie rastu v tomto roku odráža prepád ceny ropy

**V tomto roku by mal rast ekonomiky dosiahnuť úroveň 2,9%.** Zrýchlenie rastu odráža pozitívny šok na strane ponuky. Prepád v cenách ropy sa prostredníctvom nižšej inflácie premieta do zrýchlenia domáceho dopytu, ktorý bude aj v tomto roku v štruktúre rastu dominovať. Vyšší nárast spotreby domácností odráža pokračujúci pozitívny vývoj na trhu práce, pozitívny spotrebiteľský sentiment a len pozvoľný pokles miery úspor v druhej polovici roka. Rast investícií bude ťahaný najmä súkromným sektorom. Exporty našich tovarov a služieb sa na medzikvartálnej báze znova dostanú do čiernych čísel, pričom v druhej polovici roka sa očakáva opätovné získavanie trhových podielov na zahraničných trhoch.

Vyvážená štruktúra rastov v rokoch 2016 až 2018

**V nasledujúcich rokoch dôjde k zrýchleniu rastu ekonomiky na úroveň 3,6% v rokoch 2016 a 2017 a 3,7% v roku 2018.** Pozitívny efekt ropného šoku a jeho priamy vplyv na domácu spotrebu bude postupne odznievať. Oživí sa však exportná výkonnosť a štruktúra rastu tak bude vyvázenejšia. Zmierni sa tempo investícií, najmä kvôli odznievajúcim jednorazovým faktorom v automobilovom priemysle.

Tabuľka 2: Prognóza MF SR - hlavné ekonomické ukazovatele (január 2015)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2013	prognóza					rozdiel oproti septembru 2014				
		2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Hrubý domáci produkt</b>											
HDP, s.c.	1,4	2,4	2,9	3,6	3,6	3,7	0,0	0,3	0,1	0,1	
HDP, b.c. (mld. €)	73,6	75,1	77,3	81,3	85,7	90,6	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	
Súkromná spotreba, s.c.	-0,8	2,4	2,8	2,7	2,8	2,9	-0,5	0,4	0,0	0,6	
Súkromná spotreba, b.c.	0,6	1,9	2,7	4,4	4,5	4,9	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	
Vládna spotreba	2,4	3,7	2,1	1,1	1,2	1,3	1,7	5,9	1,4	1,4	
Fixné investície	-2,7	4,6	3,7	1,8	1,7	2,1	-0,2	1,0	0,4	-0,2	
Export tovarov a služieb	5,2	4,1	1,4	5,9	6,0	6,1	-0,4	-2,8	-0,1	-0,1	
Import tovarov a služieb	3,8	4,7	1,0	4,5	4,9	4,8	-1,0	-2,4	-0,2	-0,2	
<b>Trh práce</b>											
Zamestnanosť (registrovaná)	-0,7	1,1	0,6	0,7	0,7	0,8	0,1	0,2	0,2	0,2	
Mzdy, nominálne	2,4	4,4	2,6	3,9	4,4	4,6	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	
Mzdy, reálne	0,9	4,4	2,6	2,3	2,6	2,6	0,3	0,5	0,0	0,3	
Miera nezamestnanosti	14,2	13,4	12,9	12,2	11,4	10,5	-0,1	-0,2	0,0	0,1	
<b>Inflácia</b>											
CPI	1,4	-0,1	0,0	1,6	1,8	2,0	-0,2	-1,0	-0,3	-0,3	

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Oživenie na trhu práce bude pokračovať

**Trh práce bude v tomto roku pokračovať v pozitívnom vývoji.** Ekonomický rast založený predovšetkým na domácom dopyte sa pretaví do solídneho rastu zamestnanosti. Pribudne približne 14 tisíc nových pracovných miest, ktoré vzniknú najmä v sektore služieb. Výraznejšie sa po zlom roku pozviecha aj stavebníctvo. Spomalí sa tempo rastu zamestnanosti v priemysle, ktorý sa tak vráti ku rastu najmä prostredníctvom produktivity práce. Pod vplyvom tohto pozitívneho vývoja bude ďalej klesať **miera nezamestnanosti, až pod 13%**. Pozvoľná akcelerácia rastu zamestnanosti bude na konci horizontu prognózy znamenať atakovanie magickej 10% hranice miery nezamestnanosti.

Rast reálnych miezd nad produktivitou práce aj v 2015

**Reálne mzdy budú naďalej rásť. Hoci pomalšie ako v predchádzajúcom rekordnom roku, stále pôjde o druhý najrýchlejší rast od vypuknutia krízy.** „Vinníkom“ je opätovne najmä stagnácia inflácie. Nožnice medzi rastom reálnych miezd a produktivitou práce sa zatvoria iba čiastočne. Nulová inflácia sa premietne do mzdových vyjednávani v súkromnom sektore len sčasti. Predpokladáme, že tretina inflačného prekvapenia bude mať pozitívny vplyv na rast reálnej mzdy, ktorá bude podporená rýchlejším rastom produktivity práce. Zo sektorového hľadiska očakávame rovnomerný rast miezd naprieč sektormi, najmiernejšia dynamika miezd bude v stavebníctve. Priemerná nominálna mzda v hospodárstve by mala v roku 2015 dosiahnuť 882 eur.

Inflácia v tomto roku opäť na nule

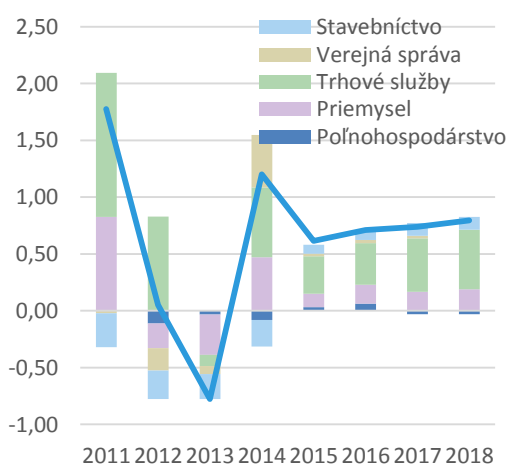
**Spotrebiteľské ceny v tomto roku opäť neporastú.** Deflačný vývoj z posledných mesiacov sa vďaka poklesu cien ropy prenesie aj do prvej polovice tohto roka. Stagnáciu cenovej hladiny podporí januárové zlacnenie plynu, elektriny a tepla a výrazne poklesnú aj ceny benzínov. Domáce dopytové tlaky spolu s uvoľnenejšou politikou ECB prinesú pozvoľné zrýchlenie rastu cien, najmä služieb, v druhej polovici tohto roka. Napriek postupnej akcelerácii inflácie budú spotrebiteľské ceny v období rokov 2016 až 2017 rásť pomalšie než indikuje vysoké tempo ekonomického rastu. Inflácia sa priblíži k štandardnej úrovni až na konci prognózovaného obdobia v roku 2018.

Rast cien tlmí najmä zníženie cien ropy

**Pomalý rast cien je výsledkom prepadu nákladových faktorov, ktorý umocňuje deflácia prichádzajúca z eurozóny.** Nákladový impulz pramení primárne z kolapsu cien ropy a postupného poklesu cien ostatných energií. Sekundárnym efektom je pomalší rast cien obchodovateľných tovarov. Ceny potravín by s ohľadom na globálny vývoj mali rásť len mierne. Ceny služieb zatiaľ výraznejšie nezareagovali na domáce dopytové tlaky. Rast cien služieb preto ostáva na mimoriadne nízkych hodnotách.

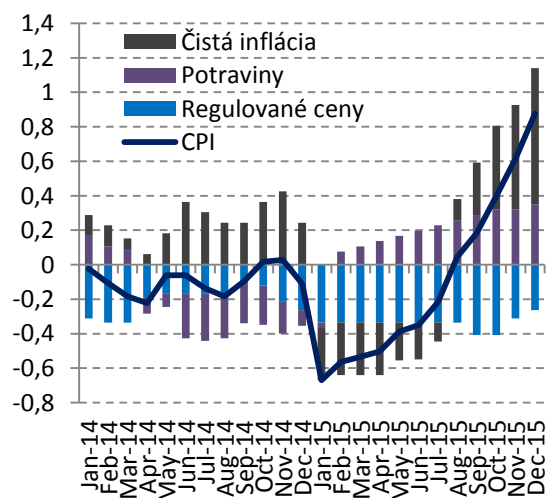
**Riziká pre vývoj inflácie v aktuálnom roku sú vyvážené.** Aktuálne pozorovaný prepad cien ropy a plynu na finančných trhoch sa môže premietnuť do dodatočnej úpravy regulovaných cien v priebehu tohto roka. Na druhej strane, rýchlejšia transmisia uvoľnenej monetárnej politiky, slabého eura a silného rastu miezd bude pôsobiť proinflačne na rast cien služieb a dovážaných tovarov.

Graf 7: Príspevky jednotlivých zložiek k rastu zamestnanosti (v p.b.)



Zdroj: SÚ SR, IFP

Graf 8: Vývoj a prognóza inflácie spolu s príspevkami jednotlivých zložiek (v p.b.)



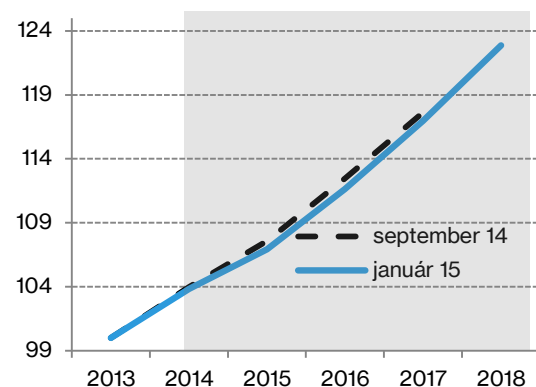
Zdroj: ŠÚSR, IFP



Nízka inflácia brzdí rast  
daňových základní

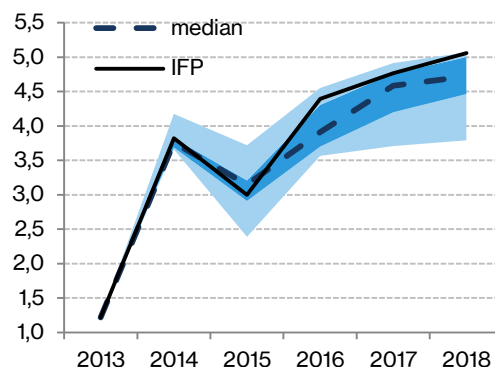
**Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je napriek zlepšeniu reálnych ukazovateľov oproti septembru negatívny a prehĺbuje sa najmä v roku 2016.** Zlepšenie výhľadu rastu ekonomiky a zamestnanosti je prevážené výrazným spomalením rastu cien na celom horizonte prognózy<sup>2</sup>. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 10. februára 2015.

**Graf 9: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní so septembrovou prognózou**



Zdroj: IFP

**Graf 10: Porovnanie prognóz vážených základní<sup>3</sup> pre rozpočtové príjmy s členmi výboru**



Zdroj: IFP, Eurostat

Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 29. januára 2015. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola väčšinou členov Výboru (NBS, Infostat, SLSP, Unicredit VÚB a Sberbank) **charakterizovaná ako realistická**, s výnimkou Tatrabanky, ktorá hodnotila prognózu ako optimistickú. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

<sup>2</sup> Zmeny v cenovej úrovni sa nepremietajú automaticky do fiškálneho rámca a výšky salda verejných financií. Nižší rast cien znamená automaticky aj nižší rast niektorých verejných výdavkov.

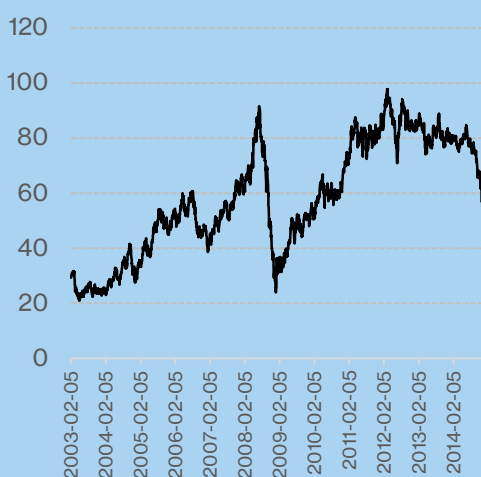
<sup>3</sup> Makroekonomické základne pre rozpočtové príjmy (váha ukazovateľov závisí od podielu jednotlivých daní na celkových daňových a odvodových príjmoch); Mzdová báza (zamestnanosť + nominálna mzda) - 51.1%, Nominálna súkromná spotreba - 25.7%, Reálna súkromná spotreba - 6.6%, Nominálny rast HDP - 9.9%, Reálny rast HDP - 6.7%.

## BOX. Naozaj čierne zlato

Prepad cien ropy zvýši HDP Slovenska v najbližších dvoch rokoch o 0,3%. Pozitívny efekt slovenská ekonomika pocíti najmä v roku 2015, v roku 2016 postupne odznie. Vyšší ekonomický rast bude sprevádzaný nižšou infláciou.

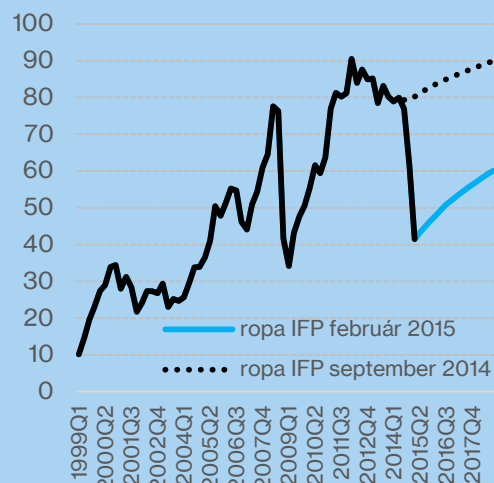
Cena ropy BRENT poklesla v závere roka 2014 z 80 EUR na takmer 40 EUR za barel, čo môže výrazne ovplyvniť vývoj slovenskej ekonomiky v strednodobom horizonte. Očakávaná na trhu s future kontraktmi naznačujú, že nižšie ceny ropy môžu relatívne dlhšie pretrvávajúť. Po prvotnom šoku sa očakáva len pozvoľný rast ceny ropy BRENT smerom ku 60 EUR za barel v roku 2018.

Graf A: Cena ropy Brent v EUR prudko padla...



Zdroj: FRED

Graf B: ... a oproti predchádzajúcim prognózam môže zostať nízka na celom strednodobom horizonte



Zdroj: FRED, IFP

Pri hodnotení efektu prepady ceny ropy na slovenskú ekonomiku je v prvom rade potrebné identifikovať, či ide o šok dopytový alebo ponukový. V prípade dopytového šoku klesá cena ropy v dôsledku slabšej ekonomickej aktivity vo svete, kým pri ponukovom šoku klesá cena ropy kvôli pozitívnemu vývoju na trhu s energiami (zvýšenie konkurencie, technologický pokrok, nové neočakávané náleziská, a pod.). Odhad MMF<sup>4</sup> vyhodnotil, že prepady ceny je z väčšej časti dôsledkom pozitívneho reálneho šoku na trhu s ropou a negatívne dopytové faktory ju vysvetľujú len na 20 až 35 percent. Iné odhady hovoria o pomere 1:1.<sup>5</sup> Pokles ceny ropy by mal preto ovplyvniť slovenskú ekonomiku skôr pozitívne.

Modelové vyhodnotenie<sup>6</sup> efektu ropného šoku na slovenskú ekonomiku vychádza z porovnania dvoch scenárov. V prvom základnom scenári sa cena ropy vyvíja v súlade

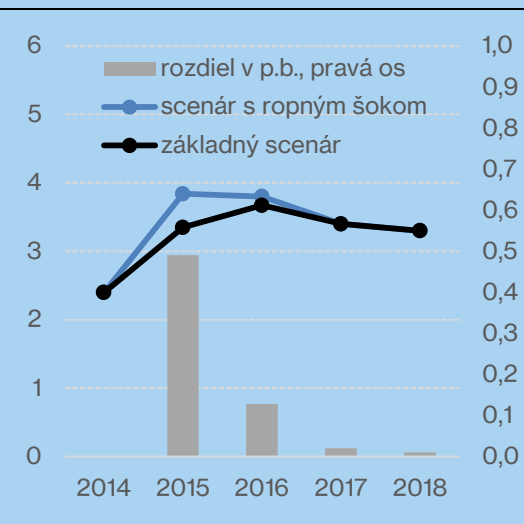
<sup>4</sup> <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump/>

<sup>5</sup> <http://econbrowser.com/archives/2015/01/whats-driving-the-price-of-oil-down>

<sup>6</sup> Odhad IFP sa opiera o simulačný GAP model dvoch navzájom prepojených ekonomik: eurozóny a Slovenska. Každá ekonomika je charakterizovaná niekoľkými behaviorálnymi vzťahmi (dynamickou IS krivkou, novo-keynesovskou Phillipsovou krivkou, Taylorovým pravidlom) a prepojené sú navzájom

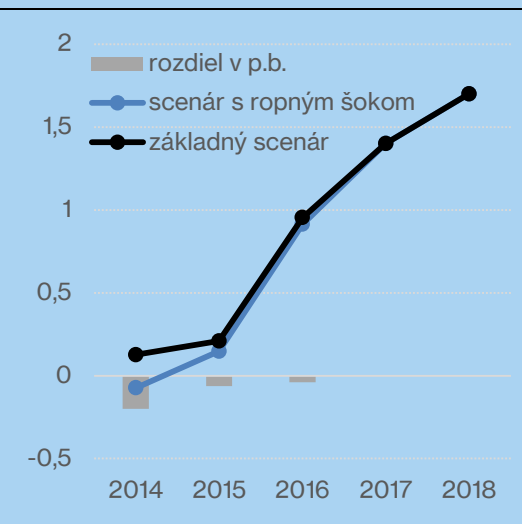
s prognózou IFP zo septembra 2014, kým druhý scenár už počíta s prepadom ceny a jej následným miernym rastom na hranicu 60 EUR v roku 2018 podľa future kontraktov. Výstupy z druhého scenára sú najoptimistickejšou hranicou odhadu vývoja ekonomiky, keďže celý ropný šok je v nich modelovaný ako stopercentne ponukový.

**Graf C: Nízke ceny ropy ovplyvnia HDP najmä v roku 2015 (rast HDP, %)**



Zdroj: IFP

**Graf D: Inflácia bude blízko nule (inflácia, %)**



Zdroj: IFP

Výsledky simulácie a porovnania dvoch scenárov ukazujú, že ak by bol ropný šok plne ponukový, tak by úroveň HDP Slovenska bola na konci prognózovaného strednodobého horizontu o 0,5% vyššia. Keďže však cena ropy sčasti klesá aj kvôli slabšej ekonomickej aktivite vo svete, realisticky možno očakávať prínos na úrovni 0,3%. Tento benefit by mal byť citelný najmä v roku 2015 a v menšej miere v roku 2016. Sprievodným javom ropného šoku bude aj nižší rast cien, keď sa inflácia v tomto roku priblíži k nule.

Výsledky zo simulácie GAP modelu implikujú len mierne vyšší vplyv ropného šoku na ekonomický rast oproti odhadom modelu IFPmod, ktorý sa používa pre modelovú prípravu strednodobej prognózy IFP. Naopak, vplyv do inflácie je v prvom roku miernejší, no výsledky poukazujú na riziko utlmenejšieho rastu cien aj v nasledujúcom roku. Nová makroekonomická prognóza IFP tak môže mierne pozitívne riziká vzhľadom na možné podhodnotenie vplyvu ropného šoku na reálnu ekonomiku.

(implicitnou) úrokovou paritou. Slovenská ekonomika je v modeli ovplyvnená vývojom v eurozóne, čo však opačne neplatí. Ropný šok vstupuje do modelu vo Phillipsovej krivke a pri odhade potenciálneho produktu. Parametre modelu pre eurozónu boli prebraté z pôvodného modelu Carabenciov et al., 2008<sup>6</sup>, kým pre Slovensko boli expertne kalibrované.