

21. jún 2016

Trh práce nepoľavuje z rýchleho rastu

Makroekonomická prognóza na roky 2016 – 2019

Branislav Žúdel, Michal Habrman, Libor Melioris

Slovenská ekonomika v tomto roku vzrastie o 3,2 percenta, hoci výhľad externého prostredia sa mierne zhoršuje. Na trhu práce pribudne až 39-tisíc nových pracovných miest, ktoré znížia mieru nezamestnanosti tento rok pod 10-percentnú hranicu. Nižšia inflácia pomôže rastu reálnych miezd. V nasledujúcom roku rast ekonomiky zrýchli vďaka investičnej aktivite v automobilovom priemysle a výstavbe bratislavského obchvatu D4/R7. Hlavným negatívnym rizikom aktualizovanej makroekonomickej prognózy je Brexit. Prognóza má neutrálny vplyv na daňové základne v tomto roku.

FED odkladá uťahovanie a ECB rozširuje nákupy aktív

FED odkladá ďalšie uťahovanie menovej politiky. Od prvého zvýšenia sadzby v decembri 2015 sa americká centrálna banka neodhodlala k ďalšiemu kroku v uťahovaní monetárnej politiky. Dôvodom sú nepriaznivé čísla z trhu práce, nízka inflácia a možný Brexit. **ECB pristúpila v marci k zmenám programu QE,** keď upravila REPO sadzbu o 5 bázických bodov na 0 % a depozitnú sadzbu znížila o 10 bp na -0,4 %. ECB taktiež zvýšila program nákupu štátnych dlhopisov o 20 mld. eur na 80 mld. eur mesačne. Portfólio nakupovaných dlhopisov sa rozšírilo o nákup podnikových dlhopisov od júna. Do programu pribudol aj nový refinančný program TLTRO II. Želaný rast úverovej aktivity v krajinách periférie eurozóny však zatiaľ opatrenia ECB nepriniesli.

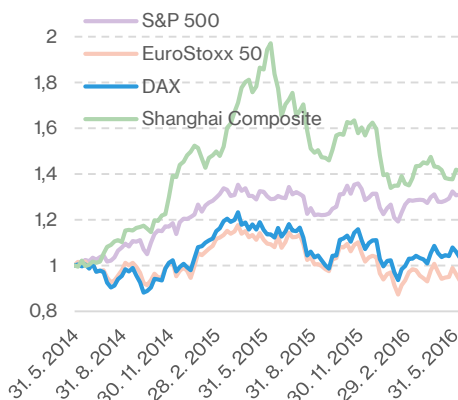
Brexit tlačí na akcie aj dlhopisy

Z obavy pred Brexit-om klesajú výnosy dlhopisov na nové minimá. Výnosy nemeckého 10-ročného dlhopisu a švajčiarskeho 30-ročného dlhopisu sa dokonca prepádli do negatívneho teritória. Akciový trh vyrovnal straty z februára, no zostáva neustále pod tlakom. Okrem Brexit-u trh brzdia aj slabšie odhady rastu svetovej ekonomiky.

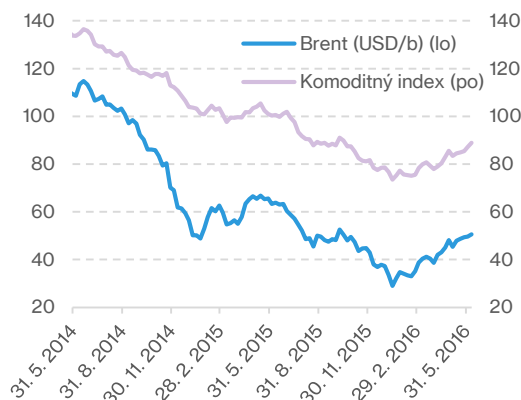
Cena ropy rástla pod vplyvom ponukových faktorov

Cena ropy dosiahla najvyššiu hodnotu od októbra 2015 (52,8 USD/barel) a preto zvyšujeme prognózu na celom horizonte o takmer 10 dolárov za barel. Vplyv na rast ceny malo zníženie produkcie krajín mimo OPEC-u, hlavne USA. Komoditný index rástol od februára hlavne vplyvom rastúcich cien zlata, plynu a kukurice.

Graf 1: Prepad akciových indexov



Vývoj cien ropy Brent a ostatných komodít



Zdroj: Bloomberg

Zdroj: Bloomberg

Eurozóna v prvom kvartáli pokorila USA aj Japonsko

Svetová ekonomika si udržiava rast napriek mnohým ekonomicko-politickým výzvam. Z rozvinutých krajín sa najviac darilo eurozóne. Naopak vývoj v americkom aj japonskom hospodárstve zaostal za očakávaniami. Aktuálne údaje z amerického trhu práce navyše zvyšujú riziko výskytu recesie v americkej ekonomike v najbližšom období. Výsledky rozvojových krajín boli zmiešané. Čína sa nateraz vyrovnala s problémami, ktorým čelila na prelome rokov a rast jej ekonomiky bol opäť silný. Ruská ekonomika sa stále nachádza v recesii rovnako ako Brazília, ktorej problémy sa naďalej prehlbujú.

Veľké ekonomiky eurozóny rástli rýchlo

Eurozóna zaznamenala prekvapujúco silný medzikvartálny rast. Eurozóna rástla relatívne rovnomerne a pozitívne prekvapili najmä veľké ekonomiky. Nahor ich ťahala hlavne domáca spotreba a prebudili sa aj investície. Hlavným problémom eurozóny naďalej zostáva slabý rast produktivity a nízka inflácia, ktoré spolu obmedzujú priestor pre ďalšiu akceleráciu európskych ekonomík.

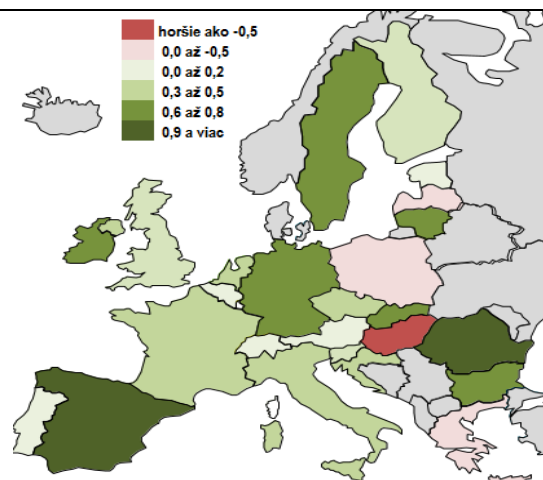
Okolitým krajinám sa bez podpory eurofondov nedarilo

Vývoj v okolitých krajinách bol neočakávane slabý. Maďarsko sa v prvom kvartáli výrazne prepadlo a mierne poklesla aj poľská ekonomika. ČR rástla výrazne pomalšie než v minulom roku. Za vyprchaním rastu stál takmer výlučne pokles investícií.

Rast v eurozóne už nebude zrýchľovať

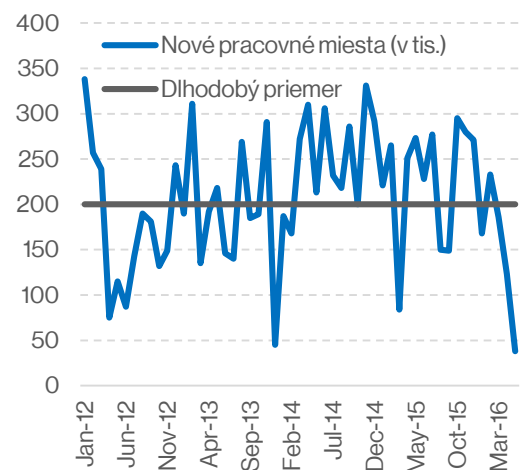
Predstihové indikátory naznačujú, že tempo rastu eurozóny bude stagnovať prípadne mierne spomaliť. Rast eurozóny aj Nemecko zostane v tomto roku pod hranicou dvoch percent. Poľsko a Maďarsko sa v najbližšom období vrátia k rastu. Ekonomika ČR bude ďalej expandovať. Rizikom zostáva vývoj v globálnej ekonomike a eskalácia inštitucionálnych problémov v eurozóne.

Graf 3: Medzikvartálny rast HDP v krajinách EÚ



Zdroj: Eurostat, IFP

Graf 4: V USA prestali pribúdať pracovné miesta



Zdroj: NBER, IFP

Mierne zníženie rastu v zahraničí v tomto roku

Odhad hospodárskeho rastu hlavných obchodných partnerov Slovenska bol oproti predchádzajúcej prognóze v tomto roku mierne znížený. Rovnako predikcia vývoja zahraničného dopytu u našich európskych partnerov bola znížená. Ku korekcii sme pristúpili hlavne s prihliadnutím k vývoju v okolitých krajinách (ČR, Poľsko a Maďarsko). Predpoklady týkajúce sa externého dopytu vychádzajú z prognózy OECD a EK korigovanej vývojom pozorovaným v prvom kvartáli 2016¹ a veľmi krátkou prognózou (nowcastingom) vývoja eurozóny. Predpoklady prognózy pokrývajúce vývoj externého prostredia, úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na informáciách dostupných ku koncu mája 2016.

¹Pre vybrané krajiny vrátane údajov za prvý kvartál 2016.

Tabuľka č. 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2016 až 2019

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti jan. 2016					Import (% rast)					Rozdiel oproti jan. 2016				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
Najvýzn. obch. partneri SR	2,2	1,9	2,1	2,0	1,9	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	5,7	5,2	5,0	4,5	4,5	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0
z toho eurozóna*	1,6	1,7	1,7	-	-	0,0	-0,1	0,0	-	-	4,5	3,7	4,5	-	-	0,0	-0,3	0,1	-	-
Nemecko	1,7	1,6	1,6	-	-	0,0	-0,2	-0,1	-	-	5,3	4,5	5,2	-	-	0,0	-0,6	0,2	-	-
Česká rep.	4,2	2,5	2,7	-	-	0,0	-0,2	-0,1	-	-	8,2	6,5	5,9	-	-	0,0	-0,7	-0,4	-	-
Poľsko	3,4	3,0	3,4	-	-	0,0	-0,3	0,0	-	-	4,9	6,4	6,5	-	-	0,0	-0,5	-0,2	-	-
Maďarsko	2,6	2,0	2,5	-	-	0,0	-0,5	0,0	-	-	6,9	5,0	5,1	-	-	0,0	-0,2	0,4	-	-

*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: OECD, Bloomberg, IFP

Rovnomerná štruktúra rastu v roku 2016 | **Slovenská ekonomika si v tomto roku opäť pripíše viac ako 3%-ný nárast.** Ekonomický rast bude rovnomerne ťahaný domácim aj zahraničným dopytom. Prvý kvartál priniesol zmiernenie rastu, pod ktoré sa podpísal slabší výsledok investícií a exportu. Investície si v tomto roku nezopakujú vlnajší dvojciferný nárast. **Výpadok z pomalšieho čerpania EÚ fondov však v plnej miere vykompenzujú investície v súkromnom sektore** s podporou automobiliek (JLR, VW a PSA) a výstavby bratislavského obchvatu D4/R7. Silný záver roka ovplyvnil horší výkon exportu v prvom kvartáli, ktorý bol však iba dočasného charakteru.

Rast spotreby domácností na 8-ročnom maxime | **Spotreba domácností si v tomto roku polepší najviac od roku 2008.** Slovenským domácnostiam naďalej praje pozitívny vývoj na trhu práce a klesajúce ceny. Aj napriek tomu vývoj spotreby domácností v úvode roka „len“ kopíroval slušné rasty z predchádzajúcich kvartálov. Tempo miňania domácností tak nedosiahne rast hrubých disponibilných príjmov ani v tomto roku a miera úspor bude pokračovať v rastúcom trende.

Rast ekonomiky bude postupne akcelerovať | **V roku 2017 rast ekonomiky zrýchli na 3,7 percenta.** Zlepší sa exportná výkonnosť aj investičná aktivita, ťahaná pokračujúcou výstavbou závodov JLR, VW a D4/R7. Pozvoľný návrat inflácie spomalí rast reálnych miezd, čo zvoľní tempo miňania domácností. **V nasledovnom období sa očakáva postupné zrýchľovanie ekonomického rastu na 4,1% v roku 2018 a 4,6% v roku 2019.** Nábeh výroby v závodoch JLR a VW prinesie impulz do exportu. Zmierni sa tempo investícií, najmä kvôli odznievajúcim jednorazovým faktorom v automobilovom priemysle, no v roku 2018 mierne poklesnú aj verejné investície. Na druhej strane, uvoľnená menová politika podporí úverové financovanie, čo priblíži dynamiku jadrových investícií² k potenciálnemu rastu. Rast spotreby domácností mierne predbehne rast disponibilného dôchodku s predpokladom pozvoľného poklesu miery úspor.

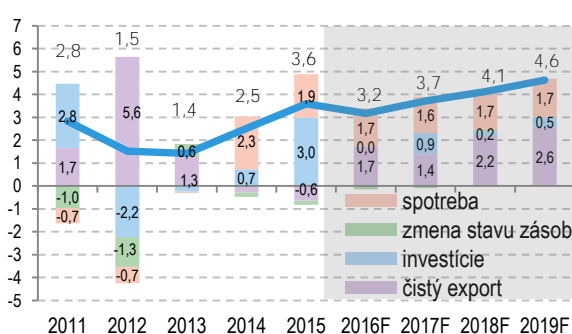
² Investície očistené o verejný sektor a jednorazové faktory.

PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (jún 2016)

ukazovateľ	skutočnosť									
		2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
(rast v % ak nie je uvedené inak)										
Hrubý domáci produkt										
HDP, s.c.	3,6	3,2	3,7	4,1	4,6	0,0	0,1	0,0	0,0	
HDP, b.c. (mld. €)	78,1	80,4	84,4	89,4	95,5	-0,2	-0,4	-0,8	-0,9	
Súkromná spotreba, s.c.	2,4	3,1	2,4	2,7	2,9	-0,1	-0,2	0,0	0,0	
Súkromná spotreba, b.c.	2,2	2,7	3,7	4,5	5,0	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	
Vládna spotreba	3,4	0,2	1,7	1,3	1,2	0,8	-0,4	0,0	0,4	
Fixné investície	14,0	0,1	4,1	0,9	2,0	-0,8	2,7	0,0	0,0	
Export tovarov a služieb	7,0	4,2	6,0	7,5	8,5	-0,7	-0,1	0,0	0,0	
Import tovarov a služieb	8,2	2,5	5,0	5,8	6,6	-1,1	0,4	0,0	0,0	
Trh práce										
Zamestnanosť (registrovaná)	2,1	1,7	1,0	1,1	0,9	0,4	0,1	0,0	0,0	
Mzdy, nominálne	2,9	3,2	4,3	4,5	5,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	
Mzdy, reálne	3,3	3,4	3,0	2,7	2,9	0,3	0,1	0,2	0,0	
Miera nezamestnanosti	11,5	9,7	8,7	7,5	6,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	
Inflácia										
CPI	-0,3	-0,3	1,3	1,8	2,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	

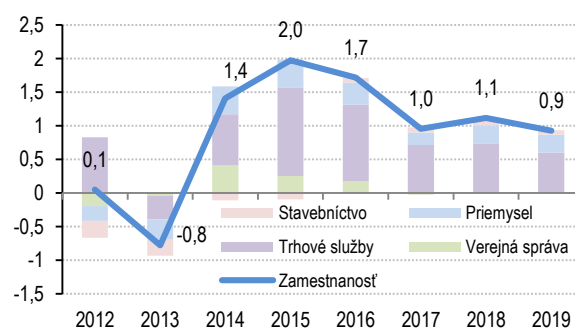
Zdroj: SÚ SR, IFP

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



Zdroj: SÚ SR, IFP

Graf 6: Príspevky odvetví k rastu zamestnanosti (v p.b.)



Zdroj: IFP

Miera nezamestnanosti dosiahne jednocifernú hodnotu už v tomto roku

Trh práce bude pokračovať v tomto roku v robustnom raste 1,7 %, keď pribudne v ekonomike až 39 tisíc pracovných miest. Zamestnanosť bude rásť vo všetkých sektoroch, predovšetkým však v trhových službách. Po dlhých rokoch sa k rastu vráti aj sektor stavebníctva. V ďalších rokoch očakávame pokračovanie solídneho rastu zamestnanosti okolo 1 %, s vrcholom v roku 2018 vďaka novým kapacitám v automobilovom priemysle. **Miera nezamestnanosti v tomto roku klesne na úroveň 9,7% a prvýkrát od krízy dosiahne jednociferné číslo.**

Priemerná nominálna mzda dosiahne v tomto roku 911 eur

Priemerná nominálna mzda v hospodárstve by mala v roku 2016 rásť tempom 3,2 % a dosiahnuť 911 eur. Zo sektorového hľadiska očakávame v tomto roku vysoký rast miezd (nad 4 %) vo verejnom sektore, priemysle aj stavebníctve. Naopak mzda porastie pomalšie v sektore služieb a prehĺbi sa tak rozdiel voči ostatným sektorom pozorovaný aj v minulom roku. **Reálne mzdy opäť porastú vysokým tempom vyše 3 % medziročne,** a to aj vďaka nízkoinflačnému prostrediu. Dynamika miezd bude až do roku 2018 predbiehať produktivitu práce.

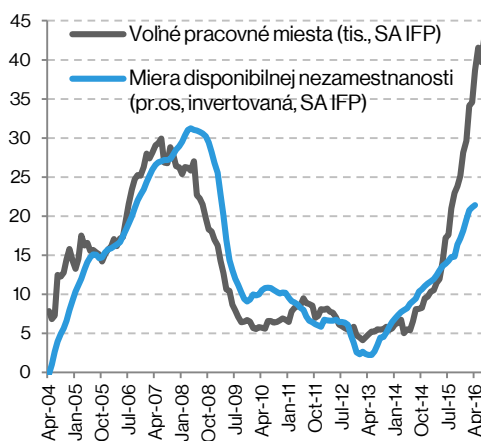
Ceny porastú až v závere roka

Priemerná inflácia si zopakuje minuloročnú zápornú hodnotu. V závere roka však očakávame prechod inflácie do kladných čísel. K tomuto návratu by malo prispieť postupné zotavovanie cien ropy. Od začiatku tohto roka pozorujeme mierny medzimesačný rast aj u cien agrokodit (FAO index), no tento rast sa zatiaľ neprejavil v dynamike slovenských cien. Ceny energií budú mať aj naďalej tlmiaci efekt na infláciu, keďže od júla zaplatíme za plyn opäť menej.

V najbližších rokoch potiahnu infláciu potraviny a služby

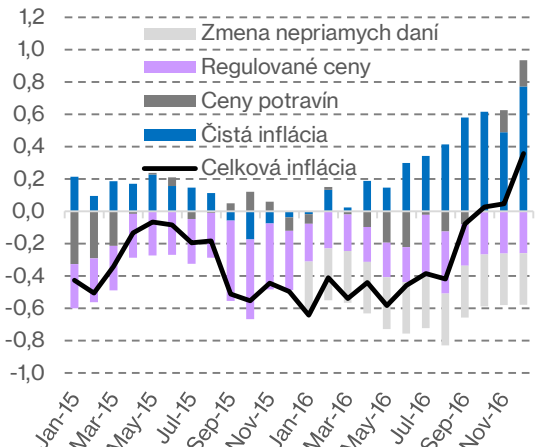
V nasledujúcich rokoch ceny potravín zrýchlia svoj rast. Zrýchľovať by mali tiež ceny trhových služieb a obchodovateľných tovarov. Začiatkom roka 2017 očakávame ďalší pokles cien energií na základe vývoja cien futures kontraktov. Ku koncu prognózovaného obdobia by sa inflácia mala priblížiť k želannej 2 % úrovni.

Graf 7: Vývoj voľných pracovných miest a disponibilnej nezamestnanosti (s 3-mesačným s príspevkami jednotlivých zložiek (v p.b.) oneskorením)



Zdroj: ÚPSVAR, IFP

Graf 8: Vývoj a prognóza inflácie spolu a disponibilnej nezamestnanosti (s 3-mesačným s príspevkami jednotlivých zložiek (v p.b.) oneskorením)



Zdroj: ŠÚSR, IFP

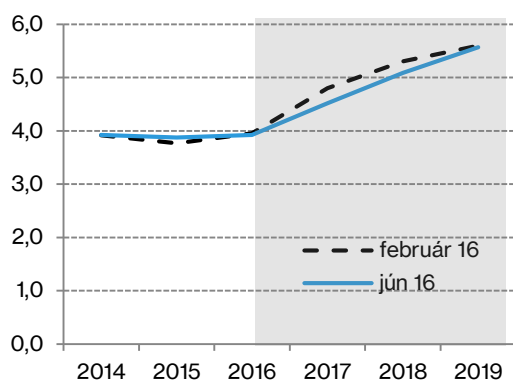
Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené

Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené. Kľúčovým novým negatívnym rizikom je reálna možnosť Brexit-u. Riziko predstavujú aj slabé výsledky z amerického trhu práce, možné prehĺbenie recesie v rozvíjajúcich sa krajinách a eskalácia problémov v eurozóne (migračná kríza, eskalácia konfliktu na Ukrajine a situácia v Grécku). **Pozitívnym rizikom** v externom prostredí je oneskorený, no umocnenejší vplyv QE na investície a spotrebu domácností v eurozóne. V domácom prostredí je pozitívnym rizikom zmena správania spotrebiteľov. Čiastočné rozpustenie aktuálnych rekordných úrovní úspor by zrýchliło rast spotreby slovenských domácností. Na trhu práce môže prehrievanie priniesť dodatočný tlak na rast miezd v súkromnom sektore.

Nižšia inflácia brzdí rast daňových základní

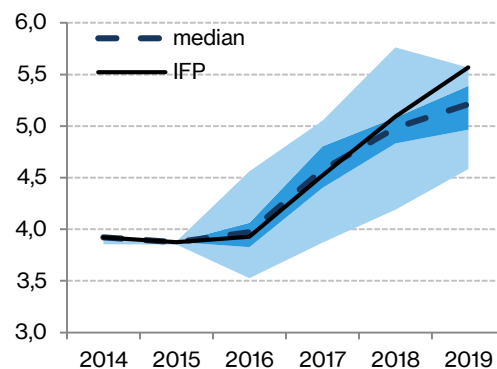
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je negatívny na celom horizonte prognózy. Pozitívny vplyv na rast daňových základní z lepšieho vývoja na trhu práce vo všetkých rokoch je prevážený pomalším cenovým vývojom, čo znižuje rast všetkých nominálnych ekonomických indikátorov. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 23. júna 2016.

Graf 9: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní s predchádzajúcou prognózou



Zdroj: IFP

Graf 10: Porovnanie prognóz vážených základní³ pre rozpočtové príjmy s členmi výboru



Zdroj: IFP, Eurostat

Prognózu považujú za realistickú všetci členovia Výboru

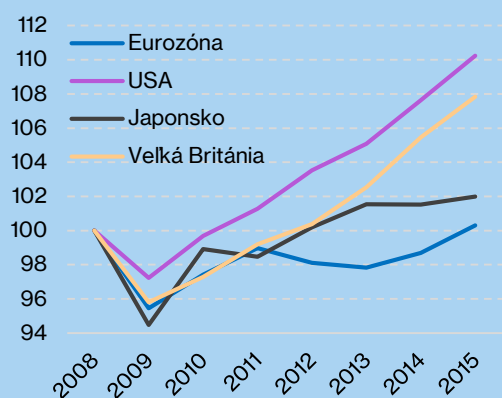
Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 15. júna 2016. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola **všetkými členmi Výboru** (NBS, SAV, ČSOB, Infostat, SLSP, Tatrabanka, Unicredit, VÚB a Sberbank) **charakterizovaná ako realistická**. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

³ 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: Nízka produktivita a rast ekonomiky

Svetová ekonomika zažíva historicky jedno z najpomalších pokrizových zotavení (graf 11). HDP v niektorých krajinách eurozóny dokonca neprekonal ani úroveň z roku 2007 a jeho rast výrazne zaostáva za predkrízovým trendom. Medzinárodné inštitúcie ako OECD a MMF identifikovali jadro problému v nízkom raste produktivity (graf 12). OECD aj MMF varujú, že dlhodobé nízke rast produktivity môže podkopať schopnosť štátov znížiť verejné dlhy a ohroziť sociálnu súdržnosť⁴.

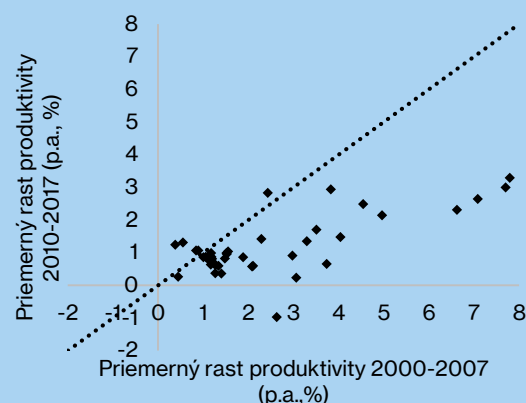
Graf 11: HDP po kríze rastie len pomaly



Index 2008 = 100

Zdroj: Eurostat

Graf 12: Rast produktivity väčšiny vyspelých ekonomík spomalil (OECD+ EÚ)



Zdroj: Ameco

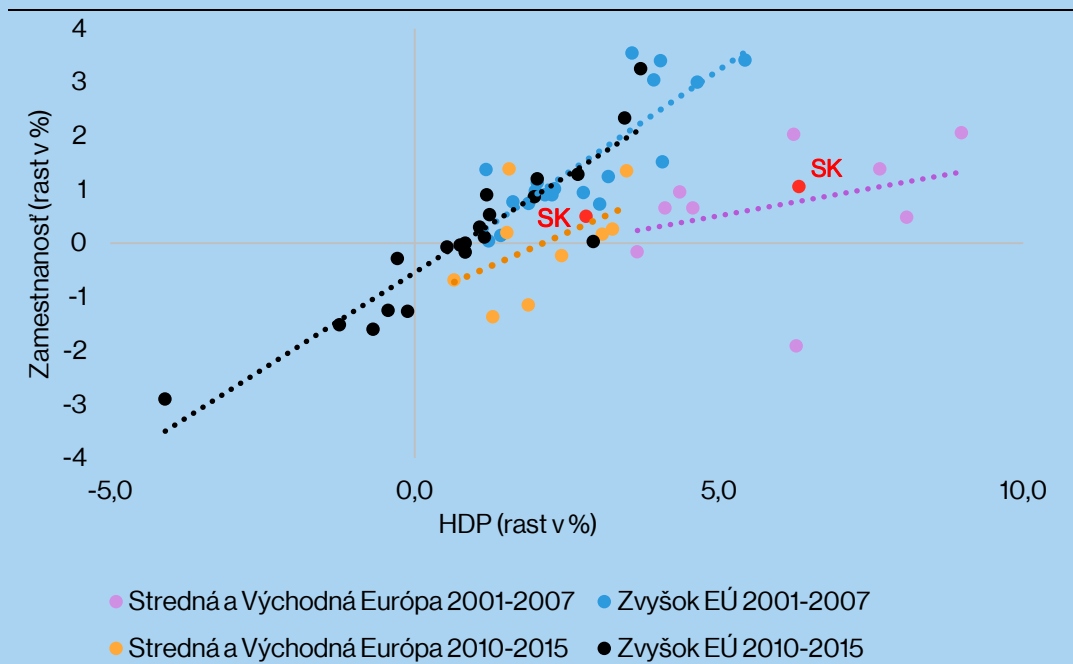
Príčiny slabej produktivity a pomalého rastu HDP môžu byť dve. Jadrom problému môžu byť štrukturálne prekážky: starnutie populácie, rigidný trh práce, vysoké daňové zaťaženie, atď. Riešením sú v tomto prípade *štrukturálne reformy* ekonomík. Druhou príčinou môže byť naopak slabý agregátny dopyt, ktorého krátkodobé efekty môžu prerásť v prostredí nulových úrokových sadziieb a deflácie až do dlhohodobej stagnácie (z angl. *secular stagnation*). Receptom na rast produktivity je v tomto prípade skôr *uvolnenie menovej a fiškálnej politiky*, čo by s rastom miezd a inflácie prinieslo aj rast ekonomiky. Ambíciou tohto boxu nie je rozhodnúť tento spor, ale len poukázať na zaujímavú skutočnosť.

Vzťah medzi rastom HDP a rastom zamestnanosti (modifikovaný Okunov zákon) sa v krajinách západnej Európy po kríze vôbec nezmenil (graf 13). Navyše, tento vzťah nie je proporčný jedna ku jednej, ale so zmenou rastu HDP o 1 p. b. sa mení rast zamestnanosti len o 0,75 p. b. Výrazné spomalenie ekonomík sa tak po kríze premietlo len do miernejšieho spomalenia rastu zamestnanosti a tým pádom aj do nižšieho rastu produktivity. To naznačuje, že pomalý rast produktivity môže byť skôr *následkom* hospodárskych problémov a nie ich príčinou.

Naopak v konvergujúcich členských krajinách EÚ zo Strednej a Východnej Európy (V4, Slovinsko, pobaltské štáty, Rumunsko a Bulharsko) sa vzťah medzi rastom HDP a zamestnanosti po kríze zmenil výrazne. Kým v období pred krízou prinášal relatívne vysoký rast HDP len mierne zmeny v zamestnanosti, po kríze je tento vzťah vyváženejší. Táto skutočnosť môže byť spôsobená prílevom veľkých vysoko-produktívnych PZI v predkrízovom období, ktoré sú vsúčasnosti zriedkavejšie.

⁴ Pozri de Bromhead, Eichengreen, O'Rourke, 2012: Right-Wing Political Extermism in the Great Depression. NBER

Graf 13: Vzťah medzi rastom HDP a zamestnanosťou v krajinách EÚ



Zdroj: Eurostat, IFP