

19. september 2019

Koniec zlatých časov

Makroekonomická prognóza na roky 2019 – 2022

Branislav Žúdel a Monika Pécsyová

Rast slovenskej ekonomiky v roku 2019 spomalí na 2,4 % v dôsledku zníženia výkonu v eurozóne. Slabšie vyhliadky našich obchodných partnerov stlačia do konca roku nadol dynamiku slovenského trhu práce a tým aj spotrebu domácností. V roku 2020 ekonomika ďalej zmierni tempo rastu na 2,3%, miera nezamestnanosti bude stagnovať a zvyšovanie miezd pribrzdí. Rizikom vývoja zostáva Brexit bez dohody a výraznejšie spomalenie v eurozóne a vo V3.

Ekonomický rast na Slovensku spomalí na 2,4 % v dôsledku spomalenia výkonu eurozóny.

Nepriaznivý vývoj zahraničného dopytu sa premieta do slovenského exportu, ktorý už zaznamenal výpadok v druhom kvartáli. Ekonomický výkon klesá predovšetkým v Nemecku. Tohtoročný rast bude nižší aj kvôli výraznému spomaleniu spotreby domácností v prvom štvrtroku, zvyšok roka sa bude spotreba vyvíjať v súlade s pomalým výkonom ekonomiky. Investície v prvom polroku ťahal najmä súkromný sektor, v druhom polroku prognóza predpokladá zlepšenie vývoja investícií vo verejnom sektore. Celková vládna spotreba stúpa najmä kvôli zvyšovaniu kompenzácií zamestnancov vo verejnom sektore.

Spomalenie ekonomiky bude pokračovať aj v roku 2020, rast hrubého domáceho produktu dosiahne 2,3%. Z pohľadu štruktúry sa mierne oživí export aj vďaka vplyvom automobilky JLR. Spotreba domácností sa bude vyvíjať v súlade s nižším disponibilným dôchodkom, vládna spotreba bude korigovať predchádzajúci silný rok. Po predchádzajúcom poklese sa produkčná medzera úplne uzavrie.

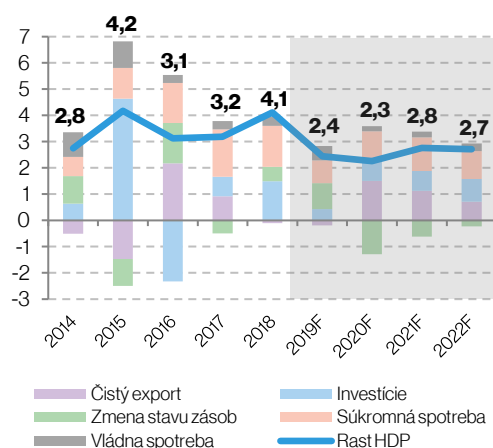
V ďalších rokoch nastane opätovné oživenie ekonomiky, ktorá stúpne mierne nad svoj potenciál. Export porastie rýchlejšie ako zahraničný dopyt vďaka pozitívnemu príspevku JLR. S blížiacim sa záverom tretieho programového obdobia čerpania eurofondov budú zrýchľovať celkové investície aj vládna spotreba. Spotreba domácností zrýchli aj vďaka znižovaniu vysokej miery úspor.

Výrazné spomalenie zahraničného dopytu...

... sa preniesie do domácej ekonomiky

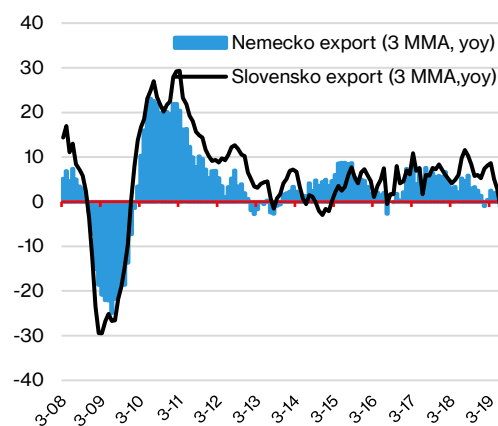
V posledných rokoch nám pomôžu eurofondy

Graf 1: Príspevky jednotlivých zložiek k rastu HDP (v p.b.)



Zdroj: IFP

Graf 2: Export tovarov Slovenska v 2Q prepadol podobne ako export Nemecka (%)



Zdroj: Eurostat, IFP



PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (september 2019)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2018	prognóza				rozdiel oproti jún 2019			
		2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021
Hrubý domáci produkt									
HDP, s.c.	4,1	2,4	2,3	2,8	2,7	-1,1	-1,1	-0,4	0,0
HDP, b.c. (mld. €)	90,2	94,6	98,6	103,5	108,8	-1,2	-2,9	-3,7	-4,0
Súkromná spotreba, s.c.	3,0	1,7	2,1	2,5	2,1	-0,5	-0,6	0,2	0,1
Súkromná spotreba, b.c.	5,4	4,0	4,2	4,7	4,5	-0,8	-1,1	0,0	0,0
Vládna spotreba	1,9	3,1	1,1	1,3	1,7	1,7	-0,2	-0,2	0,1
Fixné investície	6,8	1,9	3,6	3,3	3,8	-0,3	0,3	-0,1	0,2
Export tovarov a služieb	4,8	2,8	5,3	4,6	4,2	-3,3	-0,6	-0,6	0,1
Import tovarov a služieb	5,3	3,2	4,1	3,8	3,8	-2,3	-1,2	-0,8	0,0
Trh práce									
Zamestnanosť (štat. výkazníctvo)	1,9	1,1	0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3
Mzdy, nominálne	6,2	7,4	4,7	5,1	4,8	0,7	-1,5	-0,2	0,0
Mzdy, reálne	3,6	4,8	2,5	2,9	2,4	0,7	-1,1	0,1	0,0
Miera nezamestnanosti	6,6	5,8	5,8	5,8	5,7	0,1	0,2	0,3	0,4
Inflácia									
CPI	2,5	2,5	2,1	2,2	2,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,1

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Zamestnanosť bude vo zvyšku roka stagnovať

Zamestnanosť sa v tomto roku zvýši o 1,2%, čo predstavuje 30 tisíc nových pracovných miest.

Vysoký rast zamestnanosti odráža najmä silný vývoj v prvom polroku. Zhoršenie vývoja v externom prostredí, najmä v Nemecku, brzdí produkciu na Slovensku. To sa s určitým oneskorením pretaví aj do vývoja na trhu práce. Zároveň vidíme, že očakávaná zamestnanosť v súkromnom sektore klesá už niekoľko mesiacov. Vo zvyšku roka preto predpokladáme stagnáciu zamestnanosti.

Najrýchlejšie porastie zamestnanosť v stavebníctve

Viac než polovicu nových pracovných miest v tomto roku vygeneruje sektor služieb,

zamestnanosť však stúpne vo všetkých sektoroch ekonomiky. Najrýchlejšia dynamika tvorby pracovných miest nastane opäť v stavebníctve. Naopak, exportne orientovaný priemysel doplatí na ochladenie v Nemecku, čo spomalí tvorbu nových pracovných miest v tomto odvetví pod 0,5 %.

Miera nezamestnanosti sa udrží pod 6 % na celom horizonte

V budúcom roku zamestnanosť stúpne o 0,2%. Oživenie ekonomickej aktivity obnoví tvorbu nových pracovných miest už na začiatku roka 2020. V nasledujúcich rokoch sa rast zamestnanosti bude udržiavať blízko rastu pod 0,3 %. **Miera nezamestnanosti dosiahne v tomto roku historické minimum na úrovni 5,8%.** Vo zvyšku prognózovaného obdobia bude stagnovať, pričom v roku 2020 sa mierne zníži na 5,7 %.

Mzdy porastú v budúcom roku pomalšie

Priemerná nominálna mzda sa v tomto roku zvýši o 7,4%, najviac od krízy. Najviac si polepšia zamestnanci vo verejnom sektore, kde sa aj vďaka historickej najvyššej valorizácii plátov dynamika miezd vyšplhá nad 12 %. Mzda v súkromnom sektore sa zvýši podobne ako minulý rok o 6 %. Predpokladáme, že jednorazový vplyv vyplácania odmien v dôsledku zvýšeného uplatnenia daňovo a odvodovo zvýhodnených 13. plátov prispel 1,9 p. b.

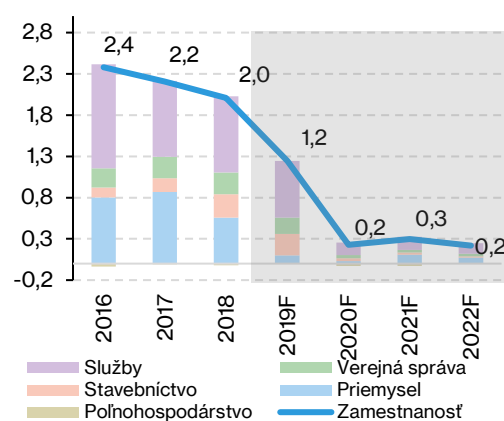


k mimoriadne silnému výsledku za druhý kvartál. Celoročná dynamika však ovplyvnená nebude, keďže sa efekt 13. platu vykompenzuje v závere roka (viac v Boxe 2). **V najbližších rokoch sa tempo rastu miezd zníži pod 5 %.** Spomalenie bude citeľné vo všetkých sektoroch, najviac však v priemysle. Reálna mzda bude rásť pod úrovňou 3 % na celom prognózovanom horizonte.

Stabilná inflácia

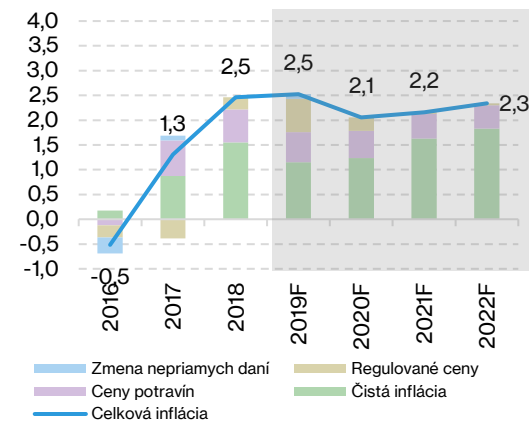
Ceny v tomto roku stúpnu o 2,5 %, podobne ako v minulom. Prehrievanie trhu práce tlačí nahor ceny služieb, ktoré sú aj v roku 2019 hlavným motorom inflačného vývoja. Dynamika cien potravín bude v druhej polovici roka pre bázický efekt stúpať. Regulované ceny rastú najmä pre zvyšovanie cien energií zo začiatku roka, nadol ich však ťahá zavedenie dotácie na obedy v materských školách, ku ktorému sa od septembra pridali aj základné školy. Ceny pohonných hmôt od polovice roka klesajú v reakcii na klesajúcu cenu ropy. Ceny obchodovateľných tovarov odrážajú cenový vývoj v zahraničí.

Graf 3: Príspevky odvetví k rastu zamestnanosti (v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Graf 4: Vývoj a prognóza inflácie spolu s príspevkami jednotlivých zložiek (v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Spomalenie ekonomiky zniží rast cien

Cyklické spomalenie ekonomiky povedie k zníženiu inflácie v ďalších rokoch. Slabší domáci dopyt pomôže zmierniť tlak na rast cien služieb, kým spomalenie v zahraničí zníži infláciu obchodovateľných tovarov. Regulované ceny budú v roku 2020 ovplyvnené očakávaným výrazným nárastom cien elektriny, kým opačným smerom ich budú ťahať lacnejšie obedy na základných školách. S postupným oživením ekonomického rastu sa na strednodobom horizonte očakáva postupný nárast inflácie k úrovni 2,3 %.

BOX 1: Predpoklady externého prostredia

Globálne finančné trhy sú pod tlakom a výnosy dlhopisov v EÚ atakujú historické minimá.

Obavy zo slabnúceho svetového dopytu v kombinácii s nie presvedčivými číslami z reálnej ekonomiky tlačili ceny aktív nadol. Najvýraznejším determinantom však boli opäť obchodné spory medzi USA a Čínou. Kumulácia viacerých negatívnych signálov zvýšila averziu investorov k riziku, čo sa prejavilo transferom zdrojov do bezpečnejších inštrumentov. Záujem sa sústredil predovšetkým na vládne dlhopisy, ktorých výnosovosť v USA aj v Nemecku padla na historické minimá (graf 5).

Centrálne banky v reakcii na vyhliadky spomalenia ekonomického rastu zvažujú podporné opatrenia.

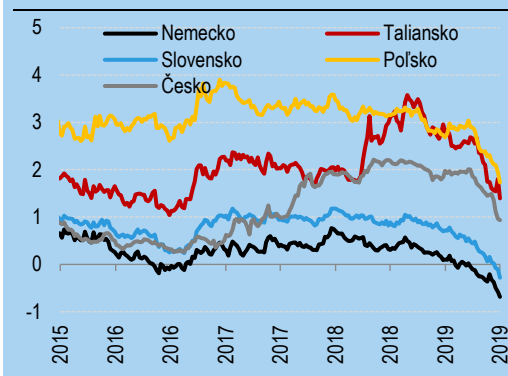
Americký Fed avizoval postupné zníženie kľúčovej úrokovej sadzby v prípade, že by americká ekonomika strácala na dynamike. Momentálne sa javia ako najpravdepodobnejšie dve až tri zníženia úrokovej sadzby do konca roka 2019, čím by sa referenčná sadzba mohla koncom roka ocitnúť na úrovni približne 1,75 %. Tempo spomaľovania európskej ekonomiky je výraznejšie, čo sa prejavilo v podstatne uvoľnenejšom pivate ECB. Predstavitelia centrálnej banky na starom kontinente poukazujú na relatívne široký arzenál nástrojov, ktoré je banka pripravená použiť



v prípade potreby. Do úvahy pripadá obnovenie programu kvantitatívneho uvoľňovania, či zavedenia zápornej úrokovej sadzby na vklady. Centrálna banka zároveň vyjadrila ochotu podporiť komerčné banky, ktorých úrokové marže sú dlhodobo nízko rentabilné.¹ **Ekonomické spomalenie sa prejavuje aj vo výnosových krivkách oboch ekonomík.** Americká výnosová krivka sa prevrátila, čo sa empiricky považuje za indikátor recesie. Európska výnosová krivka sa nielen sploštila, ale sa aj posunula do záporných hodnôt.

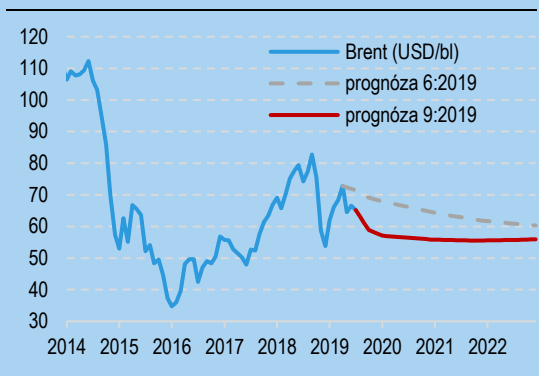
Rýchlejšie spomaľovanie ekonomického výkonu v eurozóne spolu s neistotou okolo Brexitu viedli k oslabeniu eura voči americkému doláru k hodnote 1,1 EUR/USD. Hrozbu zníženia globálnej obchodnej aktivity cítia aj v poklese dopytu po rope, ktorej cena preto klesla k 65 USD za barel (graf 6).

Graf 5: Pokles dlhopisových výnosov



Zdroj: Bloomberg

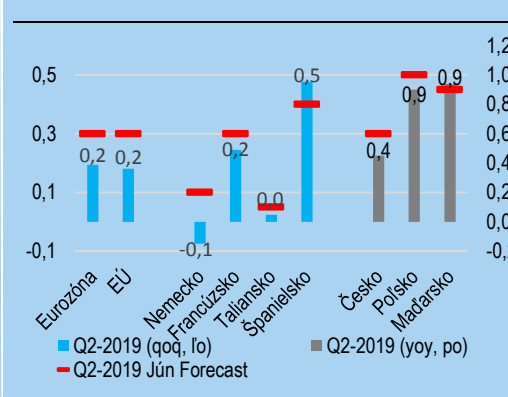
Graf 6: Vývoj cien ropy Brent v USD za barel



Zdroj: Bloomberg

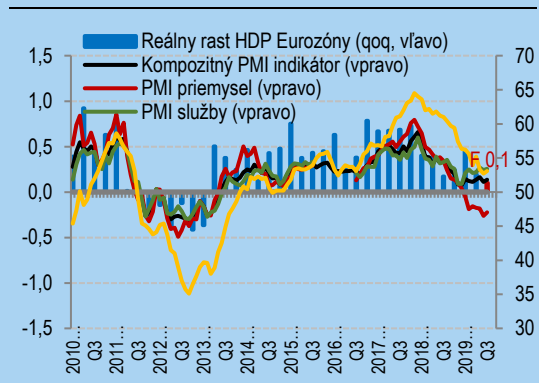
Globálny obchod a svetová ekonomika spomaľuje. Najmarkantnejším dôvodom slabšieho svetového obchodu je obchodný konflikt medzi USA a Čínou. Spomaľovanie aktivity cítia v eurozóne, ktorá v druhom štvrtroku rástla tempom 0,2% medzikvartálne. Pod výpadok sa podpísal zlý výkon v Nemecku, ktorého ekonomika sa v druhom štvrtroku znížila o 0,1% medzikvartálne. Príčinou spomalenia nie je len slabší zahraničný dopyt, ale aj horšie domáce faktory. Obavy pramenia predovšetkým z domáceho automobilového priemyslu, ktorý je motorom ekonomického rastu nie len v Nemecku, ale v celej eurozóne. **Naopak krajiny regiónu V3 ťažili zo silných domácich faktorov.** Dynamická spotreba domácností a investičná aktivita firiem podporená vládnyimi stimulmi v Poľsku a Maďarsku potiahli ekonomiku regiónu aj napriek výpadku externého sektora (graf 7).

Graf 7: Krajiny V3 dosahujú robustné rasty



Zdroj: IFP, Eurostat

Graf 8: Predstihové indikátory v eurozóne upozorňujú na spomalenie ekonomiky



Zdroj: IFP, Markit, EK, Eurostat

¹ ECB 12.9. po uzávierke predpokladov znížila depozitnú úrokovú sadzbu o 0,1 p.b. a spustila kvantitatívne uvoľňovanie v objeme 20 mld. eur mesačne. Zároveň prijala podporné opatrenia pre bankový sektor, aby kompenzovala klesajúce úrokové marže.

Konjunkturálne prieskumy pre eurozónu naznačujú prepád v priemysle, ktorý pramení z vlažnej priemyselnej aktivity v Nemecku (graf 8). Sektor služieb zostáva zatiaľ rezistentný, očakáva sa však, že rastový potenciál služieb dosiahne svoje limity. V treťom štvrtroku 2019 preto očakávame, že ekonomika eurozóny stúpne o 0,1 % medzikvartálne. Pre rok 2019 pristupujeme k revízií HDP a importov smerom nadol u väčšiny významných obchodných partnerov Slovenska s výnimkou Poľska a Maďarska (tabuľka 1). Uzávierka predpokladov vonkajšieho prostredia vrátane úrokových sadzieb, cien komodít a výmenných kurzov bola 27. augusta 2019.

Tabuľka č. 1: Prognóza externého prostredia 2018 – 2022

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti júnu 2019					Import (% rast)					Rozdiel oproti júnu 2019				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
Najvýzn. obch. partneri SR	2,7	2,0	1,9	1,7	1,7	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	4,4	3,5	3,6	3,6	3,7	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2
z toho eurozóna*	1,9	0,9	1,2			0,0	-0,2	-0,2			3,2	2,5	2,8			0,1	-0,4	-0,8		
Nemecko	1,5	0,5	1,1			0,0	-0,2	-0,2			3,4	2,4	2,4			0,0	-0,5	-0,9		
Česká rep.	2,9	2,5	2,3			0,0	-0,1	0,0			5,9	3,3	3,5			-0,1	-0,9	0,0		
Poľsko	5,2	4,5	3,7			0,0	0,1	0,0			7,1	5,6	5,3			-0,1	-0,1	0,0		
Maďarsko	5,0	4,7	3,1			0,0	0,1	0,0			7,1	6,8	5,1			0,0	0,0	0,0		

*vážená eurozóna podľa exportov

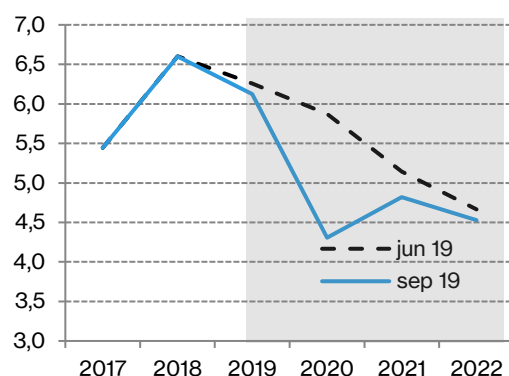
Zdroj: IFP, EK.

Bilancia rizík je naklonená nadol

Bilancia rizík prognózy je naklonená smerom nadol. V externom prostredí je rizikom najmä výraznejšie spomalenie ekonomiky eurozóny, zatváranie produkčnej medzery v krajinách V3, pretrvávajúce obchodných sporov a tvrdý Brexit. V domácom prostredí je negatívnym rizikom silnejšia reakcia trhu práce na spomalenie ekonomiky, čo môže zasiahnuť hlavne súkromnú spotrebu.

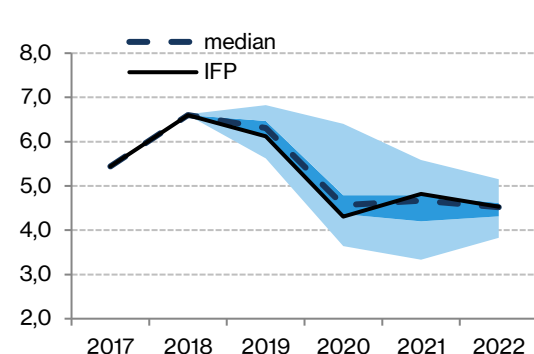
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je negatívny. Pomalší rast daňových základní je výsledkom nižšieho rastu hrubého domáceho produktu, súkromnej spotreby, ale aj výrazného spomalenia trhu práce. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 19. septembra 2019.

Graf 9: Vývoj makroekonomickej základni v porovnaní s predchádzajúcou prognózou



Zdroj: IFP

Graf 10: Porovnanie prognóz vážených základní² pre rozpočtové príjmy s členmi výboru



Zdroj: IFP

² Makroekonomickej 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%.

Strednodobá prognóza makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 11. septembra 2019. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR **bola väčšinou členov Výboru** (ČSOB, Infostat, NBS, SLSP, VÚB, Tatrabanka, Unicredit) **charakterizovaná ako realistická**. Jeden člen označil prognózu ako konzervatívnu (SAV). Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

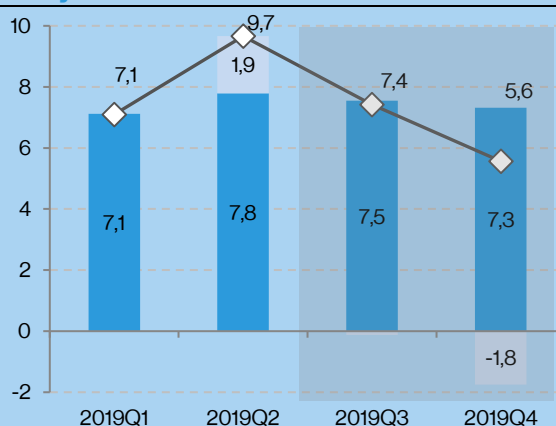
BOX 2: Jednorazový vplyv 13. platov na rast miezd v druhom štvrtroku

K mimoriadne silnému rastu mzdy do značnej miery prispelo sústredenie odmien zamestnancov do druhého kvartálu v dôsledku zavedenia 13. platu. Tento vplyv odhadujeme v druhom kvartáli vo výške 1,9 p. b. avšak predpokladáme, že celoročnú dynamiku mzdy neovplyvní.

Nominálna priemerná mzda v druhom kvartáli tohto roka stúpila o takmer k 10 %, najviac od začiatku roka 2008. Rast výrazne zrýchlil v súkromnom ako aj verejnom sektore. Takmer pätinu z vykázaneho rastu mzdy však vysvetľuje vyplatenie odmien spojené so zavedením 13. platu.

Daňovo a odvodovo zvýhodnené 13. platy motivovali zamestnávateľov presunúť značnú časť odmien z celého roka do mája. Počet zamestnancov, ktorí dostali 13. plat sa medziročne zvýšil 15-násobne. Zároveň však priemerná odmena v máji výrazne presiahla oslobodených 500 eur. Vplyv mimoriadne vyplatených odmien odhadujeme vo výške 1,9 p. b. Jednorazový faktor 13. platov by však ovplyvniť celoročný rast miezd nemal, keďže predpokladáme, že ide len o posun vyplácania v čase a pozitívny efekt z druhého kvartálu sa negatívne vykompenzuje v závere roka.

Graf 11: Príspevok jednorazového vplyvu 13. platu na medziročný rast miezd v 2019



Zdroj: IFP