

19. jún 2019

Spomalenie v eurozóne pocíti aj Slovensko

Makroekonomická prognóza na roky 2019 – 2022

Branislav Žúdel a Ján Šilan

Rast slovenskej ekonomiky v roku 2019 zvolní na 3,5 % v dôsledku spomalenia výkonu eurozóny. Tlak zo slabšieho externého prostredia sa preniesie aj do nižšej spotreby domácností. Tento negatívny trend bude tlmený exportom slovenských automobiliek. V roku 2020 ekonomika ďalej zmierni tempo rastu a nasýtený trh práce zníži tvorbu pracovných miest. Rizikom vývoja zostáva Brexit bez dohody, tvrdé pristátie v eurozóne a protekcionizmus vo svetovom obchode.

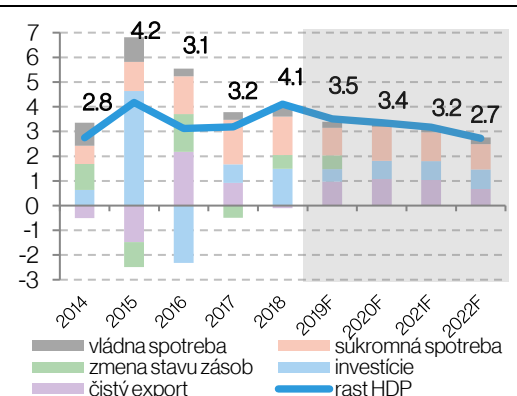
Ekonomický rast na Slovensku zvolní na 3,5 % v dôsledku spomalenia výkonu eurozóny.

Nepriaznivý vývoj zahraničného dopytu sa dotkne citlivých bodov Slovenska. Ekonomický výkon klesá predovšetkým v Nemecku a trpia najmä tamojšie automobilky. Výroba automobilov na Slovensku však stúpa a pokračujúci nábeh výroby vo VW a JLR kompenzuje negatívne vplyvy. Aktuálny vývoj tak pripomína obdobie rokov 2012 a 2013, keď nová produkcia vo VW podržala export aj napriek spomaleniu v EÚ. Tohtoročný rast bude nižší aj kvôli zakopnutiu spotreby domácností v prvom štvrtroku, ktoré môže súvisieť so zhoršeným ekonomickým sentimentom. Tvorba investícií bude nižšia ako v uplynulom roku ovplyvnenom jednorazovou investíciou JLR.

V roku 2020 sa rast ekonomiky ešte mierne spomalí na 3,4 %. Z pohľadu štruktúry potiahne výkon najmä súkromná spotreba a export. Spotreba domácností zrýchli vďaka rýchlo rastúcim mzdám a kvôli miernemu poklesu vysokej miery úspor. Export bude ešte stále ťažiť z novej výroby v JLR, kde sa ku koncu roka očakáva štart produkcie druhého modelu. Investície sa čiastočne zotavia po predchádzajúcom prepade. Vládna spotreba prispeje k tvorbe HDP iba mierne, keďže valorizácia platových taríf sa premietne len do cien vo vládnom sektore.

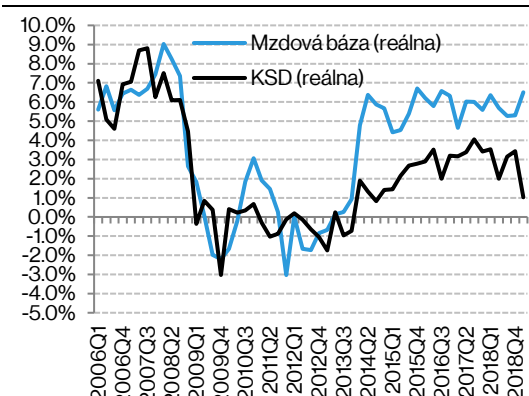
V ďalších rokoch sa výkon ekonomiky priblíži svojmu potenciálu. Nižšia dynamika miezd sa premietne do mierneho spomalenia spotreby domácností, naďalej však pôjde o hlavného ťažníka rastu. Export zvolní, no v roku 2021 stále bude pod vplyvom pozitívneho príspevku automobilky JLR vo forme už naplno rozbehnutej produkcie oboch modelov. S blížiacim sa záverom tretieho programovacieho obdobia budú však zrýchľovať investície.

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



Zdroj: IFP

Graf 2: Rozdiel medzi reálnou mzdovou bázou a konečnou spotrebou domácností



Zdroj: IFP

Spomaľujúca dynamika aj v neistých časoch

Po zakopnutí ožije spotreba domácností

Blížiac sa eurofondová horúčka

PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (jún 2019)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2018	prognóza				rozdiel oproti Jan 2019			
		2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021
Hrubý domáci produkt									
HDP, s.c.	4,1	3,5	3,4	3,2	2,7	-0,5	-0,3	0,0	0,2
HDP, b.c. (mld. €)	90,2	95,8	101,5	107,2	112,8	-0,9	-1,2	-1,3	-1,0
Súkromná spotreba, s.c.	3,0	2,2	2,7	2,3	2,0	-1,1	-0,2	0,1	0,3
Súkromná spotreba, b.c.	5,4	4,8	5,3	4,7	4,5	-1,2	0,0	0,0	0,4
Vládna spotreba	1,9	1,4	1,3	1,5	1,6	-0,4	-0,4	0,5	0,4
Fixné investície	6,8	2,2	3,3	3,4	3,6	0,3	0,4	0,3	0,0
Export tovarov a služieb	4,8	6,1	5,9	5,2	4,1	-0,8	-0,2	0,0	0,0
Import tovarov a služieb	5,3	5,5	5,3	4,6	3,8	-0,4	0,0	0,1	0,0
Trh práce									
Zamestnanosť (štat. výkazníctvo)	1,9	1,2	0,7	0,6	0,5	0,1	-0,1	0,0	0,0
Mzdy, nominálne	6,2	6,7	6,2	5,3	4,8	0,0	-0,1	0,0	0,3
Mzdy, reálne	3,6	4,1	3,6	2,8	2,4	0,1	-0,2	-0,1	0,4
Miera nezamestnanosti	6,6	5,7	5,6	5,5	5,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Inflácia									
CPI	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	-0,1	0,1	0,0	0,0

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Ďalší dobrý rok na trhu práce

V roku 2019 pribudne v ekonomike takmer 30 tisíc pracovných miest, čo zvýši zamestnanosť o 1,2 %. Polovicu rastu vygeneruje sektor služieb. Najrýchlejšie stúpne zamestnanosť v stavebníctve, ktoré nadviaže na vlnu oživenia z vlaňajšieho roka. Naopak, priemysel výraznejšie spomalí tvorbu nových pracovných miest aj v reakcii na ochladenie zahraničného dopytu. V ďalších rokoch sa zmierni dynamika zamestnanosti smerom k 0,5 % v reakcii na spomalenie ekonomického rastu a stagnáciu ekonomicky aktívneho obyvateľstva. Negatívny trend aktívnej populácie bude na trhu práce čiastočne zmiernovať pokračujúca zvýšená participácia zahraničných pracovníkov spolu s vracajúcimi sa Slováckmi zo zahraničia.

Miera nezamestnanosti mieri v tomto roku pod 6 %

Miera nezamestnanosti sa zníži v roku 2019 na 5,7 %. Tempo poklesu počtu ľudí bez práce sa v úvode roka oproti priemeru v posledných dvoch rokoch spomalilo zhruba na polovicu. Podobný vývoj je viditeľný aj pri miere nezamestnanosti podľa ÚPSVaR. Trh práce tak zrejme postupne naráža na svoje limity. Vo zvyšku roka predpokladáme len veľmi mierny úbytok počtu nezamestnaných. Na konci prognózovaného horizontu poklesne miera nezamestnanosti na úroveň 5,3 %.

Rast miezd vystrelí k 7 %

Rast priemernej nominálnej mzdy v ekonomike v roku 2019 akceleruje ku 6,7 %. Najviac si polepšia zamestnanci vo verejnom sektore, kde sa vďaka valorizácii platov dynamika miezd vyšplhá nad 9 %. Mzda v súkromnom sektore si udrží dynamiku z minulého roka na úrovni 6 %. V nasledovných rokoch sa nožnice medzi rastom priemernej mzdy v ekonomike a produktivity práce postupne uzavru. **Reálna mzda sa v tomto roku zvýši o 4,1**

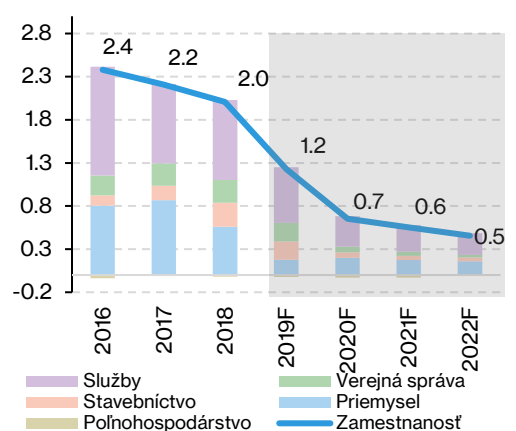


Stabilná inflácia

% V ďalších rokoch sa bude zvyšovať pomalšie a na konci prognózovaného horizontu by mala reálna mzda vzrásť o 2,4 %.

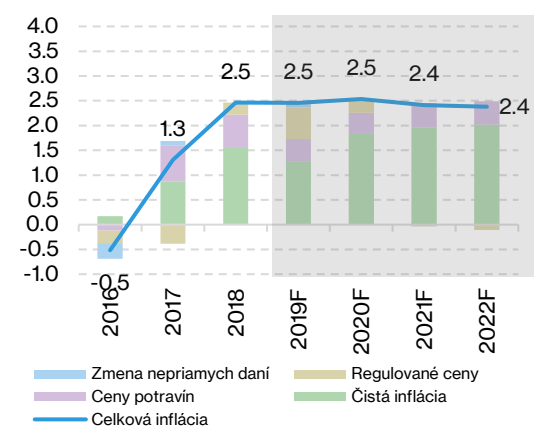
Ceny v tomto roku stúpnu o 2,5 %, podobne ako v minulom. Prehrievanie trhu práce tlačí nahor ceny služieb, ktoré budú aj v roku 2019 hlavným motorom inflačného vývoja. Dynamika cien potravín v druhej polovici roka zrýchli pre vyprchanie bázického efektu zo silných rastov na začiatku roka 2018. Regulované ceny stúpajú najmä pre zvyšovanie cien energií zo začiatku roka, nadol ich však ťahá zavedenie obedov zdarma v materských školách, ku ktorému sa od septembra pridajú aj základné školy. Ceny pohonných hmôt budú v druhej polovici roka klesať v reakcii na klesajúcu cenu ropy. Ceny obchodovateľných tovarov vzrastú zrkadlovo s cenovým vývojom 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

Rast cien stále ťahá prehrievanie ekonomiky

V ďalších rokoch bude inflácia o niečo miernejšia. V roku 2020 by mali regulované ceny vzrásť najmä pre očakávaný výrazný nárast ceny elektriny. Opačným smerom budú pôsobiť obedy zdarma na základných školách. Rast cien služieb bude odrážať pokračujúce prehrievanie trhu práce a s ním spojený mzdový vývoj. Dynamika cien služieb udrží celkovú infláciu na strednodobom horizonte na úrovni 2,4 %.

BOX 1: Predpoklady externého prostredia

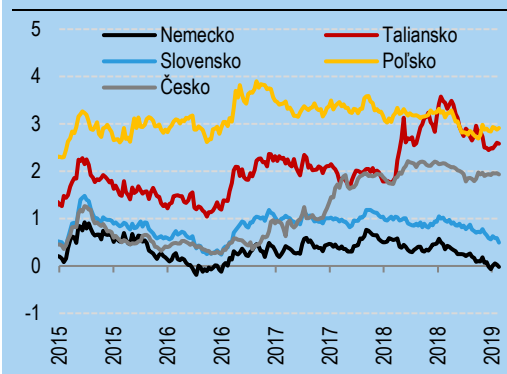
V prvom štvrtroku sa globálne akciové trhy čiastočne revitalizovali po prepadoch zo záveru minulého roka. Po výmene nepriaznivých signálov medzi Washingtonom a Pekingom však zasiahla akciové trhy ďalšia vlna výpredajov. Investori prehodnotili svoje preferencie k riziku a transferovali finančné prostriedky do bezpečnejších vládnych dlhopisov, čo sa prejavilo vo vyššej cene dlhových inštrumentov a v poklese výnosov. **Výnos nemeckého 10-ročného vládneho dlhopisu sa tak ocitol v záporných hodnotách** (graf 5), ktoré koncom mája atakovali historické minimá z roku 2016.

Centrálne banky v reakcii na slabší výhľad svetovej ekonomiky naznačili silnejší holubičí pivot. Americký Fed odložil svoj program uťahovania monetárnej politiky. Kľúčová úroková sadzba sa tak do konca roka 2019 veľmi pravdepodobne zníži zo súčasnej úrovne 2,5 %. ECB oznámila krátko po ukončení svojho programu kvantitatívneho uvoľňovania, že zvažuje ďalší program nákupu aktív TLTRO a opäť oddialila prvé zvýšenie kľúčovej úrokovej sadzby. **Ekonomické spomalenie naznačujú aj výnosové krivky v Amerike a eurozóne.** Kým americká výnosová krivka sa ešte výraznejšie prevrátila na svojom krátkom začiatku, výnosová krivka eurozóny sa sploštila. Empirická skúsenosť naznačuje, že negatívny sklon výnosovej krivky je pomerne spoľahlivým indikátorom blížiaceho sa ekonomického spomalenia.



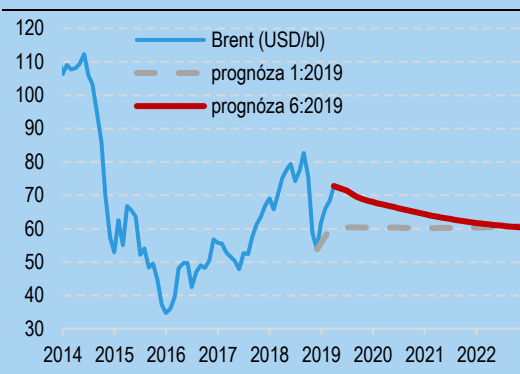
Pokles ekonomického výkonu v eurozóne viedol k oslabeniu eura k hodnote 1,11 EUR/USD. Hrozba protiiránskych sankcií spolu s obmedzením produkcie organizáciou OPEC prispeli k rastu ceny ropy nad 70 USD za barel (graf 6). Zvýšenie zásob suroviny spolu so slabnúcim dopytom vytvárajú predpoklady pre pokles ceny ropy v krátkodobom horizonte.

Graf 5: Pokles dlhopisových výnosov



Zdroj: Bloomberg

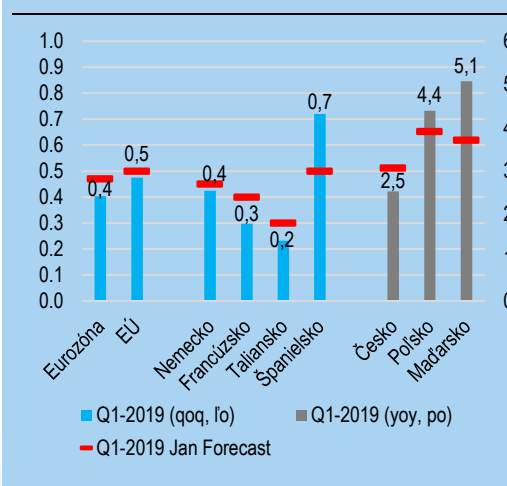
Graf 6: Vývoj cien ropy Brent v USD za barel



Zdroj: Bloomberg

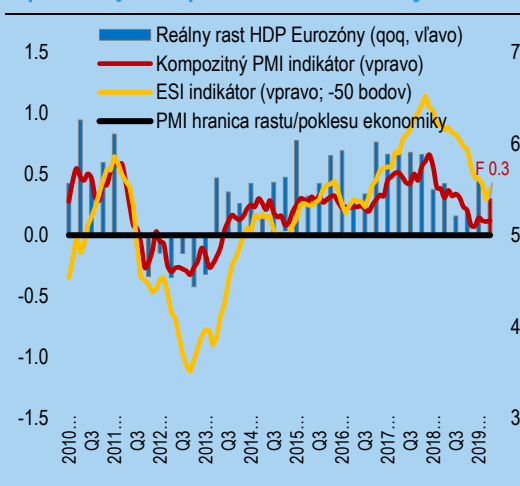
Výkon globálnej ekonomiky sa v prvom polroku spomalil. Primárnym faktorom ochladenia sú obchodné konflikty medzi USA a Čínou. V ich dôsledku sa zvyšuje miera neistoty a znižuje investičná aktivita na globálnej úrovni. Negatívny vplyv sa prejavil v americkej aj čínskej ekonomike. **Spomedzi veľkých ekonomík však najvýraznejšie spomalila dynamika v eurozóne,** ktorá v prvom štvrtroku rástla tempom 0,4 % medzikvartálne. Pod výpadok sa okrem zahraničného dopytu podpísal aj prepad v automobilovom priemysle v Nemecku, ktorý sa rozšíril aj do ostatných sektorov a okolitých krajín. Nízkym tempom rástlo Taliansko, ktoré na rozdiel od väčšiny krajín čelí poklesu domácej spotreby a zníženej investičnej aktivity. Podporným faktorom ostávajú silné trhy práce, rast miezd a tvorba nových pracovných pozícií. **Vlažný výkon eurozóny kompenzovali krajiny regiónu V3,** kde predovšetkým Maďarsko a Poľsko dosahujú mimoriadne robustné rasty (graf 7). Ekonomický rast v Spojenom kráľovstve dosiahol v prvom štvrtroku 0,5 % aj napriek neistote súvisiacej s Brexitom.

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

Konjunkturálne prieskumy pre eurozónu aj Nemecko naznačujú pomalý, no pozitívny rast ekonomiky (graf 8). V druhom štvrtroku 2019 preto očakávame, že ekonomika eurozóny stúpne o 0,3 % 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 28. mája 2019.

Tabuľka č. 1: Prognóza externého prostredia 2018 – 2022

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti januáru 2019					Import (% rast)					Rozdiel oproti januáru 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	2,8	2,1	2,1	1,8	1,7	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	4,9	4,1	4,0	3,9	3,9	0,4	-0,1	-0,2	0,0	0,0
z toho eurozóna*	1,9	1,1	1,4			0,0	-0,5	-0,1			3,1	2,9	3,6			0,2	-0,4	-0,3		
Nemecko	1,5	0,7	1,3			0,0	-0,7	-0,2			3,4	2,9	3,3			0,1	0,0	-0,5		
Česká rep.	2,9	2,6	2,3			0,0	-0,1	-0,3			6,0	4,2	3,5			0,4	0,0	-0,3		
Poľsko	5,2	4,4	3,7			0,1	0,9	0,4			7,2	5,7	5,3			0,7	-0,2	0,4		
Maďarsko	5,0	4,6	3,1			0,3	1,1	0,1			7,1	6,8	5,1			0,1	0,5	0,2		

*vážená eurozóna podľa exportov

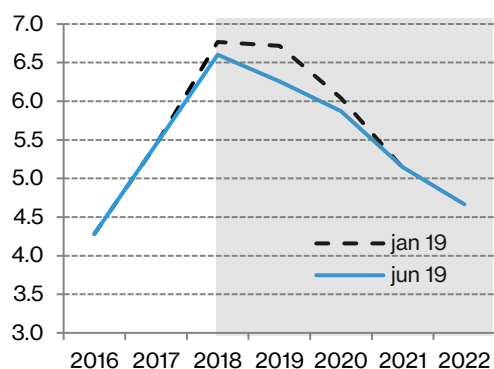
Zdroj: IFP, EK.

Bilancia rizík je naklonená nadol

Bilancia rizík prognózy je naklonená nadol. V externom prostredí prevládajú negatívne riziká, najmä výraznejšie spomalenie ekonomiky eurozóny, stupňujúci sa protekcionizmus v medzinárodnom obchode a tvrdý Brexit. V domácom prostredí je pozitívnym rizikom prípadná korekcia výpadku spotreby domácností zo začiatku roka, rovnako balíček opatrení vlády by vplýval na ekonomiku nad rámec predpokladov aktuálne zahrnutých v prognóze. Negatívne dôsledky môže mať silnejšia reakcia trhu práce na spomalenie výkonu eurozóny.

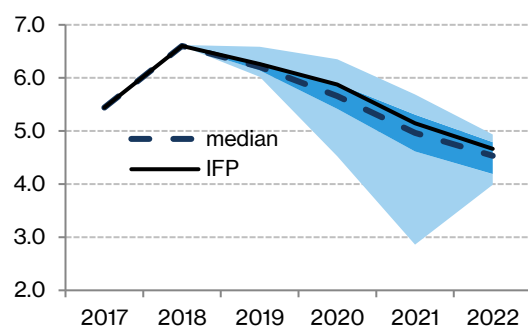
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je negatívny. Pomalší rast daňových základní je výsledkom nižšieho rastu HDP, ale aj daňovo menej výživnej štruktúry tohto rastu. Najvýznamnejším faktorom je zníženie dynamiky spotreby domácností v dôsledku jej nečakaného výpadku v prvom štvrťroku. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 20. júna 2019.

Graf 9: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní s predchádzajúcou prognózou



Zdroj: IFP

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



Zdroj: IFP

Strednodobá prognóza makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 12. júna 2019. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR **bola väčšinou členov Výboru (ČSOB, Infostat, NBS, SAV, SLSP, VÚB) charakterizovaná ako realistická.** Dvaja členovia označili prognózu ako optimistickú (Tatrabanka, Unicredit). Detailná makroekonomická

¹ 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%.

prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

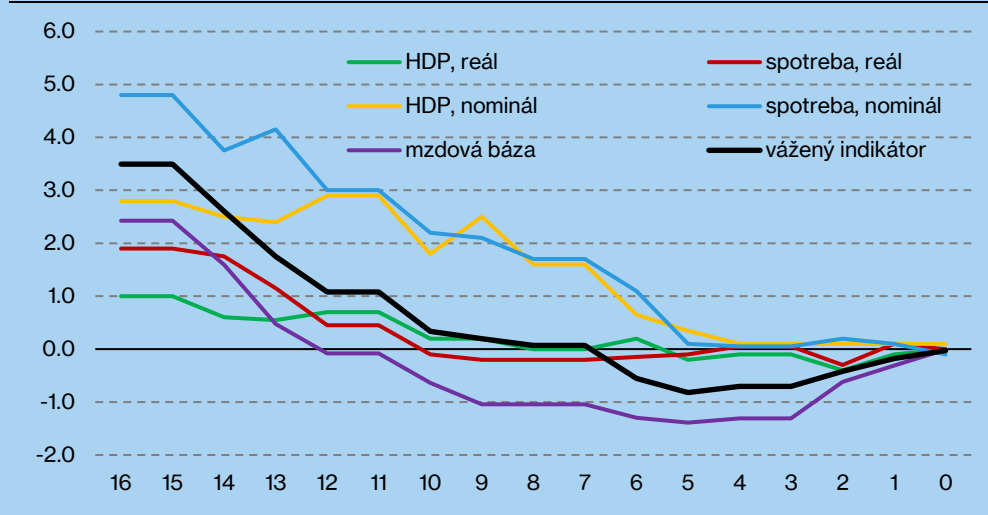
BOX 2: Pohľad na úspešnosť prognóz IFP

Odhady väčšiny relevantných makroekonomických indikátorov na jeden rok dopredu neboli v prognózach IFP vychýlené. Výnimkou boli indikátory z trhu práce. Rast miezd a zamestnanosti bol podhodnotený. S rastúcim časovým horizontom však vychýlenie stúpa nahor. Strednodobé prognózy na štyri roky dopredu sú nadhodnotené o 3,5 p.b..

Odhady väčšiny makroekonomických veličín relevantných pre daňové príjmy neboli v prognózach IFP v rokoch 2004 až 2018 v časovom horizonte 5 a menej štvrťrokov do publikovania skutočnej hodnoty výrazne vychýlené. Výnimkou boli prognózy indikátorov trhu práce: rastu miezd a zamestnanosti. Tie boli v tomto období v prognózach IFP nižšie ako finálna skutočnosť. Vážený indikátor prognózy² tak bol do jedného roka podhodnotený. Jeho mediánová chyba na päť štvrťrokov dopredu bola -0,8 p.b.. S rastúcim časovým horizontom vychýlenie stúpalo smerom nahor. Strednodobé prognózy na štyri roky dopredu boli nadhodnotené o 3,5 p.b..

Vychýlenie prognózy oproti skutočnosti však nebolo rovnaké pre všetky relevantné makrozákładne. Najmenej nadhodnotená bola na strednodobom horizonte stredná hodnota odhadu reálneho HDP. Podobnú odchýlku dosiahla aj prognóza inflácie. Naopak prognóza rastu zamestnanosti bola podhodnocovaná, pričom mediánová chyba bola na celom horizonte prognózy približne 1 p.b. Rast miezd bol podhodnocovaný na krátkom horizonte, kým na tom dlhšom odchýlka stúpala. Najviac nadhodnotené boli prognózy nominálnych veličín: HDP, spotreby a miezd.

Graf 11: Mediánová chyba prognózy makroekonomických základní podľa času do prvého zverejnenia skutočnej hodnoty (2004-2018)

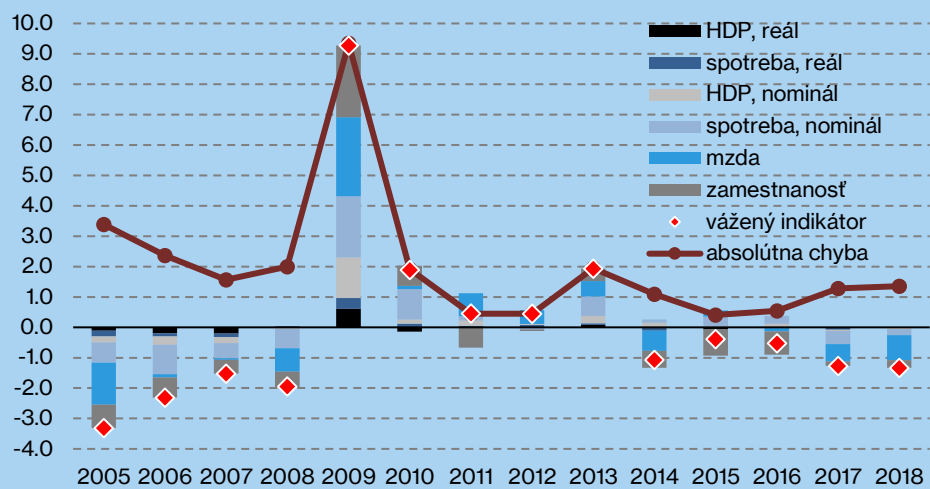


Zdroj: IFP

Pre rozpočet verejnej správy je kľúčový horizont 5 štvrťrokov, ktorý zodpovedá prognózam zo septembra predchádzajúceho roku. Odhady IFP boli v týchto prognózach skôr proticyklické: v dobrých časoch boli skôr konzervatívne, kým počas recesie naopak nadhodnocovali vývoj makroekonomických základní. V posledných rokoch stál za podhodnotením prognóz najmä vývoj na trhu práce. Najprv pozitívne prekvapovala najmä zamestnanosť, kým v rokoch 2017 a 2018 to boli mzdy.

² Pod váženým indikátorom v nasledujúcom texte budeme rozumieť rasty makrozákładní vážené ich významom pre daňové príjmy (viď grafy 9 a 10).

Graf 12: Príspevky jednotlivých makrozákladní k celkovej chybe prognózy váženého indikátora na horizonte 5 štvrťrokov



Zdroj: IFP