

18. jún 2018

Viac na výplatných páskach

Makroekonomická prognóza na roky 2017 – 2021

Branislav Žúdel, Michal Habrman

Výkon slovenskej ekonomiky sa v roku 2018 zvýši o 4,1%. Zdrojom rastu bude najmä spotreba domácností a súkromné investície. Nominálne mzdy budú rásť najrýchlejšie od krízy a potiahnu infláciu. Na trhu práce pribudne 40 tisíc pracovných miest, čo stlačí mieru nezamestnanosti pod 7 %. V budúcom roku bude ekonomický rast kulminovať, keď štafetu ťahúňa preberie export automobilového sektora. Nová makroekonomická prognóza má pozitívny vplyv na daňové základne na celom strednodobom horizonte.

Ekonomika Slovenska v tomto roku posilní o 4,1 %. K solídnej spotrebe domácností sa pridajú export a najmä investície. Export bude v priebehu roka ťažiť z produkcie nových SUV modelov vo VW, nábeh výroby v JLR ku koncu roka ovplyvní tohtoročné čísla iba minimálne. Výrazný príspevok sa očakáva od investícií, ktoré zareagujú v súlade s ekonomickým cyklom, pričom prvý polrok im bude pomáhať aj slabá porovnávacía báza.

Budúci rok dosiahne výkon ekonomiky 4,5 %. Spotreba domácností si udrží dynamiku nad 3 percentami. Export ovplyvní nábeh produkcie v JLR, ale aj pokračujúci nárast výroby vo VW. Tvorba investícií mierne spomalí z dôvodu dokončenia nových kapacít v automobilkách, no jadrové investície¹ v súkromnom sektore si zachovávajú vysoké tempo rastu. Dynamika importu bude zaostávať za akcelerujúcim exportom, a to najmä kvôli spomaleniu investičných dovozov. Vďaka tomu bude čistý export najväčším prispievateľom k rastu HDP. Ekonomika sa bude prehrievať len mierne, horúco bude najmä na trhu práce.

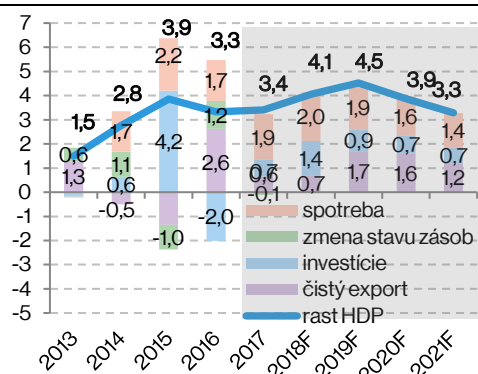
V rokoch 2020 a 2021 ekonomický rast zvolní na 3,9 %, resp. 3,3 %. Efekt nabiehania novej automobilovej výroby bude postupne odznievať a aj samotný zahraničný dopyt (dovozy hlavných obchodných partnerov) pribrzdí k hranici svojho dlhodobého potenciálu. Očakávame aj mierne spomalenie domácej spotreby a investícií. Na konci horizontu prognózy sa začne uzatvárať produkčná medzera.

Ekonomiku ťahá najmä domáci dopyt...

...ku ktorému sa budúci rok pridá aj čistý export

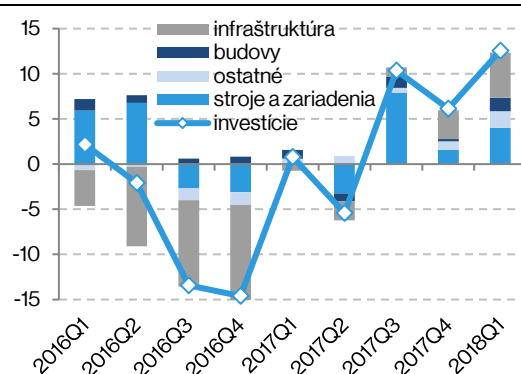
Spomaľovanie ekonomiky bude iba pozvoľné vďaka postupnému nábehu novej automobilovej produkcie

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



Zdroj: IFP

Graf 2: Investície akcelerujú v súlade s ekonomickým cyklom (v %)



Zdroj: IFP

¹ Súkromné investície bez JLR a D4/R7.

PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (jún 2018)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2017	prognóza				rozdiel oproti Jan 2018			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Hrubý domáci produkt									
HDP, s.c.	3,4	4,1	4,5	3,9	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1
HDP, b.c. (mld. €)	85,0	90,5	96,7	102,9	108,9	0,3	0,6	0,8	0,9
Súkromná spotreba, s.c.	3,7	3,4	3,2	2,8	2,5	-0,1	0,0	0,0	0,0
Súkromná spotreba, b.c.	5,1	6,0	5,6	5,3	5,0	0,3	0,3	0,2	0,1
Vládna spotreba	0,2	1,5	1,3	1,2	1,1	0,9	0,0	0,0	-0,1
Fixné investície	3,2	6,5	4,0	3,3	3,0	1,3	0,7	0,0	0,0
Export tovarov a služieb	4,3	7,3	8,5	7,1	5,9	-0,6	0,0	0,0	0,0
Import tovarov a služieb	3,9	7,1	7,4	6,2	5,3	0,0	0,2	0,0	0,1
Trh práce									
Zamestnanosť (štat. výkazníctvo)	1,8	1,7	1,0	1,0	0,7	0,0	-0,1	0,0	0,0
Mzdy, nominálne	4,6	5,8	5,7	5,4	5,3	0,6	0,3	0,2	0,1
Mzdy, reálne	3,3	3,2	3,4	3,0	2,7	0,0	0,1	0,1	-0,1
Miera nezamestnanosti	8,1	6,9	6,4	5,8	5,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Inflácia									
CPI	1,3	2,5	2,3	2,4	2,5	0,5	0,3	0,2	0,2

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Najviac pracovných miest vznikne v priemysle a službách, darí sa aj stavebníctvu

V roku 2018 pribudne v ekonomike vyše 40 tisíc pracovných miest, čo zvýši zamestnanosť o 1,7 %. Rast potiahnu služby a priemysel, kde vznikne spolu takmer 30 tisíc nových pracovných miest. Oživenie v stavebníctve zvýši zamestnanosť v tomto sektore o viac než 3 %, čo je najviac od krízy. V nasledujúcich rokoch očakávame postupné zmiernenie tempa rastu celkovej zamestnanosti až pod 1 % na konci horizontu prognózy. Aj naďalej bude pokračovať zvýšená participácia zahraničných pracovníkov, ktorá bude čiastočne tmiť stupňujúce sa prehrievanie na trhu práce.

Miera nezamestnanosti mieri pod 7 % už v tomto roku

Miera nezamestnanosti sa v tomto roku zníži na 6,9 %. Počet nezamestnaných v prvom štvrtroku tohto roka klesol najviac od polovice roka 2015. V priebehu roka očakávame ďalšie znižovanie miery nezamestnanosti. Na konci prognózovaného horizontu poklesne na úroveň 5,6 %.

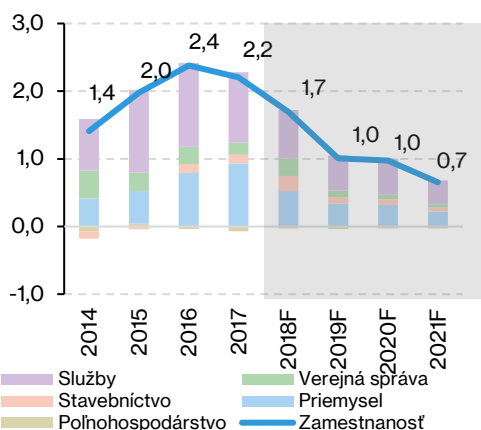
Rast miezd vystrelí k 6 %

Rast priemernej nominálnej mzdy v ekonomike v tomto roku akceleruje ku 5,8 %. Zrýchlenie bude výrazné vo všetkých sektoroch, najviac si však polepšia zamestnanci v priemysle a verejnej správe. Akcelerácia miezd odráža súčasné napätie na trhu práce a tiež vyššiu infláciu. V nasledujúcom roku dosiahne rast nominálnych miezd veľmi podobné tempo. **Reálna mzda si udrží dynamiku nad 3 % až do roku 2020.**



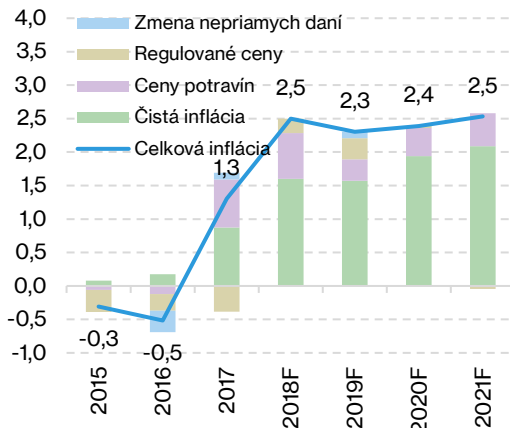
Ceny v roku 2018 stúpnu o 2,5 %. K zrýchleniu dopytovej inflácie ťahanej rastom miezd sa pridá aj vyšší rast cien potravín, ktorý by mal pretrvávať aj vo zvyšku tohto roka. Regulované ceny vzrastú len mierne v reakcii na rozhodnutie regulačného úradu zo začiatku roka. Vyššie ceny ropy sa premietnu do vyšších cien pohonných hmôt. Ceny obchodovateľných tovarov porastú len pozvoľne a budú tlmené vývojom cien v zahraničí.

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



Zdroj: SÚ SR, IFP

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



Zdroj: SÚ SR, IFP

V ďalšom roku impulz do cien potravín vyprchá

V nasledujúcom roku inflácia zvolní na 2,3 %, keď vyprchá impulz do rastu cien potravín. Rýchlejšie však vzrastú ceny obchodovateľných tovarov a najmä služieb, čo bude odrážať prehrievanie trhu práce a s ním spojený rast miezd. Na základe vývoja cien energetických komodít na svetových trhoch a vývoja future kontraktov očakávame mierne zvýšenie regulovaných cien energií. V strednodobom horizonte potiahne rast cien služieb celkovú infláciu k úrovniam okolo 2,5 %.

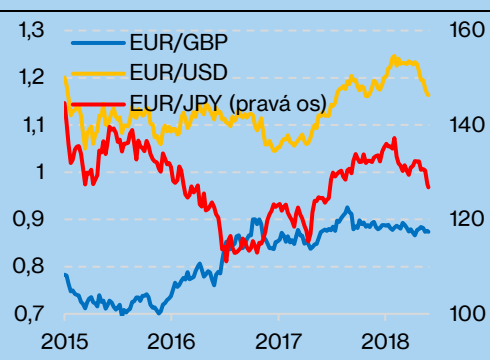
BOX 1: Predpoklady externého prostredia

Menová politika v USA bude naďalej pokračovať v normalizácii, kým v eurozóne sa ešte stále čaká na príchod inflácie. Po marcovom zvýšení referenčnej úrokovej sadzby na 1,75 % očakáva väčšina členov komisie americkej centrálnej banky ďalšie dve zvýšenia v tomto roku a následné tri zvýšenia v roku 2019. Očakávania rastúcich úrokov spôsobujú, že výnosová krivka vládnych dlhopisov USA je mimoriadne plochá, čo odrádza od investovania do dlhodobých inštrumentov. Normalizácia menovej politiky bude pokračovať aj znižovaním súvahy FEDu. **Naopak ECB zatiaľ pokračuje vo svojom programe kvantitatívneho uvoľňovania v objeme 30 mld EUR mesačne, minimálne do septembra 2018.** Nepresvedčivý vývoj inflácie naznačuje zvýšenie kľúčových sadzieb ECB najskôr koncom roka 2019.

Euro voči americkému doláru mierne oslabilo, najmä pod vplyvom slabšieho výkonu eurozóny v prvom štvrtroku (Graf 5). Fundamenty európskej ekonomiky zostávajú však zatiaľ pevné, čo vytvára predpoklad posilnenia eura voči ostatným menám na horizonte prognózy. Na vývoj eura môže negatívne vplyvať eskalácia politického rizika v Taliansku. Pozícia voči britskej libe bude ovplyvnená najmä vývojom rokovaní o Brexite. Kryštalizácia podmienok dohody môže pôsobiť na kurz libry pozitívne.

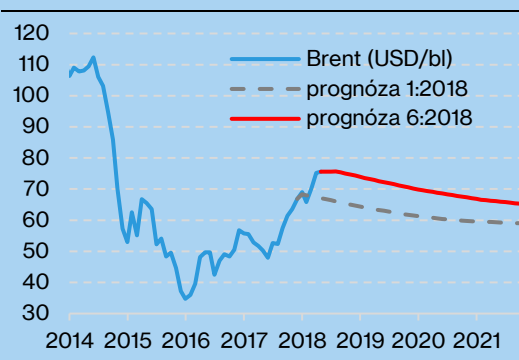
Cena ropy sa priblížila k úrovni 80 USD za barel a očakáva sa jej mierny pokles. Rýchly rast v prvom kvartáli 2018 bol spôsobený predovšetkým zvýšenou geopolitickou neistotou a zníženou produkciou vo Venezuele. Očakávané predĺženie dohody o obmedzení produkcie krajín OPEC by malo tlačiť cenu komodity nahor. Zvýšený záujem investorov a následná zvýšená produkcia by však v konečnom dôsledku mali stabilizovať cenu ropy pod 70 USD za barel (Graf 2) na horizonte prognózy.

Graf 5: EUR oslabilo voči doláru



Zdroj: Bloomberg

Graf 6: Vývoj cien ropy Brent v USD za barel



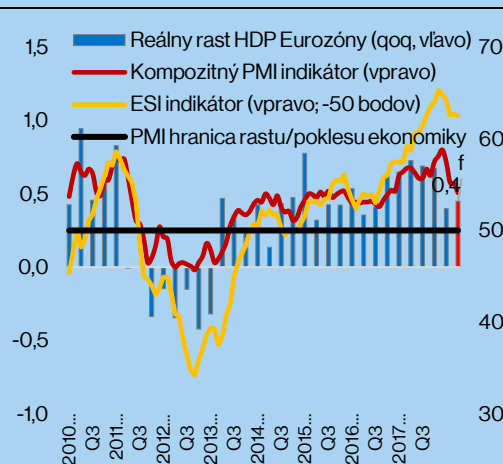
Zdroj: Bloomberg

Cyklický vrchol dosiahnutý v eurozóne v závere minulého roka poľavil (Graf 7). Ekonomika eurozóny spomalila v prvom kvartáli tohto roka na 0,4 % medzikvartálne.² Spomalenie spôsobil najmä výpadok externého sektora. V druhej polovici vlaňajška ťažila ekonomika eurozóny práve z jeho príspevku, ako aj z oživenia v investíciách. Podporou zostala uvoľnená menová politika centrálnej banky, silné trhy práce a intenzívna globálna aktivita. Z ekonomík eurozóny výrazne spomalilo najmä Nemecko, no rast bol utmienený aj vo Francúzsku a Taliansku. Španielska ekonomika si naopak udržala svižnú dynamiku z vlaňajška.

Ekonomika USA mierne pribzdila v dôsledku výpadku spotreby domácností. **V Británii kvôli slabej spotrebe a investíciám v prvom kvartáli zaznamenali najslabší ekonomický rast od roku 2012** (0,1 % medzikvartálne). Čína podala stabilný výkon na úrovni 6,8 % medziročne.

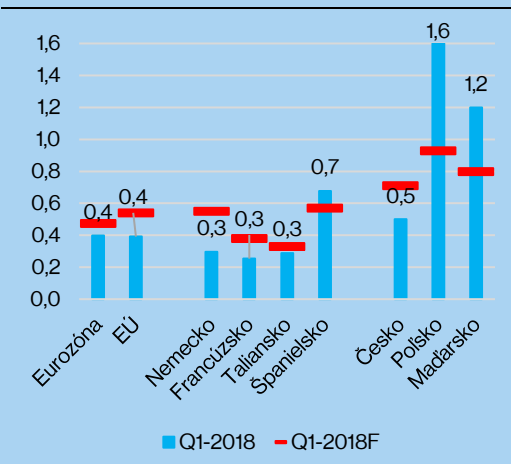
Protipólom rozpačitého začiatku roka v eurozóne, bol robustný vývoj vo V3 (Graf 8). Dynamicky rástli hlavne Poľsko a Maďarsko, hnané súkromnou spotrebou a silným príspevkom investícií, predovšetkým verejných. Import rástol prudko v súvislosti s čerpaním eurofondov a spotrebou domácností. Česko korigovalo silný záver roka (Graf 8). Rastúca dynamika miezd, nízka nezamestnanosť, ekonomický optimizmus a vybrané politické opatrenia podporia spotrebu domácností vo V3 aj na horizonte prognózy. Spolu so zotavením verejných investícií bude tak domáci dopyt hlavným motorom rastu.

Graf 7: Eurozóna mierne vytrievzie z cyklického vrcholu (vľavo %, vpravo bod)



Zdroj: Markit, EK, Eurostat

Graf 8: Región V3 rástol v prvom nad naše očakávania (rast HDP %, príspevky v p.b.)



Zdroj: IFP, Eurostat

² Z 0,7 % QoQ v štvrtom kvartáli 2017.

Výsledky konjunkturálnych prieskumov pre eurozónu aj Nemecko naznačujú mierne cyklické vytriezvenie. Na krátkodobom horizonte prognózy tak očakávame medzikvartálny rast na úrovni 0,4 až 0,5 % (Graf 7). Na strednodobom horizonte eurozóna spomalí v dôsledku ponukových mantinelov, najmä nedostatku pracovnej sily, ktoré limitujú jej produkčnú kapacitu.

Cyklický vrchol v eurozóne na konci minulého roka ako aj silnejšie výkony vo V3 znamenajú pozitívnu revíziu zahraničného dopytu v rokoch 2018 a 2019 (Tabuľka 1). Pozitívna revízia indikátora importu tento rok vďaka predovšetkým silnému domácejmu dopytu po zahraničných tovaroch vo V3, ako aj dovoznej intenzite verejných investícií v regióne. Uzávierka predpokladov vonkajšieho prostredia vrátane úrokových sadzieb a cien komodít bola 30. mája 2018.

Tabuľka č. 1: Prognóza externého prostredia 2018 – 2021

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti Jan. 2018					Import (% rast)					Rozdiel oproti Jan. 2018				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021
Najvýzn. obch. partneri SR	3,4	2,8	2,4	1,9	1,8	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	6,5	5,9	5,0	4,7	4,5	0,3	0,5	0,1	0,0	0,0
z toho eurozóna*	2,6	2,2	2,0			0,0	0,0	0,0			5,4	5,0	4,2			0,3	0,4	-0,2		
Nemecko	2,5	2,0	1,9			0,0	-0,2	0,0			5,6	5,7	4,4			0,4	1,1	0,3		
Česká rep.	4,6	3,4	2,9			0,2	0,4	0,2			6,2	5,6	5,1			0,1	-0,4	0,0		
Poľsko	4,7	3,9	3,5			0,3	0,4	0,3			8,7	8,1	6,0			1,7	1,5	0,0		
Maďarsko	4,2	3,8	2,9			0,3	0,4	0,2			9,7	8,0	6,9			-0,4	1,1	0,6		

*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: IFP, EK.

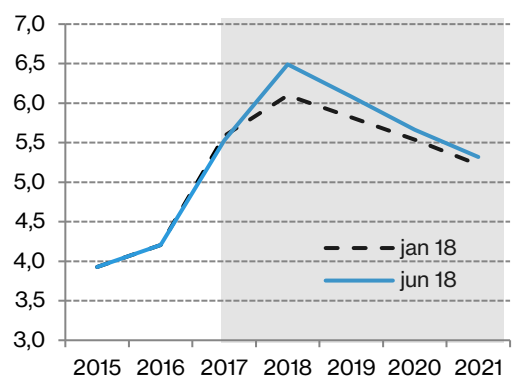
Bilancia rizík je naklonená smerom nadol

Bilancia rizík prognózy je naklonená smerom nadol. Najväčším negatívnym rizikom v externom prostredí je rastúci protekcionizmus v mezinárodnom obchode. Prípadné zvýšenie cla na dovoz automobilov do USA by bez sekundárnych efektov znížil HDP slovenska do 0,11 p. b. (BOX 2). Negatívne môže ekonomickú situáciu v celej eurozóne ovplyvniť politický vývoj v Taliansku. Pozitívne môžu naopak vplyvať sekundárne vplyvy z daňového stimulu v USA. V domácom prostredí zostávajú dve negatívne riziká. Prvým je riziko na trhu práce, kde by množstvo dostupnej pracovnej sily mohlo dosiahnuť svoj limit a obmedziť tak rastový potenciál ekonomiky. Druhým rizikom je spomalenie spotreby domácností v dôsledku nasýtenia ekonomiky úvermi. Pozitívnym rizikom je najmä výraznejšie zrýchlenie miezd v súkromnom sektore v dôsledku prehrievajúceho sa trhu práce. Vo verejnom sektore môžu prorastovo pôsobiť opatrenia zo sociálneho balíčka vlády. Kladne môže k rozvoju trhu práce prispieť vyšší prílev pracovníkov zo zahraničia.

Vplyv prognózy na daňové základne je pozitívny

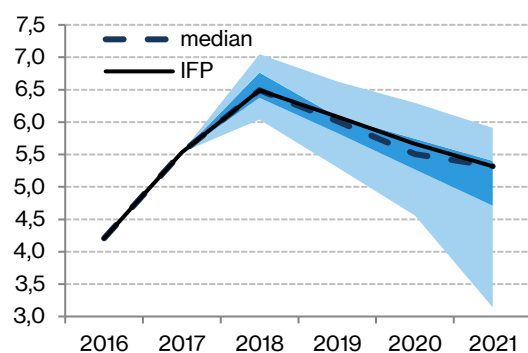
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je pozitívny. Hlavným dôvodom je rýchlejší rast miezd na celom horizonte prognózy. Základňa pre zrážkovú daň a bankový odvod (stav vkladov) je ovplyvnená len minimálne. Základne pre korporátnu daň sú navýšené pod vplyvom vyššej inflácie. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 21. júna 2018.

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 13. júna 2018. Strednodobá prognóza makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola väčšinou členov Výboru (NBS, ČSOB, Infostat, SAV, SLSP, Unicredit) charakterizovaná ako realistická. Dvaja členovia označili prognózu ako optimistickú (Tatrabanka, VÚB), najmä koniec horizontu. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

BOX 2: Potenciálny vplyv zavedenia ciel na export áut do USA

USA definitívne vstúpili do obchodnej vojny so zvyškom sveta, keď americký prezident k 1. júnu aplikoval ochranné clá na oceľ a hliník aj na svojich najbližších obchodných partnerov Európsku úniu, Kanadu a Mexiko. Na základe ohlásených protopatrení EÚ a dlhotrvajúcemu záujmu USA uvaliť ochranné clá aj na autá, nemožno vylúčiť ďalšie stupňovanie ochranných opatrení.

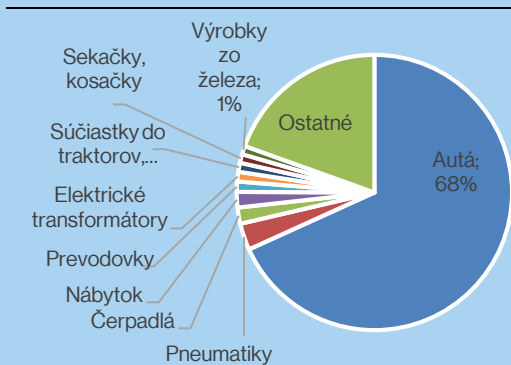
Zvýšenie⁴ ciel na dovoz automobilov by malo zo štátov EÚ najväčší vplyv práve na Slovensko. Hoci export do USA predstavuje menej ako 3 %, čím sa Spojené štáty zaradujú na 10. miesto spomedzi hlavných obchodných partnerov SR, dominantnou položkou je práve export automobilov. Ten tvorí až dve tretiny vývozu do tejto krajiny. Pomer exportu automobilov do USA ku HDP Slovenska je výrazne najvyšší zo všetkých krajín EÚ, keď tvorí až 1,7 %. Hlavnými exportérmi automobilov z európskeho kontinentu do USA sú nemecké automobilky (najmä VW), Jaguar Land Rover a Volvo.

Ak by USA zaviedli clá na európske automobily, statický dopad na slovenské HDP by predstavoval 0,03 až 0,11 p. b. Jadro odhadnutého efektu pochádza z priamych exportov zo Slovenska do USA (z existujúcich exportov a z novej produkčnej kapacity VW a JLR). Ekonomika SR však môže byť zasiahnutá aj nepriamo cez svojich obchodných partnerov. Tento sekundárny vplyv je však minimálny, keďže obchodní partneri SR exportujú automobily do USA v násobne menšom rozsahu.

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%.

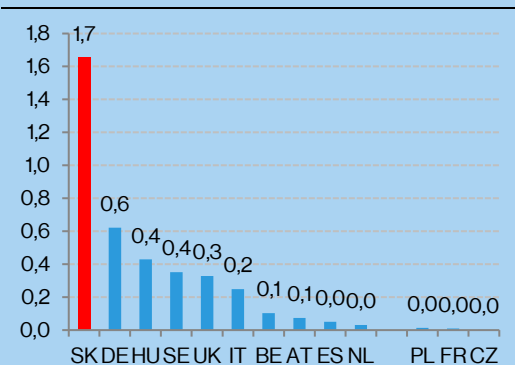
⁴ V súčasnosti platí clo vo výške 2,5 % na exporty automobilov z EÚ do USA a 10 %-ná sadzba pri exportoch z USA do EÚ.

Graf A: Podiel komodít na exporte do USA



Zdroj: Eurostat

Graf B: Podiel exportu áut do USA na HDP (%)



Zdroj: UN Comtrade, Eurostat

Scenáre predpokladajú zavedenie ochranných ciel v rozmedzí 10 až 25 % od roku 2019 na základe doterajšieho postupu USA. Cenovú elasticitu cla odhadujeme na 0,5. Do USA sa exportujú totiž najmä luxusnejšie typy áut s neelastickým dopytom. Naviac, prípadné oslabenie eura bude mať tlmiaci účinok a pomôže európskym exportérom. Časť cla môžu absorbovať aj marže výrobcov, ktoré sú pri týchto produktoch vyššie. V neposlednom rade môžu byť exporty presmerované do iných krajín, no priestor na takúto realokáciu je v súčasnosti kvôli nasýteným trhom podstatne menší než tomu bolo v rokoch 2014 (ukrajinsko-ruský konflikt) a 2015 (aféra Dieselgate). V prípade vyššej elasticity by sa dopady porovnane zvýšili.

Tab.: Statický vplyv zavedenia cla na automobily na HDP (v%)

	Scenár 10 %	Scenár 25 %
Priame exporty do USA	0.02	0.06
Náběh novej produkcie VW a JLR	0.01	0.04
Hlavní obchodní partneri	0.00	0.01
Spolu statický efekt	0.03	0.11

Zdroj: Prepočty IFP

Pozn.1: Uvažuje sa so 70% importnou náročnosťou automobilovej produkcie na Slovensku

Pozn.2: Predpokladá sa, že 20 % z novej kapacity VW a JLR bolo určených na export na americký trh