

20. september 2018

Po roku investícií príde rok exportu

Makroekonomická prognóza na roky 2018 – 2021

Branislav Žúdel, Michal Habrman, Monika Pécsyová

Výkon slovenskej ekonomiky dosiahne v tomto roku 4,1%. K zrýchleniu prispeje najmä tvorba investícií v automobilovom priemysle a vo verejnom sektore. Tlak na trhu práce prinesie 47 tisíc nových pracovných miest, razantné zvýšenie miezd, no aj rýchlejšiu rast cien. V roku 2019 ekonomika ešte zrýchli vďaka exportu automobilového sektora, aby následne zvolnila k svojmu potenciálu. Predpokladané zvýšenie miezd vo verejnej správe posilní nominálnu spotrebu domácností, a spolu s dynamickým rastom platov v súkromnom sektore bude mať pozitívny vplyv na daňové základne na strednodobom horizonte.

Štafetu preberajú investície a export

Slovenská ekonomika vzrastie v aktuálnom roku o 4,1%. Spotrebu domácností, ktorá bola ťahúňom v uplynulom období, vystrieda oživený export, ale najmä investície. Export zrýchľuje vďaka automobilovému priemyslu, kde sa prejavuje nábeh novej produkcie vo Volkswagene (VW). Prudkému nárastu investícií výrazne napomáha investícia v Jaguar Land Rover (JLR) ako aj akcelerácia verejných investícií, najmä samospráv.

Pokrízový vrchol v budúcom roku

V roku 2019 pridá ekonomika do kroku ešte výraznejšie a posilní o 4,5 %. Spotreba domácností si vďaka prudkému zvyšovaniu miezd udrží dynamiku porovnateľnú s predchádzajúcimi rokmi. Väčšiemu vplyvu na reálnu spotrebu domácností bude však brániť cyklická pozícia ekonomiky, takže vyššie mzdy sa prejavia najmä v raste cien. Navyše, ostatné zložky disponibilného príjmu domácností sa budú zvyšovať pomalšie ako mzdová báza. Dominovať bude export, ktorý opäť zrýchli vďaka nábehu produkcie v JLR a tiež vďaka pokračujúcemu zvyšovaniu výroby vo VW. Investície naopak spomalia z dôvodu dokončenia nových kapacít v automobilkách, no tvorba jadrových investícií v súkromnom sektore si zachová vysoké tempo.

Iba čiastočné zvolnenie tempa vďaka postupnému nábehu výroby v JLR

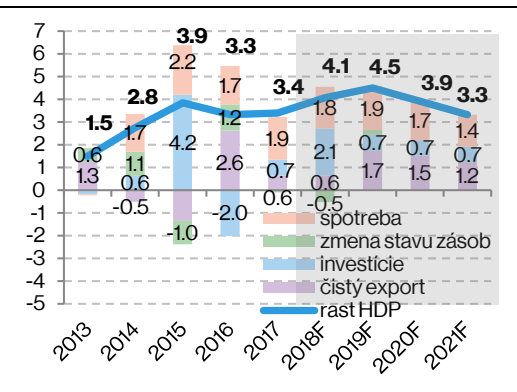
Pre rok 2020 možno očakávať zvolnenie ekonomického rastu pod štyri percentá. Efekt nabehania automobilovej výroby bude postupne odznievať. V tomto období ešte možno očakávať zvyšovanie výroby v JLR nábehom druhého modelu, no rast exportu bude brzdiť cyklické spomaľovanie ekonomík našich hlavných obchodných partnerov. Podobne aj tvorba investícií bude odzrkadľovať cyklické zvolnenie ekonomiky a porastie len mierne. Spotreba domácností však bude ďalej ťažiť zo silného trhu práce. Razantné zvyšovanie miezd vo verejnom sektore sa opäť prejaví najmä v spotrebiteľských cenách.

Dynamika ekonomického rastu na svojom potenciáli

Na konci strednodobého horizontu ekonomika zvolní ešte výraznejšie k 3,3 %, pričom možno očakávať začiatok uzatvárania produkčnej medzery (Box 2). Zahraničný dopyt pribrzdí k hranici svojho dlhodobého potenciálu, čo ovplyvní výkon exportu. Bez výrazného impulzu do miezd príde k spomaleniu rastu spotreby domácností. Spomaľujúce súkromné investície budú aj vzhľadom na blížiaci sa záver tretieho programového obdobia EÚ fondov kompenzované miernym nárastom verejných investícií. Výraznejšiu tvorbu verejných investícií financovaných z fondov EÚ však očakávame až za horizontom prognózy.

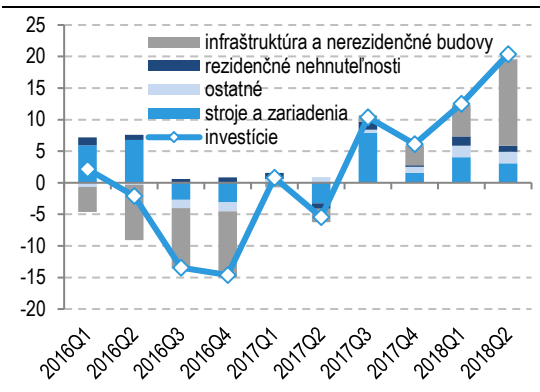
¹ Súkromné investície bez JLR a D4/R7

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



Zdroj: IFP

Graf 2: Investície pozitívne prekvapujú (v %)



Zdroj: IFP

PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (september 2018)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2017	prognóza				rozdiel oproti Jún 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	0,0	0,0	0,0	0,0
HDP, b.c. (mld. €)	85,0	90,5	96,9	103,2	109,3	0,0	0,2	0,3	0,4
Súkromná spotreba, s.c.	3,7	3,0	3,2	2,8	2,4	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Súkromná spotreba, b.c.	5,1	5,6	5,8	5,4	5,0	-0,4	0,2	0,1	0,0
Vládna spotreba	0,2	1,8	1,5	1,7	1,2	0,3	0,2	0,5	0,1
Fixné investície	3,2	9,6	3,1	3,0	3,0	3,1	-0,9	-0,3	0,0
Export tovarov a služieb	4,3	6,8	7,9	6,6	5,7	-0,5	-0,6	-0,5	-0,2
Import tovarov a služieb	3,9	6,6	6,8	5,7	5,1	-0,5	-0,6	-0,5	-0,2
Trh práce									
Zamestnanosť (štat. výkazníctvo)	1,8	1,9	1,1	0,9	0,7	0,2	0,1	-0,1	0,0
Mzdy, nominálne	4,6	6,2	6,3	6,2	5,4	0,4	0,6	0,8	0,1
Mzdy, reálne	3,3	3,6	3,7	3,6	2,9	0,4	0,3	0,6	0,2
Miera nezamestnanosti	8,1	6,9	6,4	5,9	5,7	0,0	0,0	0,1	0,1
Inflácia									
CPI	1,3	2,5	2,5	2,5	2,5	0,0	0,2	0,1	0,0

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Zamestnanosť s rastom nad 2 % už štvrtý rok po sebe

Zamestnanosť sa v tomto roku zvýši o 2 %, čo predstavuje 47 tisíc nových pracovných miest.

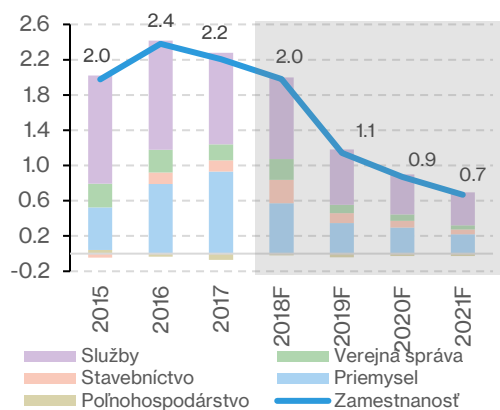
Takmer polovicu vygeneruje sektor služieb, zamestnanosť však stúpne aj v priemysle a stavebníctve. Najrýchlejšia dynamika tvorby pracovných miest nastane práve v stavebníctve, ktoré má našliapnuté na najlepší rok od krízy. V nasledovných rokoch sa rast zamestnanosti zmierni pod 1 %. Nedostatok pracovnej sily bude čiastočne tmiť nižší počet pracujúcich Slovákov v zahraničí a pokračujúci nárast počtu zahraničných pracovníkov na Slovensku (BOX 2). Kvôli týmto faktorom bude celková zamestnanosť v slovenskej ekonomike rásť dvojnásobne rýchlejším tempom ako zamestnanosť podľa

národného konceptu (VZPS)². **Miera nezamestnanosti prekonáva nové minimum a tento rok dosiahne 6,9%.** Do roku 2021 klesne pod šesť percent.

Priemerná nominálna mzda sa v tomto roku zvýši o 6,2 %. Zrýchlenie miezd bude citelné naprieč všetkými sektormi. Najviac si polepšia zamestnanci vo verejnej správe a v priemysle, ktorý pociťuje najvýraznejší nedostatok pracovnej sily. **Aj v rokoch 2019 a 2020 sa tempo rastu miezd udrží nad 6 %.** Novým impulzom bude valorizácia platových taríf vo verejnom sektore³. V súkromnom sektore bude lídrom opäť priemysel. **Reálna mzda si udrží dynamiku nad 3 % až do roku 2020.**

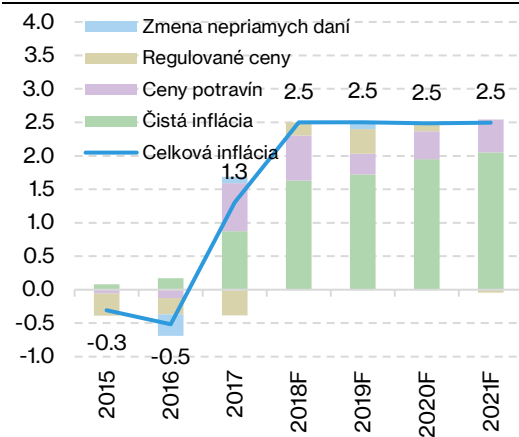
Ceny v tomto roku stúpnu o 2,5 %. Hlavným príspevkom k celkovej inflácii sú ceny služieb, ktoré rastú v reakcii na pnutie na trhu práce. Skokový rast cien potravín, ktorý ťahal infláciu v prvej polovici roka, postupne vyprcháva. Regulované ceny v reakcii na rozhodnutie regulačného úradu zo začiatku roka rastú len mierne. Vyššie ceny ropy sa premietajú 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: ŠÚ SR, IFP

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



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Inflácia bude pokračovať rovnakým tempom aj v ďalších rokoch. Regulované ceny energií by sa mali v budúcom roku zvýšiť na základe vývoja cien energetických komodít na svetových trhoch a vývoja future kontraktov. Vyprchanie impulzu z cien potravín bude v roku 2019 kompenzované rýchlejšim rastom cien obchodovateľných tovarov a najmä služieb. To bude odrážať pokračujúce prehrievanie trhu práce a s ním spojený rast miezd. Dynamika cien služieb udrží celkovú infláciu na strednodobom horizonte na úrovni 2,5 %.

² Nezahŕňa cudzincov, naopak zahŕňa Slovákov pracujúcich v zahraničí a pracovníkov na aktivačných prácach.

³ Hoci kolektívne vyjednanie nebolo uzavreté, makroekonomická prognóza predpokladá 10 %nú valorizáciu miezd všetkých pracovníkov verejného sektora v rokoch 2019 a 2020.

Mzdy porastú v najbližších rokoch nad 6 %

Inflácia na vzostupe

V ďalšom roku impulz do cien potravín vyprchá

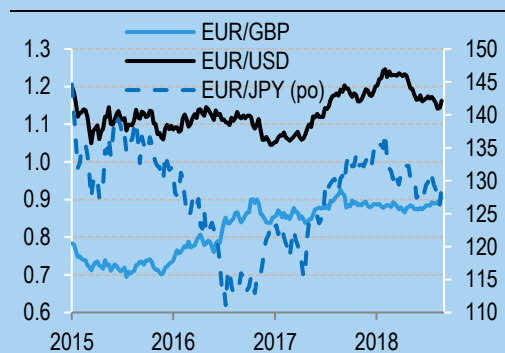
BOX 1: Predpoklady externého prostredia

Menová politika v USA sa naďalej normalizuje, kým eurozóna sa dostáva len do záverečnej fázy kvantitatívneho uvoľňovania. Po druhom zvýšení referenčnej úrokovej sadzby americkej centrálnej banky (FED) v tomto roku na aktuálnu úroveň 2 % sa očakávajú naklonili celkovo až k štyrom zvýšeniam v roku 2018. Výnosová krivka amerických vládnych dlhopisov sa preto ešte viac sploštila, čo podporuje investovanie do krátkodobějších inštrumentov. Normalizácia bude podporená aj pozvoľným rozpúšťaním nafúknutej súvahy FEDu. ECB zmiernila objem svojich mesačných nákupov na 15 mld EUR mesačne od septembra do konca roku 2018. Následne oznámila ukončenie kvantitatívneho uvoľňovania, pričom prvé zvyšovanie kľúčových sadzieb očakávame až v druhej polovici roka 2019.

Kurz eura voči americkému doláru sa po prepade z prvého štvrťroku stabilizoval (Graf 5). Mierny pokles v závere sledovaného obdobia bol spôsobený predovšetkým rastúcim tlakom v súvislosti s americkými obchodnými opatreniami. Fundamenty európskej ekonomiky zostávajú solídne a podporia posilnenie eura voči ostatným menám na horizonte prognózy. Eskalácia napätia vo svetovom obchode predstavuje riziko nielen pre euro, ale aj pre vývoj ostatných mien. V marci 2019 sa očakáva konkretizácia podmienok Brexitu-u, od čoho bude závisieť pozícia eura voči britskej libře.

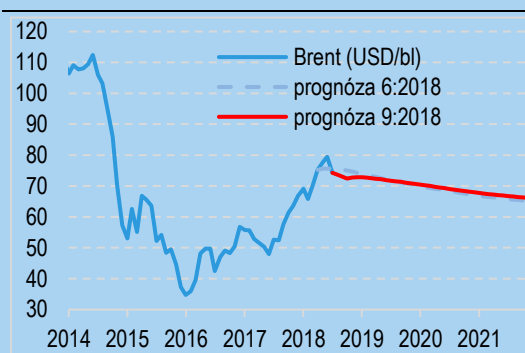
Cena ropy oslabila v súlade s očakávaniami pod 75 USD za barel a bude pokračovať v klesajúcej trajektórii (Graf 6). Na cenu pôsobili v poslednom období protichodné faktory. Pokles ponuky z dôvodu proti iránskych sankcií a najvýraznejší pokles ropných vrtov za posledné dva roky v USA tlačili ceny ropy nahor. Na druhej strane tento vplyv prevážila najmä informácia o vyšších zásobách ropy v USA, čo spôsobilo stlačenie cien ropy nadol. Na horizonte prognózy očakávame postupnú stabilizáciu ceny pod 70 USD za barel na základe future kontraktov.

Graf 5: EUR sa stabilizovalo



Zdroj: Bloomberg

Graf 6: Vývoj cien ropy Brent v USD za barel



Zdroj: Bloomberg

Ekonomika eurozóny pokračovala v cyklickom zvoľnení z prvého štvrťroku 2018 (Graf 7). V druhom štvrťroku tohto roka rástla tempom 0,4 % medzikvartálne. Spomalenie spôsobil predovšetkým nižší zahraničný dopyt. Výpadok externého prostredia bol kompenzovaný domácim dopytom, ktorý bol podporený akomodatívnou menovou politikou a silným trhom práce. Tlmený rast zaznamenali predovšetkým veľké ekonomiky, ako Nemecko, Francúzsko a Taliansko. Naopak, Španielsko si udržalo dynamický rast.

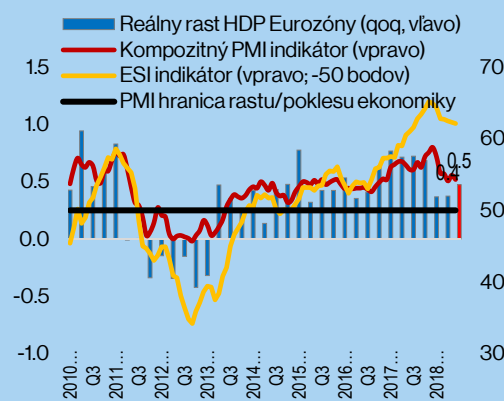
Ekonomika USA, podporená fiškálnymi stimulmi, dosiahla jeden z najlepších výsledkov za posledné tri roky. Rast služieb v Británii a silnejšie dáta z veľkoobchodu sa odrazili v mierne vyššom, no stále vlašnom, medzikvartálnom raste 0,4%. Výkon Číny ostal stabilný na úrovni 6,6% medziročne.

Slabší výkon eurozóny kompenzoval robustný rast vo V3 regióne (Graf 8). Predovšetkým Maďarsko, nasledované Poľskom, rástli dynamickým tempom na pozadí silnej domácej spotreby. Pevné trhy práce podporené rastom miezd a ekonomický optimizmus vytvárajú stabilnú bázu na ďalší rast. Čerpanie eurofondov a následné zotavenie verejných



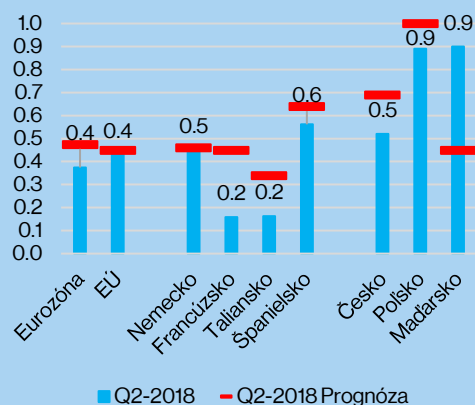
investícií by mali aj naďalej prispievať k vysokej dynamike rastu. Naopak, okolité ekonomiky neťažia zo zahraničného dopytu a s jeho výpadkom počítame aj v ďalšom období.

Graf 7: Po minuloročných vrcholoch dosahuje eurozóna cyklické ochladenie



Zdroj: Markit, EK, Eurostat

Graf 8: Krajiny V3 ťahajú rast v Európe



Zdroj: IFP, Eurostat

Konjunkturálne prieskumy pre eurozónu aj Nemecko naznačujú cyklické spomalenie. Na krátkodobom horizonte očakávame rast ekonomiky eurozóny o 0,5 % medzikvartálne. Na strednom až dlhodobom horizonte predpokladáme postupné spomalenie ekonomík eurozóny k svojmu dlhodobému potenciálu.

Silnejšie výkony vo V3 spôsobujú pozitívnu revíziu zahraničného dopytu v rokoch 2018 a 2019 aj napriek spomaleniu v Nemecku (Tabuľka 1). Korekcia indikátora zahraničného dopytu Slovenska na tento rok je spôsobená výpadkom veľkých ekonomík (Nemecko, Francúzsko, Taliansko) v prvej polovici 2018. Uzávierka predpokladov vonkajšieho prostredia vrátane úrokových sadzieb, cien komodít a výmenných kurzov bola 30. augusta 2018.

Tabuľka č. 1: Prognóza externého prostredia 2018 – 2021

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

*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: IFP, EK.

Bilancia rizík je vyrovnaná

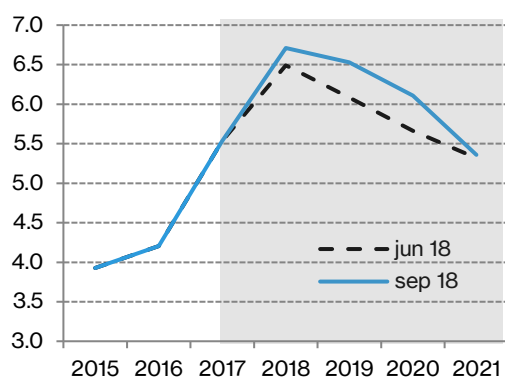
Bilancia rizík prognózy je vyrovnaná. V externom prostredí dominujú negatívne riziká, a to najmä stupňujúci sa protekcionizmus v mezinárodnom obchode. Odhadujeme, že prípadné zvýšenie cla na dovoz automobilov do USA by bez sekundárnych efektov znížil HDP Slovenska do 0,11 p. b.⁴. Negatívne môže ekonomickú situáciu v celej eurozóne

⁴ Rast na 25 % zo súčasnej sadzby 2,5 % amerického colného sadzovníka.

ovplyvniť politický vývoj v Taliansku a rastúca riziková prirážka talianskeho dlhu. **V domácom prostredí prevládajú pozitívne riziká.** Prvým je riziko výraznejšie zrýchlenie miezd a spotreby domácností v súkromnom sektore v dôsledku prijatých mzdových opatrení vo verejnej správe. K týmto môžu pribudnúť ďalšie fiškálne opatrenia nad rámec prognózy⁵. V aktuálnom roku je rizikom aj zvýšenie investícií vo verejnom sektore, najmä samospráv. Naopak negatívnym rizikom je obmedzenie rastového potenciálu ekonomiky v druhej polovici horizontu prognózy, keď môže množstvo dostupnej pracovnej sily dosiahnuť svoj limit. Túto bariéru možno prekonať efektívnou migračnou politikou.

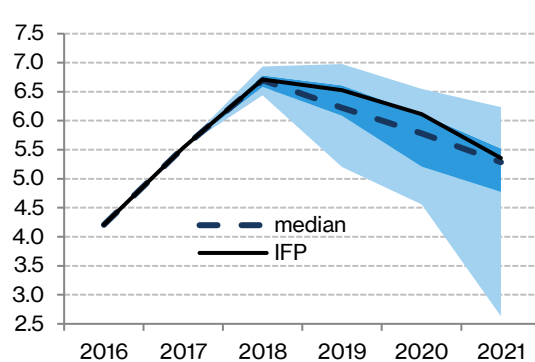
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je pozitívny. Hlavným dôvodom je rýchlejší rast miezd na celom horizonte prognózy. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 20. septembra 2018.

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

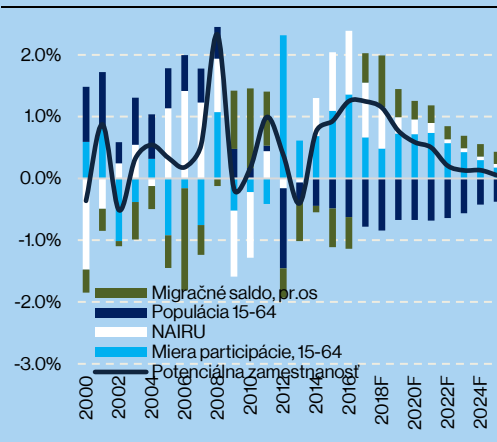
Strednodobá prognóza makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 12. septembra 2018. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR **bola väčšinou členov Výboru** (NBS, ČSOB, Infostat, SAV, SLSP, Unicredit) **charakterizovaná 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.

⁵ Predpoklady prognózy boli uzavreté na konci augusta.

⁶ 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%.

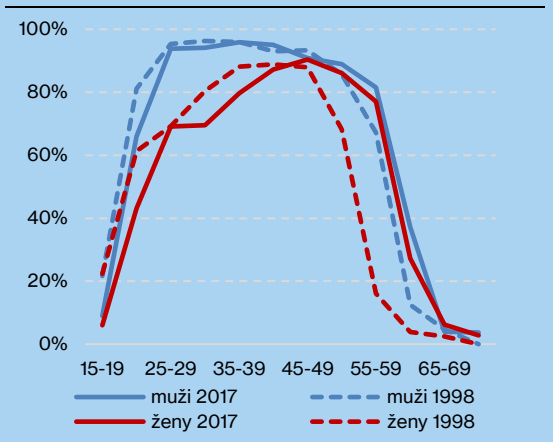
rokov, klesá nepretržite už od roku 2012 tempom 0,3 % až 0,8 % medziročne (t. j. 11 až 51 tisíc osôb). Negatívny vplyv na ekonomický rast bol však doteraz plne potlačený zvyšovaním miery participácie, teda podielu ľudí v produktívnom veku, ktorí pracujú alebo si aktívne hľadajú prácu.

Graf C: Príspevky k rastu potenciálnej zamestnanosti (v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Graf D: Zmena miery participácie mužov a žien podľa životného cyklu, 1998 vs. 2017



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

V najbližších rokoch bude miera participácie pokračovať v raste a v roku 2025 presiahne 76 %. V roku 2017 dosiahla miera participácie aktívneho obyvateľstva historické maximum na úrovni 72,1 %. Oproti priemeru EÚ zaostáva o 1,2 p. b., v porovnaní s Nemeckom je nižšia až o 6,2 p. b. Ochota Slovákov pracovať kontinuálne rastie od roku 2009, kedy malo alebo si aktívne hľadalo prácu 68,4 % ľudí vo veku 15 až 64 rokov. Od krízy sa tak na trh práce úspešne zapojilo až takmer 170 tisíc osôb. Nepretržité zvyšovanie miery participácie je viditeľné najmä u starších ročníkov nad 55 rokov. To je dané legislatívnou zmenou, ktorá postupne predlžuje vek odchodu do dôchodku. Tento efekt je ešte výraznejší v prípade žien, kde dochádza k postupnému približovaniu k dôchodkovému veku mužov. Miera participácie u žien nad 55 rokov sa od roku 1998 dokonca zvýšila takmer dvojnásobne (Graf D).

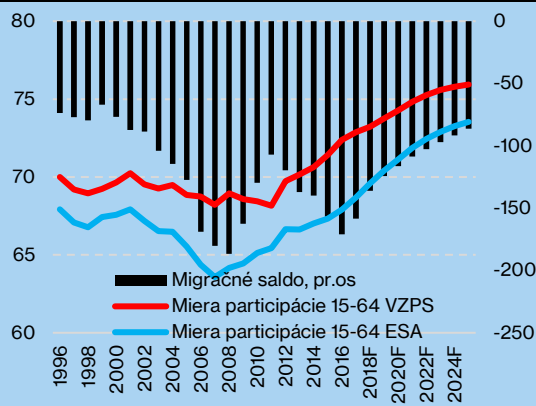
Pozitívny trend zmiernovania negatívneho migračného salda (čiže emigrácie zo Slovenska) by mal pokračovať aj v dlhodobom horizonte. Krátkodobé migračné saldo (rozdiel medzi pracovnou silou v metodike ESA a VZPS) kleslo v uplynulých deviatich kvartáloch o takmer 40 tisíc osôb. Od polovice roku 2016 pozorujeme pokles počtu krátkodobu pracujúcich Slovákov v zahraničí. Aktuálne ide o 140 tisíc osôb, pričom v polovici 2016 ich bolo o 25 tisíc viac (metodika VZPS). Zároveň významne rastie počet pracujúcich cudzincov na Slovensku (údaje UPSVAR). V júli tohto roku ich pracovalo vyše 60 tisíc a vlni obsadili každé štvrté pracovné miesto⁹. V rokoch 2018 až 2025 predpokladáme zmiernenie negatívneho krátkodobého migračného salda kumulatívne o 72 tisíc ľudí. To v dlhodobom horizonte predstavuje každoročný pokles o približne 5 až 7 tisíc ľudí, čo pomôže zvýšiť potenciálnu zamestnanosť o 0,2 až 0,3 p. b.

Potenciálny rast ekonomiky bude tiež ovplyvnený krátkodobými pozitívnymi a negatívnymi ponukovými šokmi. V prostredí Slovenska ide často o rozšírenie kapacít v automobilovom priemysle (Graf F), prípadne o iné výrazné jednorazové vplyvy ako napr. nárazové dočerpávanie eurofondov. Vplyv týchto šokov na potenciál ekonomiky

⁹ Celkové migračné saldo sa taktiež zmiernuje. V posledných dvoch rokoch na Slovensko podľa údajov zdravotného poistenia podľa údajov zdravotného poistenia prišlo viac ľudí ako z neho odišlo. Odhadujeme, že sa na Slovensko v rokoch 2016 až 2017 vrátilo približne 63 tisíc Slovákov. Zároveň sa u nás zamestnalo približne 40 tisíc cudzincov. Údaje za rok 2018 ešte nie sú dostupné. Viac v komentári IFP 2018/6 <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=11740>

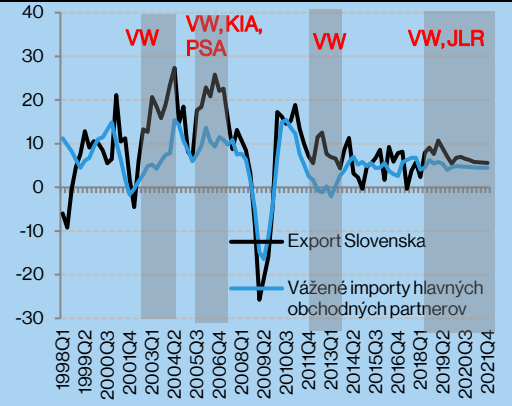
je upravovaný expertne už do vyhladených časových radov, čo síce zvyšuje volatilitu potenciálu, no znižuje volatilitu produkčnej medzery a prispieva tak k stabilnejším odhadom fiškálnej pozície.

Graf E: Vývoj krátkodobého migračného salda (v tisícoch osôb)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Graf F: Ponukové šoky v produkcii automobilov na Slovensku (rast v %)



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

