

19. september 2016

## Čaká nás svižný rast ekonomiky, aj nové pracovné miesta

Makroekonomická prognóza na roky 2016 – 2019

**Branislav Žúdel, Barbora Hermannová**

Slovenská ekonomika si aj v tomto roku zopakuje silný rast o 3,6 %. Hlavnými ťahúňmi budú spotreba domácností, ale aj čistý export. Pozitívny vývoj zaznamená aj trh práce, kde sa vytvorí takmer 50 tisíc nových pracovných miest. Rast reálnych miezd prekročí 3%-nú úroveň už druhý rok po sebe. Inflácia sa bude počas najbližších rokov zotavovať iba veľmi pomaly. Aj na budúci rok bude ekonomika rásť svižným 3,5 % - ným tempom, a to i pri miernom vplyve Brexitu na ekonomiku eurozóny.

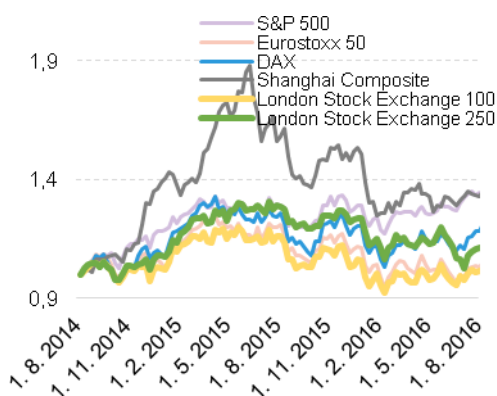
Centrálne banky hľadajú každá iným smerom

Rétorika FEDu naznačuje zvyšovanie sadzieb na konci roka, pôjde tak o druhé zvýšenie sadzieb s odstupom roka. Očakávaný rast sadzieb má však zatiaľ oporu len v stabilnom trhu práce, inflácia zostáva vzdialená od svojho cieľa. **ECB je v ďalších krokoch opatrná.** Hoci kvantitatívne uvoľňovanie, aj po viacerých úpravách, doteraz neprinieslo očakávaný rast inflácie, do konca roka sa pravdepodobne nič zásadné v politike ECB nezmení. **Britská centrálna banka pristúpila k stabilizačným opatreniam.** BoE reagovala na výsledky referenda v UK znížením depozitnej sadzby o 25 bázických bodov na 0,25 % a navýšila program kvantitatívneho uvoľňovania.

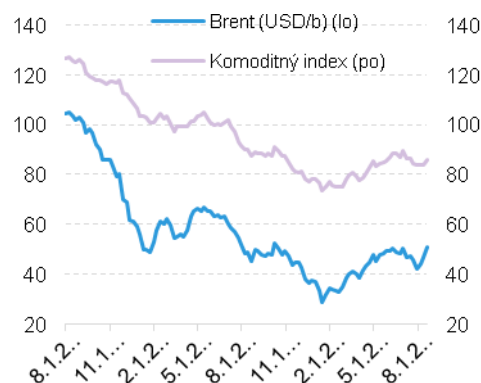
Okamžité dopady Brexit-u na trhy neboli dramatické

**Európske trhy sa zotavili z výsledku referenda, aj keď jeho následky sú do budúcnosti stále neurčité.** Akciové trhy stagnujú v dôsledku slabého ekonomického rastu v Európe a zvýšených geopolitických rizík. Výnosy na európskych vládnych dlhopisoch z rovnakých dôvodov klesajú. Libra našla svoju novú úroveň pri 1,33£ za dolár, čo pomáha firmám sídlacim v Británii, no generujúcim zisk v zámorí. **Priemerná cena ropy sa stabilizovala tesne pod 50 dolármi za barel.** Komoditný index rástol pod vplyvom cien poľnohospodárskych plodín, zlata a železa.

Graf 1: Stagnácia akciových indexov



Vývoj cien ropy Brent a ostatných komodít



Zdroj: Bloomberg

Zdroj: Bloomberg

Rusko aj Brazília dosiahli dno

**Svetová ekonomika pokračovala v raste napriek ekonomicko-politickým výzvam.** Eurozóna sa po silnom prvom štvrťroku vrátila k predchádzajúcim tempám rastu. Slušne sa v druhom štvrťroku darilo aj americkej ekonomike, no rast HDP Japonska nedosiahol očakávania. Pozitívne sa vyvíjali ekonomiky rozvojových krajín. Čína pokračovala v robustnom raste, kým ekonomiky Ruska a Brazílie vykázali prvé známky stabilizácie po miernom vzraze ceny ropy.



Francúzsko a Taliansko priniesli sklamanie

**Rast v eurozóne v druhom štvrtroku v súlade s očakávaniami spomalil.** Pod rast sa výrazne podpísal zahraničný obchod, kým domáca spotreba a investície spomalili. Z veľkých ekonomík zaznamenali silný rast Nemecko a Španielsko. Naopak sklamanie priniesla stagnácia vo Francúzsku a Taliansku. Vplyv Brexitu sa zatiaľ na ekonomických ukazovateľoch neodrkadlil. Eurozóna stále čelí nízkej inflácii a slabému rastu produktivity.

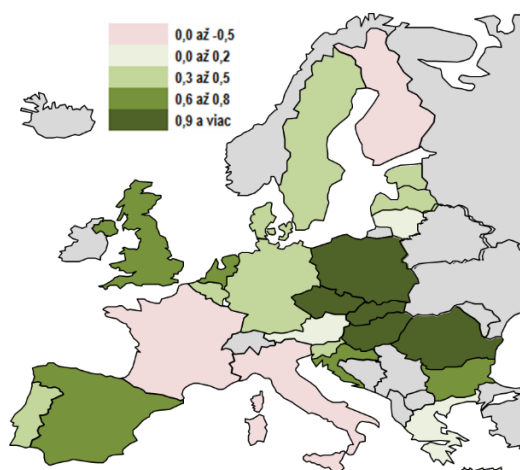
Región V4 sa vrátil k vysokému rastu

**Rast v krajinách V4 patril k najrýchlejším v EÚ.** Maďarsko a Poľsko sa po poklese v minulom štvrtroku vrátili k vysokému rastu a zrýchlil aj rast v ČR. Potvrdili sa očakávania, že spomalenie regiónu v prvom štvrtroku bolo len dočasné a očakávame, že solídny rast celého regiónu bude v tomto roku pokračovať.

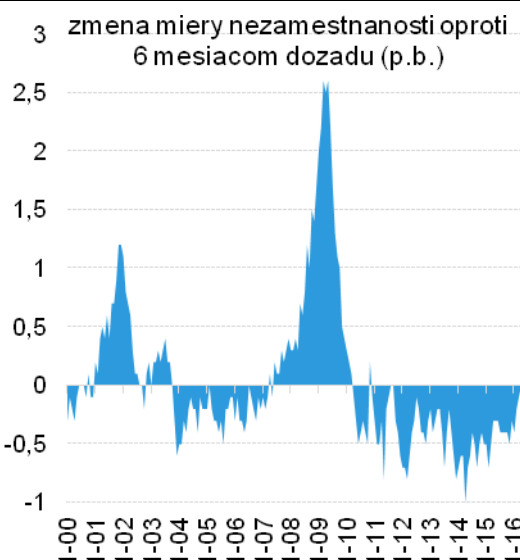
Rast v eurozóne v tomto roku nezrýchli

**Klesajúce predstihové indikátory naznačujú spomalenie tempa rastu v eurozóne.** Rast eurozóny aj Nemecka zostane v tomto roku blízko hranice jeden a pol percenta. Krajiny V3 zaznamenajú miernu korekciu oproti predchádzajúcemu výdatnému rastu. Riziko pre vývoj vonkajšieho prostredia predstavuje tvrdé pristátie americkej ekonomiky, geopolitická situácia a problémy bankového sektora v Taliansku a Portugalsku.

Graf 3: Medzikvartálny rast HDP v krajinách EÚ



Graf 4: Trh práce v USA sa stabilizuje na novej rovnovážnej úrovni



Zdroj: Eurostat, IFP

Zdroj: FRED, IFP

Brexit zhorší vývoj externého prostredia v budúcom roku

**Brexit mierne znižuje očakávaný rast hlavných obchodných partnerov Slovenska v budúcom roku.** Oproti pôvodným predpokladom bude rast HDP hlavných obchodných partnerov nižší o 0,1 p. b. Najviac budú ovplyvnené krajiny jadra eurozóny. Dopad na krajiny V3 bude kompenzovaný ich lepším fundamentálnym vývojom a celkový vplyv na prognózu je tak neutrálny<sup>1</sup>. **Pre tento rok sa rastové očakávania partnerov nezmenili.** Mierne sa zvýšil len výhľad Poľska a Maďarska. Rovnako sa nezmenila ani prognóza vývoja zahraničného dopytu, keď pokles nemeckých dovozov vykompenzoval nárast v krajinách V3. Predpoklady týkajúce sa externého dopytu vychádzajú zo stredného až pesimistického scenára júlového IFP komentára o Brexite.<sup>2</sup> Predpoklady sú tiež upravené o vývoj pozorovaný v druhom kvartáli 2016<sup>3</sup> a veľmi krátkou prognózou (nowcastingom) eurozóny. Predpoklady prognózy pokrývajúce vývoj externého

<sup>1</sup> Tento predpoklad je v súlade s najnovšími prognózami centrálnych bánk v regióne.

<sup>2</sup> Kolektív IFP, 2016: „Čo priniesie Brexit?“ <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=11174>

<sup>3</sup> Pre vybrané krajiny vrátane údajov za druhý kvartál 2016.

prostredia, úrokových sadzieb a cien komodit sú založené na informáciách dostupných ku koncu augusta 2016.

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

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

\*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: OECD, Bloomberg, IFP

Ekonomika porastie rovnako, ako minulý rok, o 3,6%

**Slovenská ekonomika v tomto roku vzrastie o 3,6 percenta.** Rast HDP bol v druhom kvartáli ťahaný zahraničným dopytom, ktorý predbehol očakávania z júna. Vo zvyšku roka predpokladáme aj naďalej svižné tempo rastu. **Jeho motorom bude v roku 2016 domáci aj zahraničný dopyt.**

Rast spotreby domácností na 8-ročnom maxime

**Spotreba domácnosti porastie vďaka priaznivému vývoju ekonomiky najviac za posledných 8 rokov.** Výroba automobilov na Slovensku smeruje v tomto roku k novému rekordu, čo potiahne dynamiku exportu nad hranicu 5%. Nábeh nového programového obdobia eurofondov zníži verejne investície. Prepád však bude v plnej miere kompenzovaný ohlásenými investíciami v automobilovom sektore (JLR, VW a PSA) a výstavbou bratislavského obchvatu D4/R7. **Predpokladáme, že ohlásené investície budú koncentrované do posledného štvrtroka tohto roka.**

V roku 2017 ukrojí z rastu Brexit necelých 0,2 p. b.

**V roku 2017 si slovenská ekonomika polepší aj napriek Brexit-u o 3,5 %.** Exportná výkonnosť zrýchli, tlmíť ju však bude situácia v externom prostredí v dôsledku referenda o vystúpení Veľkej Británie z EÚ. Brexit zvýši celkovú neistotu a spomalí ekonomiky našich najvýznamnejších obchodných partnerov. **Predpokladáme, že v roku 2017 ukrojí z rastu slovenskej ekonomiky necelých 0,2 p. b.** Pod vplyvom pokračujúcej výstavby automobilových závodov JLR a VW a D4/R7 významne zrýchli investičná aktivita. Verejné investície sa vrátia k rastu. Pozvoľný návrat inflácie spomalí rast reálnych miezd, ktorý mierne pribrzí tempo miňania domácností. **Vplyv daňovo-odvodových opatrení na ekonomiku bude v roku 2017 minimálny.**

Rast ekonomiky bude postupne akcelerovať

**V strednodobom horizonte očakávame postupnú akceleráciu ekonomického rastu na 3,9 % v roku 2018 a 4,4% v roku 2019.** Nová výroba v závodoch JLR a VW prinesie impulz do exportu.<sup>4</sup> Zmiernenie tempa investícií odráža najmä odznievajúce jednorazové faktory v automobilovom priemysle, no pokračujúca uvoľnená menová politika podporí úverové financovanie, čo priblíži dynamiku jadrových investícií<sup>5</sup> k potenciálnemu rastu. Rast spotreby domácností mierne predbehne rast hrubého disponibilného príjmu s predpokladom pozvoľného poklesu miery úspor. **Balíček daňovo-odvodových opatrení zníži rast HDP v roku 2018 o 0,1 p. b., v roku 2019 je vplyv nulový.**

<sup>4</sup> V kontexte skúseností s nábehom produkcií iných SUV modelov na Slovensku naďalej predpokladáme solidný nábeh produkcie JLR.

<sup>5</sup> Investície očistené o verejný sektor a jednorazové faktory.

## PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (september 2016)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2015	prognóza				rozdiel oproti júnu 2016			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>Hrubý domáci produkt</b>									
HDP, s.c.	3,6	3,6	3,5	3,9	4,4	0,4	-0,2	-0,2	-0,2
HDP, b.c. (mld. €)	78,1	80,5	84,0	88,5	94,2	0,1	-0,4	-0,9	-1,3
Súkromná spotreba, s.c.	2,4	2,9	2,5	2,7	2,9	-0,2	0,1	0,0	0,0
Súkromná spotreba, b.c.	2,2	2,4	3,4	4,4	4,9	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1
Vládna spotreba	3,4	1,8	1,7	1,3	1,1	1,6	0,0	0,0	-0,1
Fixné investície	14,0	-0,1	4,0	0,5	2,0	-0,2	-0,1	-0,4	0,0
Export tovarov a služieb	7,0	5,5	5,8	7,3	7,7	1,3	-0,2	-0,2	-0,8
Import tovarov a služieb	8,2	4,2	4,9	5,8	6,3	1,7	-0,1	0,0	-0,3
<b>Trh práce</b>									
Zamestnanosť (registrovaná)	2,1	2,1	1,5	1,1	0,9	0,4	0,5	0,0	0,0
Mzdy, nominálne	2,9	2,8	3,5	4,3	4,8	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3
Mzdy, reálne	3,3	3,3	2,6	2,7	2,8	-0,1	-0,4	0,0	-0,1
Miera nezamestnanosti	11,5	9,8	8,5	7,4	6,4	0,1	-0,2	-0,1	-0,1
<b>Inflácia</b>									
CPI	-0,3	-0,5	0,9	1,6	1,9	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2

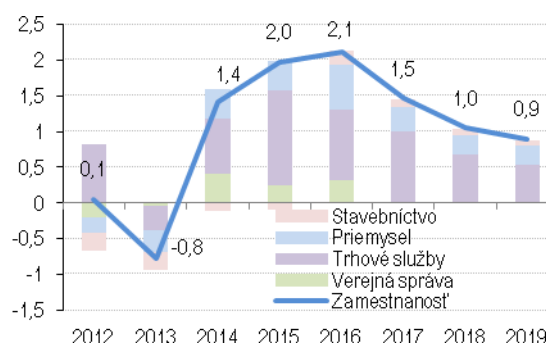
Zdroj: ŠÚ SR, IFP

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



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

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



Zdroj: IFP

V tomto roku pribudne takmer 50 tisíc nových pracovných miest

**Zamestnanosť bude pokračovať v roku 2016 v silnom raste 2,1 %, keď pribudne v ekonomike až 48 tisíc pracovných miest,** čo je viac ako v minulom roku. Rast zaznamenáme vo všetkých sektoroch. Aj v roku 2017 očakávame vysoký rast zamestnanosti o 1,5 %, hnaný súkromným sektorom a predovšetkým trhovými službami. V ďalších rokoch predpokladáme normalizáciu vzťahu medzi HDP a zamestnanosťou, ktorá bude rásť okolo 1 %. **Miera nezamestnanosti v tomto roku klesne na úroveň 9,8 %** a začiatkom budúceho roka bude atakovať historické minimum.

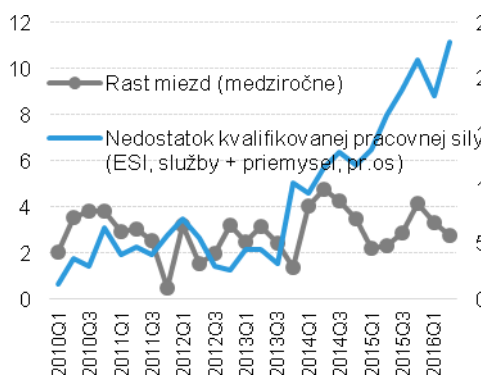
Priemerná nominálna mzda dosiahne v tomto roku 908 eur

**Priemerná nominálna mzda v hospodárstve bude v tomto roku rásť tempom 2,8 % a dosiahne 908 eur.** Zo sektorového hľadiska očakávame v tomto roku vysoký rast miezd (nad 4 %) v stavebníctve a vo verejnom sektore. Naopak mzda v sektore služieb porastie len pozvoľne. **Rast reálnych miezd prekročí vďaka deflácií 3 %** a zopakuje si tak minuloročné tempo. V roku 2017 rast nominálnych miezd zrýchli na 3,5 % a dosiahne 940 eur. V ďalších rokoch očakávame ďalšie zrýchlenie nad 4 % v súlade s rastom inflácie a produktivity.

Deflácia hlbšia než vlani...

**Deflácia v roku 2016 presiahne minuloročnú hodnotu,** keď ceny klesnú v priemere až o 0,5 %. K prehĺbeniu deflácie prispievajú najmä mimoriadne nízke ceny potravín a tiež pomalý rast cien obchodovateľných tovarov. Inflácia sa priblíži k nule až v závere roka.

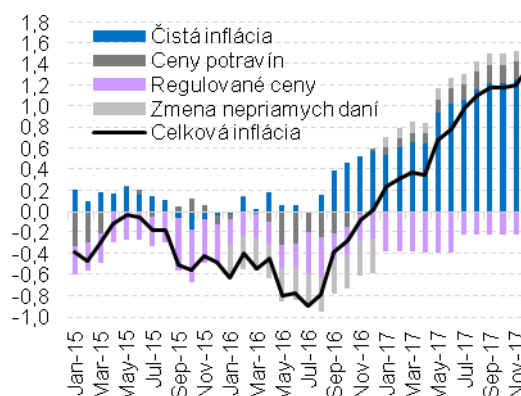
**Graf 7: Mzdy nereagujú na nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily (vľavo %)**



Zdroj: ŠÚSR, IFP

Pozn: ESI = Indikátor ekonomického sentimentu

**Graf 8: Vývoj a prognóza inflácie spolu s príspevkami jednotlivých zložiek (v p.b.)**



Zdroj: ŠÚSR, IFP

...a pomalší návrat inflácie v ďalších rokoch prognózy

**K rastu cien v budúcom roku prispeje predovšetkým dopytová inflácia.** Impulz k návratu inflácie do kladných čísel poskytne aj vrcholiaci vplyv kvantitatívneho uvoľňovania. Naopak, tlmiaci efekt na infláciu bude mať mierny pokles cien energií, ktorý predpokladáme na základe vývoja cien future kontraktov na európskych komoditných trhoch – poklesnú ceny plynu, elektriny i tepla pre domácnosti. Ceny potravín budú rásť pomaly na celom horizonte prognózy, keď pozitívny vývoj na svetových trhoch považujeme za značnej časti za štrukturálny. Najrýchlejšie budú rásť ceny služieb. **Inflácia sa vráti k inflačnému cieľu ECB až v závere roka 2019.**

Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené

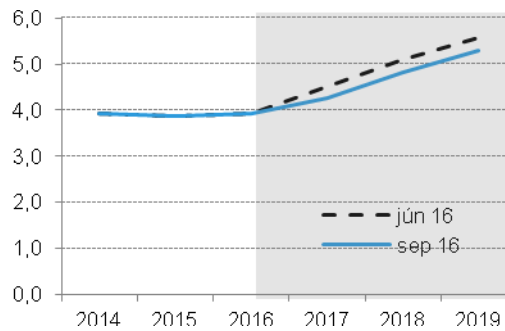
**Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené.** Negatívnym rizikom v externom prostredí je eskalácia geopolitického napätia (konflikt na Ukrajine, situácia v Turecku). Riziko predstavuje aj predčasný rast úrokových sadzieb v USA s negatívnym efektom na americký trh práce, a nestabilita bankového sektora v Taliansku a Portugalsku. Pozitívnym rizikom v externom prostredí zostáva oneskorený, no silnejší vplyv QE na domáci dopyt v eurozóne. **Posunutie rozhodnutia o Brexit-e a jeho miernejší vplyv na**

ekonomiku eurozóny a Británie je taktiež pozitívnym rizikom. V domácom prostredí je pozitívnym rizikom rozpustenie rekordne vysokých úspor a následné zrýchlenie rastu spotreby domácností. Na trhu práce môže prehrievanie priniesť dodatočný tlak na rast miezd v súkromnom sektore.

Nižšia inflácia brzdí rast daňových základní

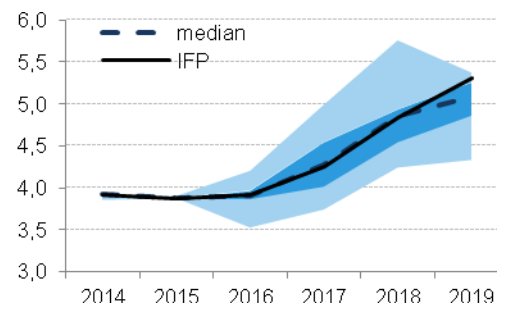
**Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je negatívny na celom horizonte prognózy s výnimkou roku 2016.** Príčinou je najmä pomalší cenový vývoj, ktorý znižuje rast všetkých nominálnych ekonomických indikátorov, spolu s nižším reálnym rastom HDP. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 22. 9. 2016.

**Graf 9: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní s predchádzajúcou prognózou**



Zdroj: IFP

**Graf 10: Porovnanie prognóz vážených základní<sup>6</sup> pre rozpočtové príjmy s členmi výboru**



Zdroj: IFP

Prognózu považujú za realistickú všetci členovia Výboru

Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 14. septembra 2016. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR **bola všetkými členmi Výboru** (NBS, 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.

<sup>6</sup> 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%.



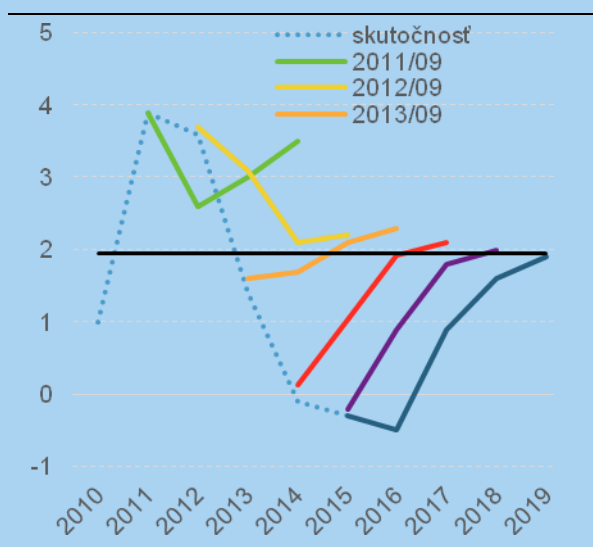
## BOX: Dosiahne inflácia svoj cieľ?

**Pravdepodobnosť dosiahnutia dvojpercentnej inflácie do jari 2018 je na Slovensku len minimálna (15 %). Oživenie inflácie bude len pozvoľné a nebude v tvare labutieho krku. MF SR opätovne pristupuje k zníženiu prognózy inflácie na celom strednodobom horizonte.**

Ešte začiatkom roka 2014 sa ekonómovia intenzívne zaoberali otázkou, aké veľké je riziko, že na Slovensku nastane deflácia<sup>7</sup>. Pravdepodobnosť poklesu inflácie do záporných čísel a jej zotrvania v tomto pásme sa nejavila byť vysoká. Napriek tomu sa tento jav stal skutočnosťou a počnúc januárom 2014 sme svedkami klesajúcej cenovej hladiny. Rovnaký trend, no v menšej miere je prítomný aj v celej Eurozóne.

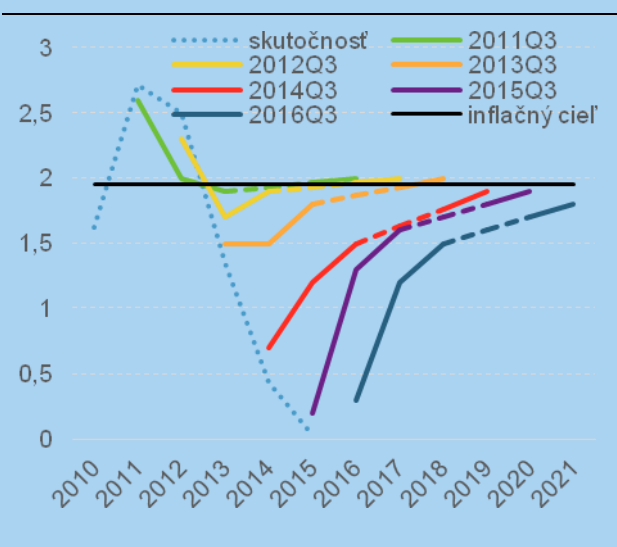
Za účelom prinavrátania inflácie k dlhodobému 2-percentnému cieľu naštartovala Európska centrálna banka (ECB) v marci 2015 program kvantitatívneho uvoľňovania (QE). **Účinky QE však zatiaľ nenaplnili očakávania a v kombinácii s chýbajúcou väzbou domáceho trhu práce na ceny služieb MF SR opakovane pristúpilo k revízií prognózy inflácie smerom nadol** (Graf A). Podobne, aj zahraniční analytici viacnásobne znižovali odhady inflácie v eurozóne (Graf B). Pri tvorbe prognóz však strednodobé inflačné očakávania analytikov zostávajú ukotvené blízko dvojpercentného inflačného cieľa ECB (pozri Survey of Professional Forecasters, SPF, 2016Q3).

Graf A: Rozpočtové inflačné prognózy MF SR



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Graf B: Prognózy priemernej inflácie (HICP) Eurozóny podľa SPF (v %)



Zdroj: SPF

Pozreli sme sa preto, či sú dvojpercentné inflačné očakávania konzistentné s prognózou ostatných makroekonomických veličín. Zostrojili sme jednoduchý probit model, v ktorom sa vysvetľovaná binárna premenná rovná jednej, ak medziročná zmena celkovej inflácie presahuje hodnotu 2 %. Ak túto hranicu inflácia nedosahuje, vysvetľovaná premenná sa rovná nule. Naším cieľom je odhadnúť pravdepodobnosť, že inflácia dosiahne v nasledujúcich siedmich kvartáloch dvojpercentnú hranicu, v závislosti od prognózovaného vývoja ostatných makroekonomických veličín.

Štatisticky významnými vysvetľujúcimi premennými inflácie na základe porovnania jednotlivých testovaných modelov sú: zahraničné ceny, ktoré zachytávajú šoky vo vonkajšom prostredí; kompenzácie

<sup>7</sup> Melioris, L., 2014: Riziko deflácie je najvyššie od krízy. <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=9514>

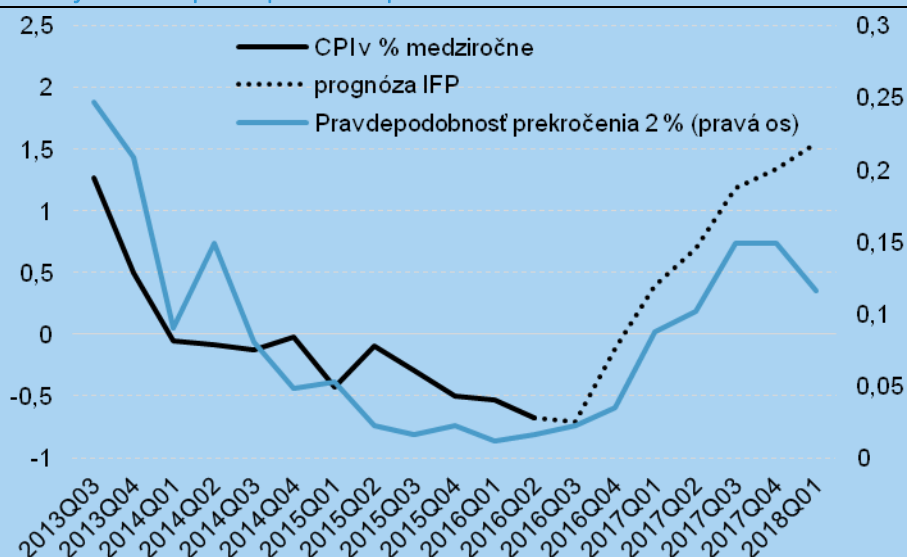
zamestnancov, ktoré sledujú vývoj v domácom dopyte; a ponukové šoky z cien potravín. Rast zahraničných cien sme vyfiltrovali HP-filtrom, aby sme očistili zahraničnú infláciu o ponukové šoky zachytené už cenách potravín. Odhadli sme probit model vo forme:

$$b(CPI_t) = \beta_0 - \beta_1 * d(EURSKK_{t-1}) * HP\_HICP\_EA_{t-1} - \beta_2 * COMPEN_t - \beta_3 * FAO_{t-2} + \varepsilon_t$$

- $b(CPI_t)$ : binárna premenná medzoročnej zmeny spotrebiteľských cien (CPI) na Slovensku v čase t;
- $d(EURSKK_{t-1}) * HP\_HICP\_EA_{t-1}$ : Medzoročná zmena zahraničných cien vyjadrená indexom HICP pre eurozónu v čase t-1, očistená HP-filtrom a prenasobená medzoročnou zmenou výmenného kurzu EURSKK;
- $COMPEN_t$ : Medzoročná zmena úrovne kompenzácií zamestnancov v čase t;
- $FAO_{t-2}$ : Medzoročná zmena cien potravín v čase t-2.

Využívajúc prognózy jednotlivých vysvetľujúcich makroekonomických premenných sme zistili, že pravdepodobnosť dosiahnutia dvojpercentnej inflácie do prvého kvartála 2018 je len maximálne 15 %. Oživenie inflácie bude teda pravdepodobne len veľmi pozvoľné a aj **preto MF SR opätovne pristupuje k zníženiu prognózy inflácie na celom strednodobom horizonte** (graf C). Podľa aktuálneho odhadu dosiahne rast spotrebiteľskej inflácie 2% až v závere roka 2019.

Graf C: Medzoročný rast CPI a pravdepodobnosť prekročenia 2% inflácie



Zdroj: ŠÚSR, Eurostat, IFP