

19. septembra 2013

Spotreba domácností pomáha oživovať ekonomiku

Makroekonomická prognóza na roky 2013 – 2016

Gabriel Machlica, Branislav Žúdel

Priaznivejší vývoj v eurozóne pomáha slovenskej ekonomike udržať si exportnú výkonnosť a zlepšuje jej vyhladky. Ekonomika tento rok vzrastie o 0,8% a budúci o 2,2%. Popri raste vývozov sa vďaka rastúcej spotrebiteľskej dôvere a nižšiemu rastu cien začína oživovať i domáca spotreba. Aktualizovaná prognóza má pozitívny vplyv na daňové základne.

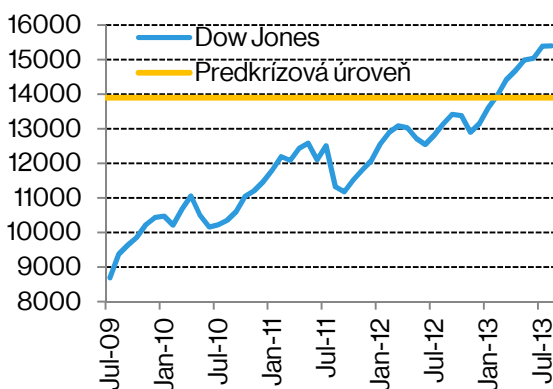
Akciové maximá, mierne zvýšenie volatility

Na rozvinutých kapitálových trhoch naďalej pretrvával prebytok likvidity a ceny akcií sa pohybovali na historických maximách. Napriek tomu sa volatilita od poslednej prognózy mierne zvýšila. Hlavným dôvodom boli obavy z priskorého zmiernenia expanzívnej monetárnej politiky americkej centrálnej banky, ktoré sa postupne rozplývajú. Na dlhopisovom trhu prišlo ku korekciám nadmieru nízkych výnosov a výnosy dlhopisov Nemecka a USA začali mierne stúpať.

Stabilizácia v eurozóne sa postupne premieta do podnikov

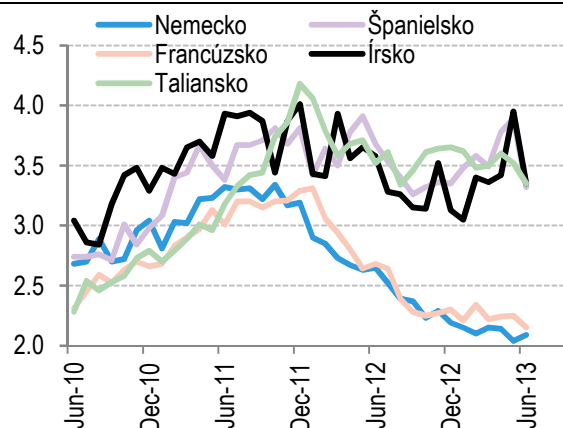
Finančné trhy v eurozóne zostávali stabilné a dlhopisy periférnych krajín boli naďalej na bezpečných úrovniach. Prebytok likvidity sa pomaly začal prejavovať i v reálnej ekonomike. Úverová aktivita podnikov v eurozóne sa odrazila od dna a naznačuje potenciálnu zmenu trendov. **Vývoj je však naďalej nevyrovnaný** (dvojrýchlostná eurozóna, Graf 2). Zlá situácia pretrváva v malých a stredných podnikoch eurozóny, ktorým klesajú zisky a rastie množstvo bankrotov.

Graf 1: Index Dow Jones Industrial Average v porovnaní s predkrízovým maximom z roku 2007



Zdroj: Bloomberg

Graf 2: Vývoj úrokových sadziieb na úvery podnikom vo vybraných krajinách eurozóny



Zdroj: Bloomberg

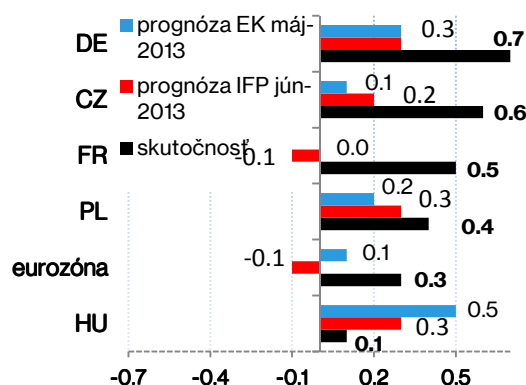
Materiál prezentuje názory autorov a Inštitútu finančnej politiky, ktoré nemusia nevyhnutne odrážať oficiálne názory Ministerstva financií SR. Cieľom publikovania komentárov Inštitútu finančnej politiky (IFP) je podnecovať a zlepšovať odbornú a verejnú diskusiu na aktuálne ekonomické témy. Citácie textu by sa preto mali odkazovať na IFP (a nie MF SR), ako autora týchto názorov



Pozitívny vývoj vonkajšieho prostredia v druhom kvartáli

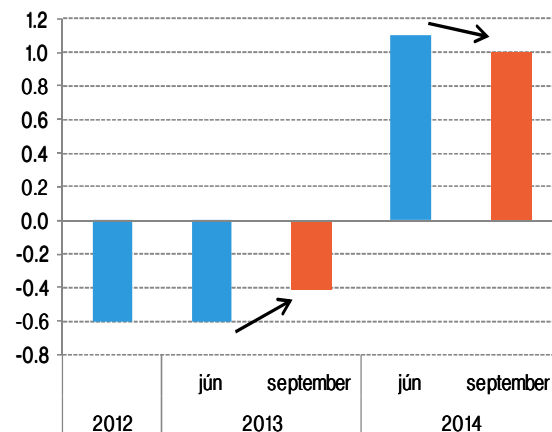
Recesia sa v eurozóne po roku a pol skončila. Ukazovatele očakávaní naznačujú, že rast v eurozóne by mal pokračovať aj v druhej polovici roka. Priaznivý vývoj bol predovšetkým v Nemecku a vo Francúzsku. Pozitívne prekvapila spotreba domácností, ktorá vzrástla po prvýkrát od roku 2011. Napriek tomu, že časť rastu ekonomík bola spôsobená jednorazovými efektmi¹, vývoj predstihol celkové očakávania (Graf 3). Mäkké indikátory naznačujú ďalšie zlepšenie situácie, nemecké indexy očakávaní IFO a ZEW² poukazujú na pravdepodobné pokračovanie rastu Nemecka v druhej polovici roka 2013.

Graf 3: Rast HDP v 2Q 2013 (% QoQ)



Zdroj: IFP, Jarná prognóza EK, Eurostat

Graf 4: Prognóza rastu HDP eurozóne - ECB (%)



Zdroj: ECB

Zmiešané vyhladky v eurozóne na rok 2013-14

Predpoklady o vonkajšom prostredí sa pre tento rok zlepšili. Priaznivá situácia v druhom kvartáli a zlepšenie mäkkých indikátorov sa premietli do revízie prognóz medzinárodných inštitúcií smerom nahor (ECB, OECD). No vývoj v ďalších rokoch zostáva neistý. Vysoká nezamestnanosť a pomalé znižovanie nerovnováh v eurozóne ako aj pomalší rast rozvíjajúcich sa krajín pôsobia proti výraznejšiemu rastu vonkajšieho prostredia. Predpoklady týkajúce sa externého dopytu na rok 2013 preto aj po konzultáciách s MMF a OECD upravujeme smerom nahor, kým ďalšie roky mierne znižujeme (Tabuľka 1).

Tabuľka 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2013 až 2016³

	HDP (% rast)				Rozdiel oproti jan. 2013				Import (% rast)				Rozdiel oproti jan. 2013			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Najvýznam. obchodní partneri SR	-0,1	1,3	1,5	1,5	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,7	3,4	3,7	4,0	0,7	-0,2	-0,2	0,0
<i>z toho eurozóna</i>	-0,5	0,9	-	-	0,1	-0,1	-	-	-0,4	2,7	-	-	-0,4	-0,3	-	-
Nemecko	0,5	1,5	-	-	0,1	-0,1	-	-	1,2	4,8	-	-	-0,9	-0,3	-	-
<i>Česká rep.</i>	-0,9	1,7	-	-	0,1	0,4	-	-	-0,9	4,8	-	-	2,1	0,2	-	-
<i>Poľsko</i>	1,1	2,2	-	-	0,1	-0,1	-	-	2,8	2,3	-	-	3,2	-0,2	-	-
<i>Maďarsko</i>	0,4	1,2	-	-	0,2	0,0	-	-	3,2	2,9	-	-	1,1	-0,5	-	-

Zdroj: Bloomberg, OECD, IFP

¹ Sezónne vplyvy dlhšej a chladnejšej zimy a štatistický efekt veľkej noci spadajúcej tento rok do prvého kvartálu.

² Ktorý v septembri výrazne vzrástol.

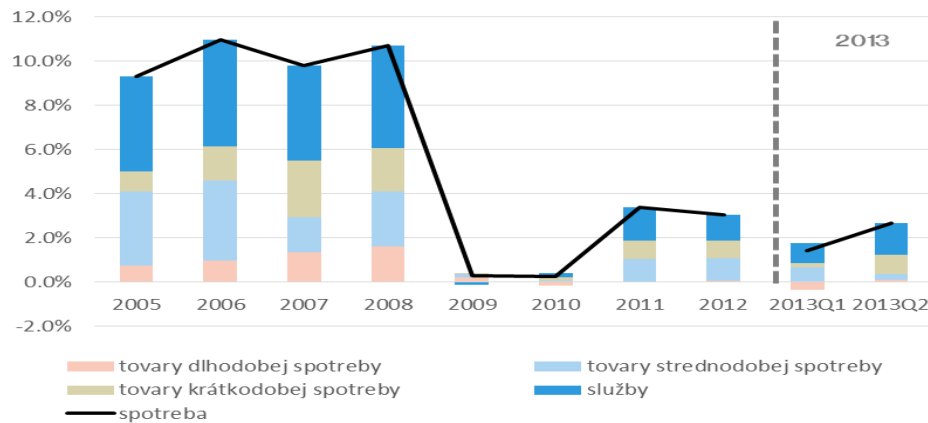
³ V úsilí využiť všetky dostupné informácie o vývoji vonkajšieho prostredia sme májovú prognózu OECD upravili o aktuálne odhady konsenzu medzinárodných finančných inštitúcií (konsenzus Bloomberg).

Rast v roku 2013 ťahaný aj domácou spotrebou

Slovenská ekonomika v tomto roku vzrastie o 0,8%. Hlavným motorom rastu bude čistý export, ktorý zrýchli aj vďaka priaznivej situácii u našich obchodných partnerov. Ekonomike bude navyše pomáhať aj oživenie spotreby, ktorá vzrástla prvýkrát po štyroch rokoch. Domácnosti postupne zvyšujú svoju spotrebu, najmä vďaka nižšej inflácii a zlepšenej dôvere v budúci vývoj hospodárstva⁴. Spotrebiteľské správanie však zostáva nezmenené. Domácnosti naďalej odkladajú výdavky na tovary dlhodobej spotreby a luxusné tovary (Graf 5). Vzhľadom na nezmenenú štruktúru spotreby a problémy na trhu práce očakávame len pomalší a postupný nárast spotreby v ďalších rokoch.

Rast ekonomiky bude tmiť vývoj investícií a znižovanie výdavkov verejnej správy. Pokračujúci pokles ziskov firiem a úverov brzdí investičnú aktivitu. Tá by sa mala začať oživovať v roku 2014 vďaka výstavbe diaľnic a investičným projektom v automobilovom priemysle. Spotreba verejnej správy bude naďalej klesať kvôli pokračujúcej fiškálnej konsolidácii.

Graf 5: Príspevky k zmene spotreby



Zdroj: IFP, vlastné prepočty,

Postupné zrýchlenie ekonomiky

V ďalších rokoch by mala ekonomika postupne zrýchľovať. Pri zlepšujúcom sa externom prostredí sa bude postupne oživovať domáci dopyt aj pri pokračujúcej konsolidácii verejných financií a postupnom zlepšovaní na trhu práce. Rast ekonomiky by mal dosiahnuť 2,2% v roku 2014 a postupne ďalej akcelerovať.

Tabuľka 2: PROGNOZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (september 2013)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2012	prognóza				rozdiel oproti júnu 2013			
		2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Hrubý domáci produkt									
HDP, s.c.	2.0	0.8	2.2	2.9	3.1	0.3	0.0	0.1	-0.4
HDP, b.c. (mld. €)	71.5	73.0	75.8	79.5	83.5	0.4	0.0	0.0	-0.3
Súkromná spotreba, s.c.	-0.6	0.5	0.8	2.1	2.2	1.2	0.1	-0.2	-0.5
Súkromná spotreba, b.c.	3.1	2.0	2.5	4.3	4.6	1.1	-0.2	-0.1	-0.2
Vládna spotreba	-0.6	-0.7	-1.2	-2.3	-2.2	1.2	-0.8	0.8	-2.8
Fixné investície	-3.7	-5.8	2.9	-0.1	-1.5	-0.5	-0.6	-0.2	-2.1
Export tovarov a služieb	8.6	4.8	4.3	4.5	5.1	2.3	0.0	-0.4	-0.1
Import tovarov a služieb	2.8	1.7	3.3	2.9	3.3	1.2	-0.2	-0.4	-0.8
Trh práce									

⁴ V súlade s mákkým indikátorom dôvery spotrebiteľov sa vyvíja aj tvorba úspor, ktorej medziročný rast v prvom polroku zaostával za rastom spotreby.

Zamestnanosť (registrovaná)	-0.1	-1.0	0.2	0.6	0.7	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Mzdy, nominálne	2.4	2.6	2.8	3.4	3.5	0.6	0.2	-0.3	-0.6
Mzdy, reálne	-1.2	0.9	1.1	1.3	1.2	0.6	0.4	-0.4	-0.8
Miera nezamestnanosti (VZPS)	13.9	14.5	14.3	13.6	12.7	0.0	0.1	0.1	0.1
Inflácia									
CPI	3.6	1.6	1.7	2.1	2.3	-0.1	-0.2	0.1	0.3

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

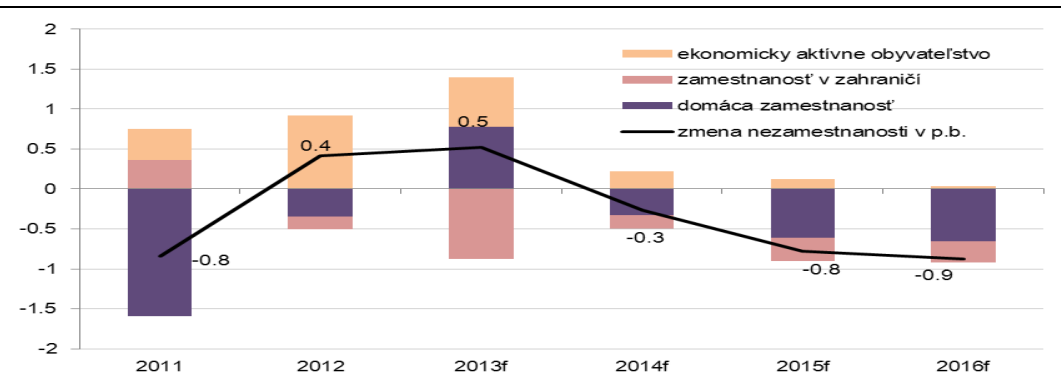
Zvrat na trhu práce až v roku 2014

Zamestnanosť podľa metodiky ESA95 klesala aj v druhom štvrťroku 2013, najmä v malých podnikoch a v odvetviach stavebníctva a priemyslu. Aj pri priaznivejšom vývoji ekonomiky by v tomto roku mala priemerná nezamestnanosť dosiahnuť úroveň 14,5% (podľa výberového zisťovania pracovných síl).

Miera nezamestnanosti začne postupne klesať v roku 2014. Pokles nezamestnanosti je aj pri oživení sťažený vysokou mierou štrukturálnej nezamestnanosti (podrobnosti v Boxe). Výraznejší nárast zamestnanosti a pokles nezamestnanosti by mal prísť v roku 2015 spolu s rýchlejšim oživením ekonomiky.

Reálna mzda sa v tomto roku po dvoch rokoch poklesu zvýši. Vyšší rast produktivity práce tlačí rast nominálnych miezd smerom hore. Navyše, postupný pokles rastu cien má priaznivý vplyv na reálne mzdy a kúpyschopnosť obyvateľstva. **Reálna mzda by mala rásť aj v nasledujúcich rokoch.** Všeobecne bude rast miezd rýchlejší v súkromnom sektore, kým v štátnej správe bude tlmený konsolidáciou verejných financií.

Graf 6: Príspevky k zmene nezamestnanosti



Zdroj: ŠÚ SR, IFP, vlastné prepočty,

Inflácia ďalej klesá

Rast cenovej hladiny bude v tomto roku výrazne nižší ako v predchádzajúcich dvoch rokoch. Predpokladaný medzoročný rast spotrebiteľských cien je na úrovni 1,6%. Hlavným dôvodom spomalenia rastu cien je výrazne pomalší rast regulovaných cien a nízke hodnoty čistej inflácie. Oproti priemeru minulých rokov je rast regulovaných cien približne šestinový. Očakávame, že ohlásená vysoká úroda ukončí obdobie nadpriemerného rastu cien potravín. **Od januára budúceho roka dôjde k ďalšiemu poklesu ceny elektriny pre domácnosti** a celá položka regulovaných cien bude opäť rásť len veľmi mierne. Čistá inflácia sa bude zotavovať pomaly. Na rok 2014 preto prognózujeme rast cien približne na tohtoročnej úrovni. V horizonte rokov 2015-2016 inflácia postupne stúpne nad úroveň 2%⁵.

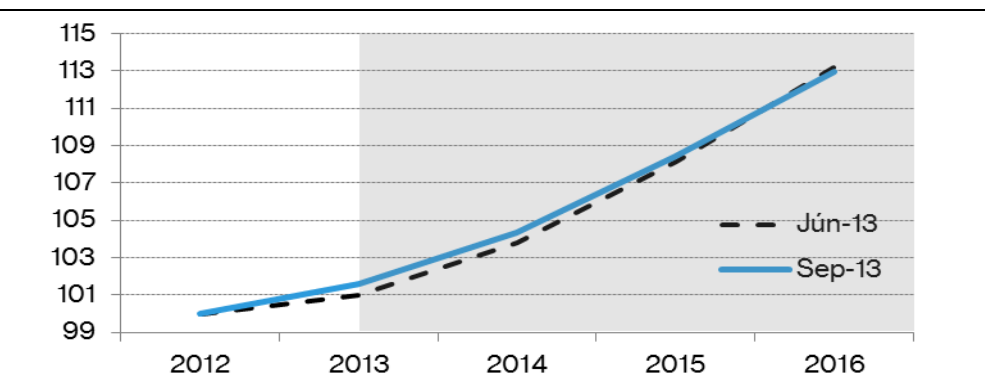
⁵ CPI v roku 2011 dosiahla 3,9 %, v roku 2012 mierne klesla na 3,6 %

Pozitívny vplyv na daňové základne

Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je pozitívny v celom horizonte prognózy s výnimkou roka 2016, kedy sa prejaví výraznejšia konsolidácia verejných financií. Nominálna úroveň HDP aj spotreby domácností prevyšuje naše júnové odhady. Mzdová báza zostáva prakticky nezmenená, mierne nižší výhľad zamestnanosti je v nej kompenzovaný vyššími mzdami, čo odráža vývoj v tomto roku.

2012	2013			2014			2015			2016		
	skut.	Jún-13	Sep-13	Δ	Jún-13	Sep-13	Δ	Jún-13	Sep-13	Δ	Jún-13	Sep-13
100	101	101.6	0.6	103.8	104.4	0.5	108.1	108.5	0.3	113.2	112.9	-0.2

Graf 7: Vývoj makroekonomických základní⁶ v porovnaní s júnovou prognózou

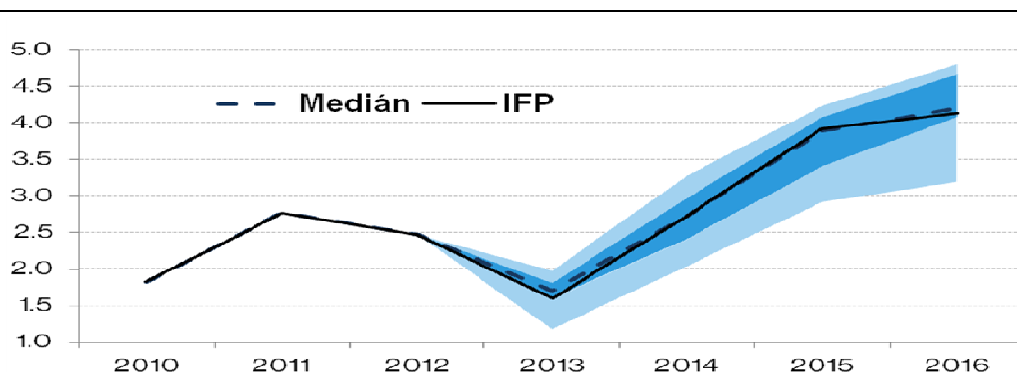


Zdroj: IFP, vlastné prepočty,

Realistická prognóza

Strednodobá **prognóza** makroekonomickeho vývoja vypracovaná MF SR **bola väčšinou členov Výboru** (NBS, Infostat, Tatra banka, UniCredit, SLSP, VÚB a Sberbank) **charakterizovaná ako realistická**, s výnimkou ČSOB, ktorá hodnotila prognózu ako optimistickú. Detailná makroekonomicke prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomicke prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

Graf 8: Porovnanie prognóz vážených základní⁶ pre rozpočtové príjmy s členmi výboru⁷



Zdroj: IFP, vlastné prepočty,

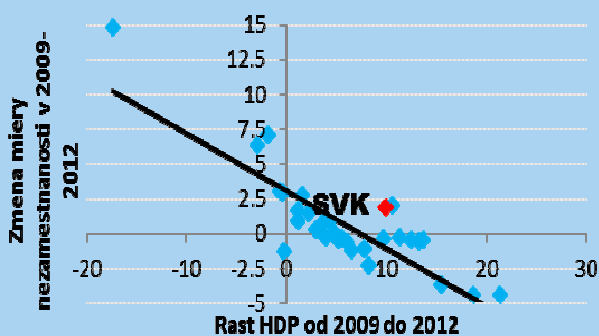
⁶ Makroekonomicke základne pre rozpočtové príjmy (váha ukazovateľov závisí od podielu jednotlivých daní na celkových daňových a odvodových príjmoch); Mzdová báza (zamestnanosť + nominálna mzda) - 51.1%, Nominálna súkromná spotreba - 25.7%, Reálna súkromná spotreba - 6.6%, Nominálny rast HDP - 9.9%, Reálny rast HDP - 6.7%.

⁷ Tmavomodrá oblasť predstavuje 50% členov výboru, prerušovaná čiara je medián. Prognóza IFP je vyznačená plnou čiarou.

BOX: Aké ťažké je udržateľne znížiť nezamestnanosť na Slovensku?

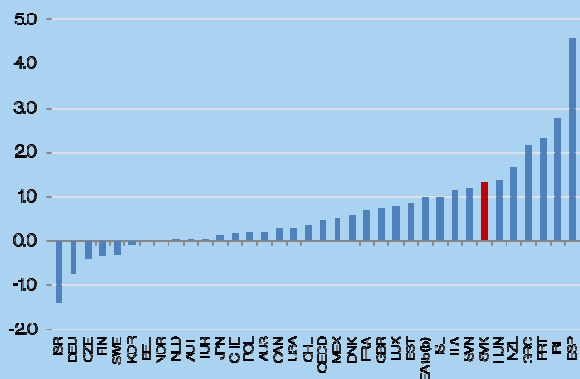
Miera nezamestnanosti podľa VZPS dosiahla na Slovensku v druhom kvartáli 2013 výšku 14%. Dlhodobo vysoko presahuje priemer OECD (8,0%). Na výkon hospodárstva reaguje slabšie. Hoci ekonomika Slovenska rástla medzi rokmi 2009-2012 v rámci EÚ a OECD nadpriemerne rýchlo, zmena miery nezamestnanosti bola za rovnaké obdobie v porovnaní s rovnakými krajinami len podpriemerná (Graf A). Naznačuje to, že jej pôvod je viac štrukturálny ako cyklický.

Graf A: Porovnanie rastu HDP so zmenou nezamestnanosti v OECD



Zdroj: OECD, IFP, vlastné prepočty

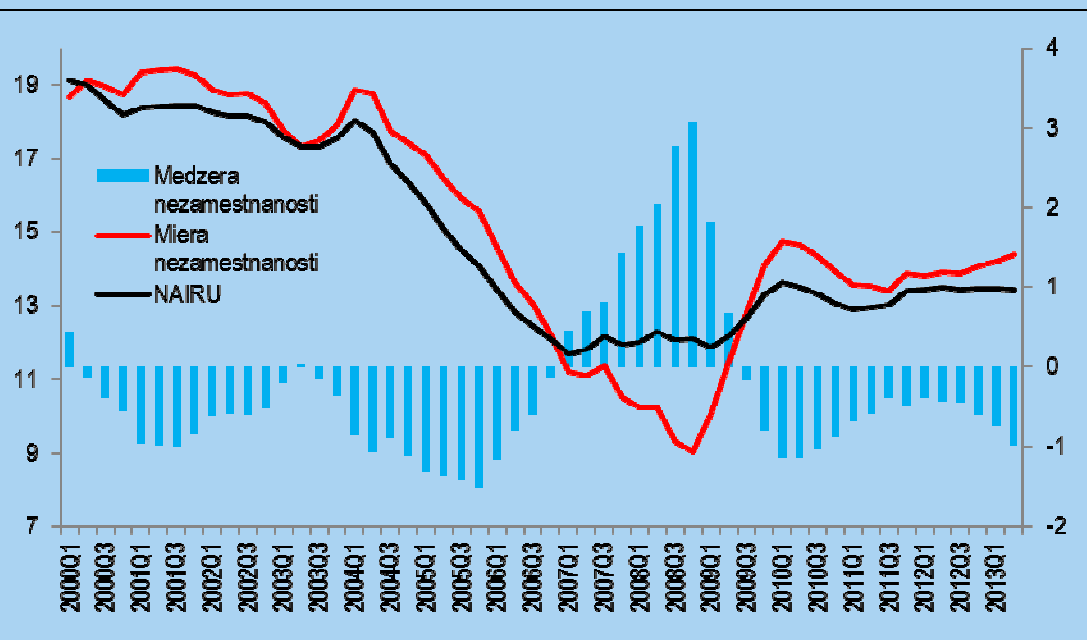
Graf B: Zmena NAIRU podľa OECD v rokoch 2008-2012 (v p.b.)



Zdroj: OECD

IFP sa pokúsil odhadnúť štrukturálnu mieru nezamestnanosti pomocou odhadu tzv. NAIRU (z angl. non-accelerating inflation rate of unemployment), teda miery nezamestnanosti, ktorá je konzistentná so stabilnou infláciou v hospodárstve. **Odhad NAIRU* pre Slovensko v roku 2013 je na úrovni 13,5%, čo je približne 1 p. b. pod aktuálnou úrovňou miery nezamestnanosti podľa VZPS (Graf C) a vysoko nad priemerom OECD (7,0%).**

Graf C: Vývoj NAIRU



Zdroj: IFP, vlastné prepočty,



Z nášho odhadu NAIRU plynie nasledovné:

- Väčšiu časť nezamestnanosti na Slovensku tvorí štrukturálna nezamestnanosť. Z tohto dôvodu bude znižovanie miery nezamestnanosti náročnejšie, a ani výrazné oživenie zahraničného dopytu nemusí viesť k jej udržateľnému poklesu.
- Stálejšie a udržateľné zníženie nezamestnanosti sa musí opierať o zlepšenie štruktúry trhu práce, najmä v oblasti aktívnych politik trhu práce, vzdelávania a mobility pracovnej sily.
- Cyklická nezamestnanosť spôsobená krízou sa po čase môže pretaviť do rastu štrukturálnej nezamestnanosti, ak ľudia bez práce začnú strácať kontakt s trhom práce, pracovné zručnosti, a pod. Pomôcť môže napríklad odvodová úľava zameraná na dlhodobo nezamestnaných ([komentár IFP č. 10/2013](#)).

**IFP sa pri odhade NAIRU opiera o tzv. gap model ekonomiky SR a eurozóny inšpirovaný metodikou MMF (Carabenciov et al., 2008). V ňom veľká zatvorená ekonomika (Eurozóna) ovplyvňuje hospodárstvo Slovenska, avšak Slovensko – ako malá otvorená ekonomika – naopak neovplyvňuje hospodárstvo Eurozóny. Pomocou Kalmanovho filtra model následne odhadne štrukturálnu a cyklickú zložku nezamestnanosti a HDP.*