

21. september 2015

Najviac pracovných miest od krízy

Makroekonomická prognóza na roky 2015 – 2018

Lucia Šrámková, Libor Melioris, Vladimír Peciar

Slovenská ekonomika v tomto roku dosiahne úctyhodné tempo rastu 3,2 percenta. V roli lokomotívy sú tentokrát investície, ktoré benefitujú z rýchleho čerpania bruselských peňazí na konci programového obdobia. Na trhu práce pribudne najviac pracovných miest od krízy. Podobný vývoj zaznamená ekonomika aj v budúcom roku, a trh práce bude pokračovať v dynamickom raste. Významné pozitívne riziko pre budúcoročný rast nezahrnuté v prognóze predstavuje výstavba automobilky Jaguar Land Rover.

FED odkladá uťahovanie menovej politiky. Americká centrálna banka na septembrovom zasadnutí nepristúpila k dlho očakávanému zvyšovaniu úrokových sadzieb. ECB pokračuje, podľa plánu, v uvoľnenej menovej politike s programom kvantitatívneho uvoľňovania (QE). Trhy však začínajú špekulovať o možnosti predĺženia programu. Reakcie oboch menových autorít boli ovplyvnené zvýšeným rizikom pretrvávania nízkej inflácie, ako aj obavami o tempo globálneho rastu, ktoré sa zatiaľ odzrkadlili v otrasoch na finančných trhoch, na ktoré najmä FED reaguje obzvlášť citlivo.

Aktiové trhy na celom svete zažili koncom augusta čierny pondelok. Správy o spomalení rastu čínskej ekonomiky pod 6 percent vyústili v chaos na čínskom akciovom trhu a spôsobili prepád indexu Shanghai Composite o 8,5 percenta, ktorý tak zmazal tohtoročné zisky. Nákaza sa rozšírila na všetky svetové burzy, no výpredaj európskych či amerických indexov bol dočasný a korekcia vo vývoji zodpovedá fundamentom hlavných ekonomík. **Júnové dosiahnutie dohody medzi Gréckom a veriteľmi viedlo k plošnému zníženiu výnosov dlhopisov v krajinách eurozóny.** Aj počas hektických vyjednávaní v júni bola nákaza smerom k iným periférnym krajinám eurozóny obmedzená. Trend poklesu výnosov bol v závere leta umocnený odklonom investorov od rizikových aktív.

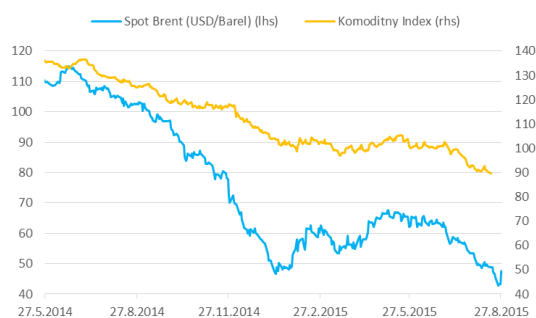
Cena ropy dosiahla nové pokrízové dno (43USD/barel) a preto znižujeme prognózu na celom horizonte o takmer 20 dolárov za barel. Previs ponuky nad dopytom je ovplyvnený snahou o opätovné pripojenie Indonézie ku krajinám OPEC, uvoľnením reštrikcií voči Iránu a rozhodnutím OPECu neznižovať ťažbu. Pokles dopytu mimo USA a Európy vyústil aj do prepádu cien ostatných komodít.

Graf 1: Prepád akciových indexov



Zdroj: Bloomberg

Vývoj cien ropy Brent a ostatných komodít



Zdroj: ECB euro area bank lending survey

Zvyšovanie úrokových sadzieb v USA sa odkladá na prelom rokov

Pokles ázijských trhov

Nižší dopyt v BRICs tlačí ceny komodít nadol



Silný rast v USA a slabnúce rozvíjajúce sa krajiny

V globálnej ekonomike zápasia protichodné trendy. Optimizmus vychádzajúci z kondície americkej ekonomiky je tlmený neuspokojivým vývojom v rozvíjajúcich sa krajinách. Kolaps čínskych akciových trhov odráža fyzické limity rastového modelu čínskej ekonomiky založeného najmä na exporte a investíciách. Súčasne s recesiou zápasia dve ďalšie veľké rozvíjajúce sa ekonomiky: Rusko a Brazília. Prvým hmatateľným dôsledkom problémov rozvíjajúcich sa ekonomík je prepad cien surovín. Tento efekt síce krátkodobo pomáha európskym ekonomikám, ktoré sú čistými importérmi surovín, no v dlhodobom horizonte signalizujú nízke ceny primárnych komodít nižší než očakávaný rast ekonomickej aktivity a znižovanie priestoru pre potenciálnu akceleráciu európskej aj svetovej ekonomiky.

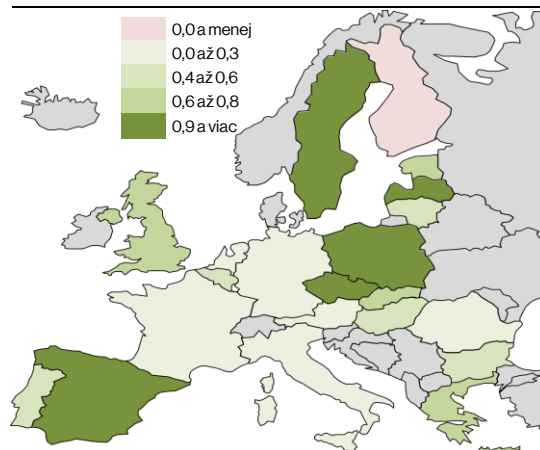
Eurozóna rastie, no nezrýchľuje

Európska ekonomika narástla, hospodársky rast však prestal akcelerovať. Ekonomika eurozóny sa v prvom polroku medziročne zväčšila o 1,5%. Nemecká ekonomika zaznamenala obdobný a sektorovo vyvážený rast. Z ostatných krajín pozitívne vyčnievajú Španielsko a Taliansko. Talianska ekonomika rástla už v druhý kvartál po sebe, čo je prvýkrát od roku 2011. Pozitívny obraz koriguje Francúzsko, ktoré v druhom štvrtroku stagnovalo. Ekonomiky Česka, Poľska a Maďarska zaznamenali takmer dvojnásobne vyššie rasty než priemer EÚ. Najmä vývoj v Česku výrazne prekonal očakávania. Podobne ako v prípade slovenskej ekonomiky sú aj rasty v okolitých krajinách z veľkej miery podporované zrýchleným čerpaním eurofondov.

Región Višegrádu s dynamickým rastom, aj vďaka EÚ fondom

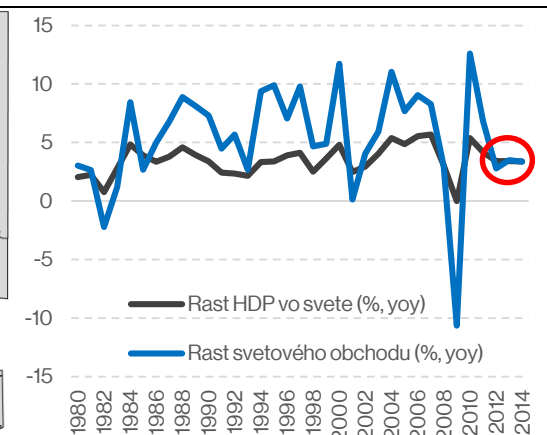
Stagnácia očakávaní v eurozóne a ich mierny prepád v Nemecku naznačuje, že hospodársky rast v najbližšom období nebude zrýchľovať. Rast v eurozóne by sa v tomto roku mal pohybovať okolo 1,5%. Obdobný rast by malo zaznamenať aj Nemecko. Okrem externých faktorov je priestor pre potenciálny rast eurozóny okliešťovaný pretrvávajúcou neistotou ohľadom inštitucionálneho usporiadania menovej únie. Priemerný rast krajín V3 prekročí hranicu 3%.

Graf 3: Medzikvartálny rast HDP v krajinách EÚ



Zdroj: Eurostat, IFP

Graf 4: Stagnácia rastu zahraničného obchodu



Zdroj: IFP

Slabšie vyhliadky zahraničného dopytu vo zvyšku tohto roka i v 2016

Prognóza hospodárskeho rastu našich hlavných obchodných partnerov bola navýšená v tomto a znížená v budúcom roku. Zlepšenie vývoja zahraničia v tomto roku ide na vrub najmä zlepšeniu rastového výhľadu v Česku pri potvrdení prognózovaného rastu v ostatných ekonomikách. Vo zvyšku roka však nedôjde k akcelerácii rastu a ani vážených dovozov obchodných partnerov. Podobne, zhoršenie vonkajšieho prostredia v budúcom roku súvisí s pomalším rastom eurozóny a znížením výhľadu pre veľké rozvojové ekonomiky (Čína, Rusko). Zníženie prognózy rastu vonkajšieho dopytu na konci strednodobého horizontu je založené na pomalšom raste globálneho obchodu,

ktorý prestáva držať krok s rastom ekonomickej aktivity.¹ Predpoklady týkajúce sa externého dopytu vychádzajú z prognózy MMF korigovanej vývojom pozorovaným v druhom kvartáli a veľmi krátkou prognózou (nowcastingom) vývoja eurozóny. Predpoklady prognózy pokrývajúce vývoj externého prostredia, úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na informáciách dostupných k začiatku septembra 2015.

Tabuľka č. 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2015 až 2018

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti jun. 2015					Import (% rast)					Rozdiel oproti jun. 2015				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Najvýzn. obch. partneri SR	2,2	2,4	2,3	2,1	2,0	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,0	7,1	6,2	5,4	4,9	4,5	0,0	1,0	-0,2	0,0	-0,1
z toho eurozóna*	0,9	1,5	1,8	-	-	0,0	0,0	-0,3	-	-	2,8	4,2	4,2	-	-	0,0	0,2	-0,3	-	-
Nemecko	1,6	1,5	1,9	-	-	0,0	0,0	-0,1	-	-	3,3	4,5	5,2	-	-	0,0	0,0	-0,4	-	-
Česká rep.	2,0	4,1	2,9	-	-	0,0	1,0	0,1	-	-	9,6	9,2	7,6	-	-	0,0	2,2	1,1	-	-
Poľsko	3,3	3,4	3,4	-	-	0,0	0,1	0,0	-	-	8,7	7,6	7,1	-	-	0,0	0,0	-0,1	-	-
Maďarsko	3,2	2,8	2,3	-	-	0,0	0,0	0,1	-	-	10,0	5,9	5,2	-	-	0,0	0,3	0,0	-	-

*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: OECD, Bloomberg, IFP

Ťahúňom rastu v roku 2015 zostáva aj naďalej výlučne domáci dopyt

Slovenská ekonomika v tomto roku porastie o 3,2%. Rast v druhom kvartáli bol v súlade s júnovými predpokladmi. Výrazný rozdiel bol v jeho štruktúre, keď k rastu prispel výlučne domáci dopyt. V priebehu roka očakávame stabilné rasty bez ďalšieho zrýchľovania. **Motorom rastu budú naďalej investície a domáca spotreba.** Investície porastú o takmer 8 percent, čo je najviac od roku 2011. Ich rast bude z dvoch tretín ťahaný verejným sektorom, kde kulminuje čerpanie EÚ fondov z druhého programového obdobia (viac o verejných investíciách v Boxe). Oproti očakávaniam zaostáva vývoj súkromných investícií (nominálny rast v prvom polroku je menej ako 2 percentá), čo zohľadňujeme aj pri výhľade rastu na celý rok, ktorý znižujeme pod 3 percentá². Mierny rast súkromnej spotreby zohľadňuje slabší rast disponibilného dôchodku (v porovnaní so mzdovou základou) a vysokú mieru úspor domácností, ktorá dosahuje 15 ročné maximum. Po korekcii v druhom kvartáli sa export vráti na rastovú trajektóriu.

Stabilný rast bude pokračovať aj v budúcom roku

V roku 2016 dosiahne rast ekonomiky 3,1%. Slabšia výkonnosť ekonomík našich obchodných partnerov príbrzdí rast exportu, no vplyv na ekonomiku nebude zásadný najmä vďaka lacnejšej rope. Verejné investície si už nezopakujú výnimočne dobrý rok 2015, na druhej strane predpokladáme rýchlejší rast investícií v súkromnom sektore, čo súvisí s nahromadením zdrojov, dosiahnutím predkrízových úrovní využitia výrobných kapacít a vrcholom vplyvu QE. Zásadné pozitívne riziko pre investície nad rámec základného scenára prognózy predstavuje možná výstavba automobilového závodu Jaguar Land Rover. **Spotreba domácností zrýchli vďaka vyššiemu reálnemu rastu disponibilného dôchodku viac než v tomto roku.**

¹ V predkrízovom období platilo, že 1% rast svetového HDP vyvoláva približne 2,5% rast svetového obchodu. Tento pomer klesol v pokrízovom období zhruba k parite medzi rastom HDP a zahraničného obchodu.

² Investície očistené o verejný sektor a jednorazové faktory.

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



Graf 6: Štruktúra medzioročného nominálneho rastu investícií



Zdroj: SÚ SR, IFP

Zdroj: ŠÚSR, IFP

Vyvážená štruktúra rastu na konci prognózovaného obdobia

V nasledujúcich rokoch dôjde k zrýchleniu rastu ekonomiky na 3,6% s miernou prevahou príspevku domáceho dopytu nad čistým exportom. Ľahší prístup k úverom podporí investície súkromného sektora, ktoré budú akcelerovať aj napriek odznievajúcim jednorazovým faktorom v automobilovom priemysle. Rast spotreby domácností bude kopírovať rast disponibilného dôchodku, ktorý bude mierne zaostávať za rastom mzdovej bázy. Vývoj exportov bude v súlade s rastom zahraničného dopytu, pričom aj naďalej predpokladáme mierne získavanie trhových podielov našimi exportérmi na zahraničných trhoch.

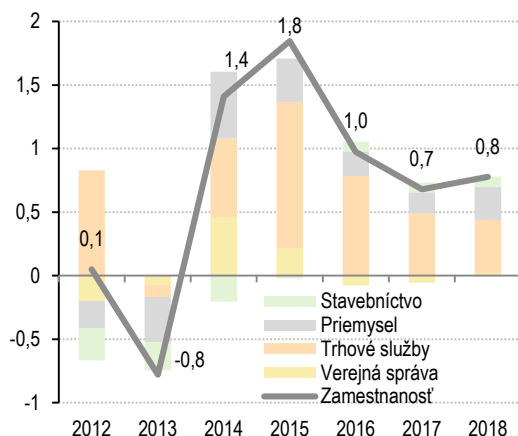
PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (september 2015)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2014	2015				2016				2017				2018			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Hrubý domáci produkt																	
HDP, s.c.	2,4	3,2	3,1	3,6	3,6	0,0	-0,6	0,0	0,0								
HDP, b.c. (mld. €)	75,2	77,5	80,6	85,1	89,9	-0,2	-1,1	-1,1	-1,2								
Súkromná spotreba, s.c.	2,2	2,1	2,7	2,7	2,8	0,0	-0,1	-0,2	0,0								
Súkromná spotreba, b.c.	2,1	2,1	3,5	4,5	4,8	-0,2	-0,7	-0,3	-0,2								
Vládna spotreba	4,4	3,4	-0,7	1,5	1,5	0,9	-2,0	0,6	0,1								
Fixné investície	5,7	7,6	-0,7	2,0	3,2	3,0	-3,0	-0,5	0,6								
Export tovarov a služieb	4,6	6,1	5,6	6,3	5,6	-0,4	-0,5	0,1	0,0								
Import tovarov a služieb	5,0	7,1	3,9	4,9	5,0	0,6	-0,9	-0,2	0,3								
Trh práce																	
Zamestnanosť (registrovaná)	1,3	1,9	1,0	0,7	0,8	0,7	0,2	0,0	0,1								
Mzdy, nominálne	4,1	2,4	3,1	4,6	4,7	0,0	-0,5	0,0	-0,1								
Mzdy, reálne	4,2	2,5	2,2	2,7	2,7	0,3	-0,2	0,1	0,1								
Miera nezamestnanosti	13,2	11,5	10,6	9,8	9,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7								
Inflácia																	
CPI	-0,1	-0,2	0,9	1,8	2,0	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1								

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

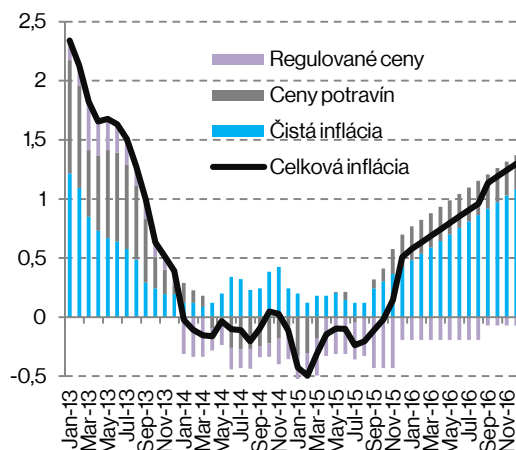
- Oživenie na trhu práce pokračuje
- V tomto roku pribudne v ekonomike až 41 tisíc pracovných miest., čo predstavuje nový pokrizový rekord.** Počet pracovných miest stúpa vo všetkých sektoroch ekonomiky s výnimkou stavebníctva, ktoré rastie viac cez produktivitu práce ako cez zamestnanosť. Miera nezamestnanosti by mala klesnúť na úroveň 11,5%.
- Jednociferná miera nezamestnanosti už v roku 2017
- V ďalších rokoch očakávame miernejší rast zamestnanosti.** Predpokladáme spomalenie tvorby, dokonca mierny pokles pracovných miest vo verejnej správe a vyšší rast produktivity práce vďaka novým investíciám v súkromnom sektore. Pre rok 2016 je to však stále úctyhodné 1 percento, alebo 24 tisíc nových pracovných miest. **Jednociferná miera nezamestnanosti tak bude dosiahnutá už v roku 2017.**
- Stabilný rast reálnej mzdy na celom horizonte prognózy
- Reálne mzdy zaznamenajú v tomto roku druhý najvyšší rast od krízy, a to medziročne 2,5%.** Nožnice medzi reálnymi mzdami a produktivitou práce tak kvôli neinflačnému vývoju naďalej zostávajú otvorené. Zo sektorového hľadiska očakávame najvyšší rast miezd vo verejnom sektore (predovšetkým vďaka valorizácii plátov učiteľov), naopak najnižší v súkromných trhových službách. Podobný vývoj predpokladáme aj v budúcom roku. **Priemerná nominálna mzda v hospodárstve by mala v roku 2015 dosiahnuť 879 eur a v budúcom roku by mala prvýkrát presiahnuť úroveň 900 eur.**
- Ceny v tomto roku opäť poklesnú
- Inflácia bude aj v tomto roku pod nulovou hranicou.** Domácu cenovú hladinu udržiava v záporných číslach hlavne pokles cien energií a potravín. Inflácia ostatných tovarov a služieb sa udržiava na nízkych úrovniach a kopíruje všeobecný vývoj pozorovaný v eurozóne. Oslabenie eura ani program QE sa doposiaľ do zrýchlenia rastu cenovej hladiny nepremietli.
- Pozvoľné zrýchlenie dopytovej inflácie bude kompenzované zlacnením energií
- Rast cien v roku 2016 mierne zrýchli,** ostane však hlboko pod štandardnými hodnotami. Pokles cien energetických komodít sa preniesie do očakávaného zlacnenia elektriny, dodatočného zlacnenia plynu a tepla pre domácnosti. Ceny potravín začnú v budúcom roku mierne rásť, i keď zníženie DPH na vybrané potraviny bude tento rast čiastočne kompenzovať. Očakávaný efekt QE a postupný prenos dopytových faktorov vychádzajúcich zo solídneho výkonu trhu práce by sa mal pretaviť do pozvoľnej akcelerácie cien tovarov a služieb. Vplyvom uzatvárania produkčnej medzery a vyprchania efektu nákladových šokov sa inflácia v rokoch 2017-2018 priblíži k želanej 2% úrovni.
- Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené
- Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené.** Spomalenie globálneho rastu pod ťarchou problémov viacerých veľkých ekonomík (Čína, Rusko, Brazília) je **hlavným negatívnym rizikom** prognózy. Na starom kontinente dominujú riziká spojené s politickou fragmentáciou (Grécko, utečenecká kríza), ktoré môžu zbrzdiť uvedenie prorastových politik na európskej úrovni (fiškálna integrácia) do života. **Zásadným pozitívnym rizikom je príchod automobilky Jaguar Land Rover na Slovensko,** ktorý by v roku 2016 zvýšil HDP o 0,5 p.b. Medzi pozitívne riziká patrí aj oneskorený, ale umocnenejší efekt QE na investície a spotrebu v eurozóne.

Graf 7: Príspevky odvetví k rastu zamestnanosti (v p.b.)



Zdroj: SÚ SR, IFP

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

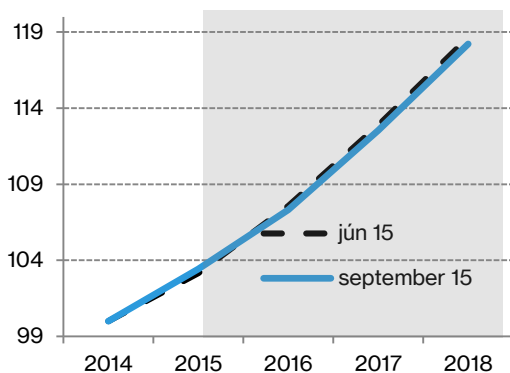


Zdroj: ŠÚSR, IFP

Daňové základne v tomto roku vyššie vďaka zamestnanosti a verejným investíciám

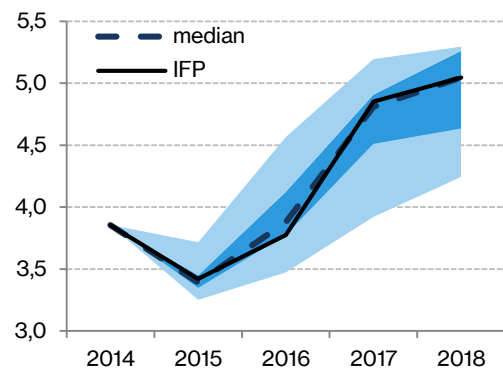
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne v tomto roku je oproti júnu pozitívny, najmä vďaka zvýšeniu odhadu rastu zamestnanosti a verejných investícií. V budúcom roku sa však tento vplyv na rast daňových základní stráca, keď z jeho tempa ukrojí najmä pretrvávajúce nízkoinflačné prostredie prostredníctvom pomalšieho rastu cien i miezd. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 23. septembra 2015.

Graf 9: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní so septembrovou prognózou



Zdroj: IFP

Graf 10: Porovnanie prognóz vážených základní³ pre rozpočtové príjmy s členmi výboru



Zdroj: IFP, Eurostat

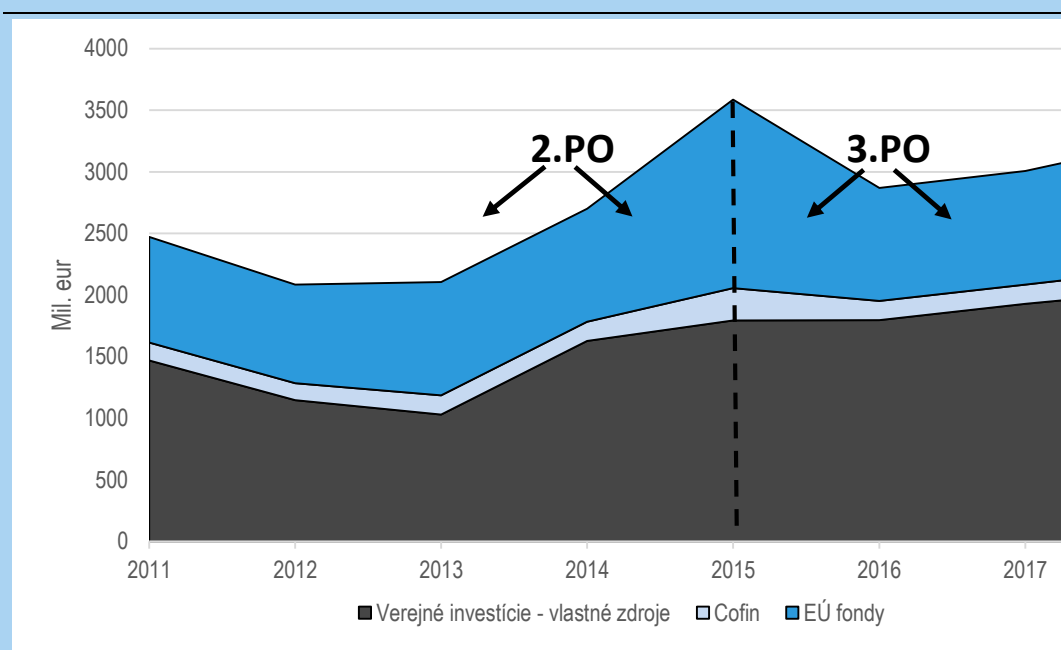
Strednodobá **prognóza** makroekonomickeho vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomicke prognózy 16. septembra 2015. Strednodobá **prognóza** makroekonomickeho vývoja pripravená MF SR **bola všetkými členmi Výboru** (NBS, ČSOB, Infostat, SLSP, Tatrabanka, Unicredit, VÚB a Sberbank) **charakterizovaná ako realistická**. Detailná makroekonomicke prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomicke prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

³ 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%.

BOX Verejné investície na horskej dráhe

V prvom polroku 2015 rástli verejné investície medziročne až o 76 %. Za celý rok 2015 očakávame nárast verejných investícií o jednu tretinu. Hlavným dôvodom je silné čerpanie EÚ fondov z končiaceho druhého programového obdobia. Príspevok EÚ fondov a spolufinancovania k celkovému rastu investícií v roku 2015 by mal dosiahnuť až 26,6 p. b. Po tohtoročnom historickom vrchole čerpania EU fondov v nasledujúcom roku predpokladáme verejné investície približne na úrovni roka 2014. Medziročný pokles verejných investícií v 2016 ovplyvní postupný nábeh nového programového obdobia eurofondov a stabilizácia investícií z vlastných zdrojov. V ďalších rokoch by sa rast verejných investícií mal stabilizovať.

Graf: Verejné investície podľa zdrojov (mil. eur)



Zdroj: IFP