inštitút finančnej politiky

Komentár 2014/09 Ministerstvo financií SR / www.finance.gov.sk/ifp

16. jún 2014

Smerom k vyváženejšiemu rastu

Makroekonomická prognóza na roky 2014 – 2017

Lucia Šrámková, Peter Tóth

Ekonomický rast sa v tomto roku zvýši na 2,4% z 0,9% v roku 2013. Exportná výkonnosť je hnaná priaznivým vývojom u našich obchodných partnerov, najmä Nemecka. Rast reálnej mzdy výrazne podporí oživenie spotreby domácností. Pretrváva rekordne nízka inflácia, ktorá utlmí rast nominálnych ukazovateľov. Prognóza pozitívne ovplyvní daňové makrozákladne.

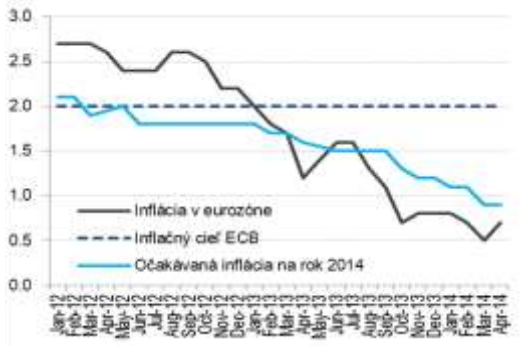
Protichodná menová politika ECB a FED

Situácia na finančných trhoch je stabilná, jej vplyv na reálnu ekonomiku však naďalej zaostáva. Globálnym trhom v posledných mesiacoch dominovalo postupné oživovanie ekonomík vyspelých krajín a protichodná menová politika FEDu a ECB. Začiatkom júna ECB po správach o pretrvávajúcej nízkej inflácii znížila základnú úrokovú sadzbu na nové historické minimum 0,15%. Bezprecedentným krokom medzi veľkými centrálnymi bankami je však najmä zníženie depozitnej sadzby na zápornú úroveň – 0,1%. ECB tiež potvrdila svoje odhodlanie zlepšiť transmisný kanál menovej politiky ohlásením LTRO[1] (400 mld. €) cielených na podporu úverovania nefinančného privátneho sektora od septembra tohto roka. FED odsunul zvyšovanie sadzieb na neurčito, avšak po pozitívnych signáloch z americkej ekonomiky pokračoval v obmedzovaní nákupov aktív (tzv. *tapering*) z pôvodných 85 mld. USD na 45 mld. USD mesačne (máj 2014). Očakávania ohľadom vývoja sadzieb FEDu sa zvýšili. Globálne akciové trhy pokračovali v raste a prekonali ďalšie historické maximá.

Výnosy na dlhopisových trhoch na predkrízovej úrovni

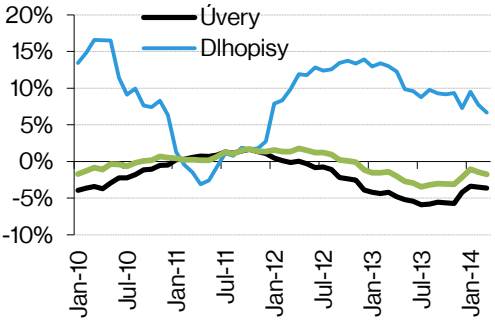
Prognózovaná inflácia pod cieľovou úrovňou 2% a prísľuby centrálnych bánk udržať nízke sadzby dlhšie prispeli k zníženiu výnosov štátnych dlhopisov. Pozitívom je, že výnosy dlhopisov krajín periférie eurozóny dosiahli predkrízové úrovne. Rozdiely v bankových sektoroch krajinách eurozóny a štrukturálne problémy v nich spôsobujú, že pozitívny vývoj na finančných trhoch sa v reálnej ekonomike zatiaľ neprejavuje vo všetkých krajinách rovnako. Pomalé oživovanie úverového financovania väčšie podniky čiastočne nahrádzajú emitovaním korporátnych dlhopisov na finančných trhoch.

Graf 1: Súčasný vývoj a očakávaná inflácia v eurozóne (%)



Zdroj: Bloomberg

Graf 2: Financovanie podnikov na trhu čiastočne nahradilo banky (YoY)



Zdroj: Bloomberg

Materiál prezentuje názory autorov a Inštitútu finančnej politiky, ktoré nemusia nevyhnutne odzrkadľovať 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

[1] LTRO sú dlhodobé úvery bankám, ktoré poskytuje ECB v rámci refinančných operácií.

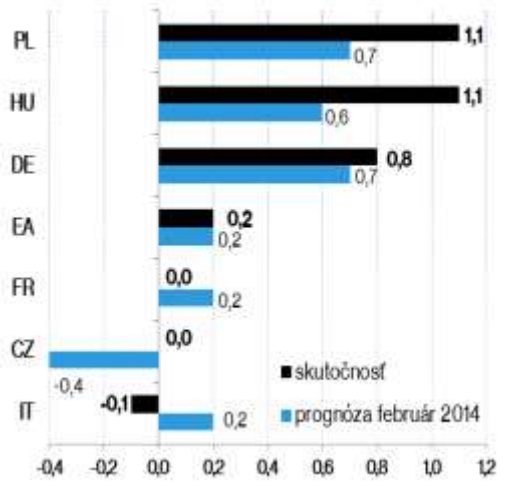
Neuspokojivý rast jadra eurozóny s výnimkou Nemecka

Ekonomika eurozóny pokračuje v miernom raste, ktorý zostáva nerovnomerne rozdelený. Darí sa najmä ekonomikám nových členských štátov a Nemecku. Pozitívnou správou je štrukturálny presun faktorov rastu nemeckej ekonomiky z čistého exportu k súkromnej spotrebe a investíciám. Naopak, sklamanie priniesli výsledky ostatných krajín v jadre eurozóny. Nepríjemným prekvapením bola stagnácia francúzskej ekonomiky a prepad v Taliansku ako aj v Holandsku, ktoré však bolo ovplyvnené jednorazovými faktormi[2].

Nejasný efekt intervencie ECB

Napriek júnovej intervencii ECB zostávajú prognózy inflácie v eurozóne na nízkych úrovniach. Záporná depozitná sadzba môže mierne podporiť oslabovanie výmenného kurzu eura znížením portfóliových tokov. Očakáva sa, že ohlásený LTRO program čiastočne zmierni rozdiely v úrokových sadzbách na úvery podnikom v jadrových a periférnych krajinách. ECB naďalej očakáva infláciu pod menovým cieľom aj v strednodobom horizonte. Nízky rast cien komplikuje najmä znižovanie dlhov periférnych krajín. Na druhej strane, nízke ceny energií podporujú súkromnú spotrebu.

Graf 3: Medzikvartálny rast HDP hlavných obchodných partnerov SR v prvom kvartáli 2014



Zdroj: Eurostat, IFP

Graf 4: Porovnanie očakávaní so skutočným rastom v krajinách EÚ

Zdroj: IFP

Postupná akcelerácia rastu v eurozóne

Rýchlejší rast našich hlavných obchodných partnerov viedol k zlepšeniu predpokladov o vývoji vonkajšieho prostredia. Medzinárodné inštitúcie (EK, OECD, IMF) potvrdili výhľad o postupnom zrýchľovaní rastu v aktuálnom a nasledujúcom roku. Predstihové indikátory ekonomickej aktivity v eurozóne sa aj napriek marcovému a aprílovému prepadu udržujú na vysokých hodnotách. Spolu s pokračujúcim problémom nízkej inflácie je hlavným rizikom prognózy vonkajšieho prostredia eskalácia geopolitického konfliktu na Ukrajine a vplyv na zahraničných obchod krajín eurozóny. Naopak očakávnia o stave americkej ekonomiky vytvárajú mierne pozitívne riziko.

Predpoklady týkajúce sa externého dopytu na rok 2014 sú prevzaté z OECD a korigované aktuálnymi odhadmi konsenzu Bloomberg. Odhady o vývoji externého prostredia posúvame mierne nahor na celom horizonte prognózy (Tabuľka 1).

[2] V Holandsku došlo pod vplyvom miernej zimy k výpadku ťažby plynu, ktorý na úrovni eurozóny predstavoval negatívny vplyv na HDP až na úrovni 0,1%.

Tabuľka 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2013 až 2017[3]

	HDP (% rast)				Rozdiel oproti feb. 2013				Import (% rast)				Rozdiel oproti feb. 2013			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Najvýznam. obchodní partneri																
SR	**2,0**	**1,9**	**2,1**	**2,1**	**0,6**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**4,0**	**4,6**	**5,2**	**4,8**	**0,3**	**0,1**	**0,7**	**0,3**
z toho																
eurozóna	**1,7**	**1,6**	**-**	**-**	**0,5**	**0,1**	**-**	**-**	**3,9**	**3,9**	**-**	**-**	**0,3**	**0,1**	**-**	**-**
Nemecko	**1,7**	**1,7**	**-**	**-**	**0,1**	**-0,1**	**-**	**-**	**4,6**	**5,6**	**-**	**-**	**-0,2**	**0,1**	**-**	**-**
Česká rep.	1,7	2,0	-	-	0,6	-0,2	-	-	4,5	5,1	-	-	0,6	0,2	-	-
Poľsko	3,1	3,3	-	-	0,4	0,1	-	-	3,9	6,0	-	-	-0,3	-0,4	-	-
Maďarsko	2,5	1,7	-	-	0,5	0,1	-	-	4,8	5,0	-	-	0,3	-0,1	-	-

Zdroj: Bloomberg, OECD, IFP

Vyváženejší ekonomický rast

Slovenská ekonomika zrýchli svoj rast v tomto roku na 2,4%. Oživenie v ekonomikách našich obchodných partnerov vplýva pozitívne na exportnú výkonnosť. K externému dopytu sa od začiatku roka začína pripájať aj spotreba domácností. Zvýšenú dôveru a kúpyschopnosť spotrebiteľov spôsobujú najmä lepšie podmienky na trhu práce a nízka inflácia. Investície do nových produkčných kapacít v automobilovom sektore spolu s výstavbou diaľnic tiež prispievajú k oživeniu domáceho dopytu. V prognóze spotreby vlády je zohľadnené splnenie rozpočtového cieľa a aktivácia dlhovej brzdy viazaním výdavkov už od mája tohto roka.

V ďalších rokoch sa očakáva postupné zrýchľovanie ekonomiky s vyváženejšou štruktúrou rastu. Zrýchľujúci zahraničný dopyt sa premietne do slovenského exportu, ktorý bude naďalej získavať podiely na zahraničných trhoch. V spotrebe domácností sa odrazí oživenie na trhu práce, ako aj podpora kúpyschopnosti pomalším rastom cien. Naopak, spotreba vlády bude naďalej utlmená kvôli konsolidácii na výdavkovej strane. V investičnom dopyte postupne odznievajú jednorazové vplyvy v automobilovom priemysle a výstavbe diaľnic. Na druhej strane, zlepšovanie podmienok financovania zrýchľuje ostatné investície v ekonomike.

Tabuľka 2: Prognóza MF SR - hlavné ekonomické ukazovatele (jún 2014)

ukazovateľ	**skutočnosť**	**prognóza**				**rozdiel oproti februáru 2014**			
(rast v % ak nie je uvedené inak)	2013	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Hrubý domáci produkt									
HDP, s.c.	0,9	2,4	3,0	3,5	3,5	0,1	0,0	0,3	0,0
HDP, b.c. (mld. €)	72,1	73,8	77,0	81,1	85,6	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6
Súkromná spotreba, s.c.	-0,1	2,4	2,1	2,6	2,2	1,2	-0,1	0,3	-0,7
Súkromná spotreba, b.c.	1,3	2,7	3,8	4,8	4,6	0,7	-0,5	0,0	-0,8
Vládna spotreba	1,4	-0,2	-2,5	-0,8	0,1	-2,1	-1,1	-0,4	-0,8
Fixné investície	-4,3	2,8	3,3	1,5	2,0	1,0	0,9	0,7	-0,1
Export tovarov a služieb	4,5	6,7	4,6	6,2	6,3	2,7	0,1	1,4	1,5
Import tovarov a služieb	2,9	7,4	3,7	5,2	5,2	3,8	0,1	1,5	1,0
Trh práce									
Zamestnanosť (registrovaná)	-0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,2	-0,1	-0,1	-0,3
Mzdy, nominálne	2,4	3,2	3,3	4,2	4,6	0,6	-0,2	0,1	0,1
Mzdy, reálne	0,9	2,8	1,7	2,0	2,3	1,1	0,2	0,2	0,2
Miera nezamestnanosti	14,2	13,7	13,1	12,3	11,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Inflácia									
CPI	1,4	0,3	1,6	2,1	2,3	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

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

Pokračujúce oživenie na trhu práce

Trh práce pokračuje v oživení. Prvý kvartál priniesol solídny rast zamestnanosti a voľných pracovných miest, čo predstavuje základ pre rast počtu pracujúcich v celom roku 2014. Pracovné miesta sa budú tvoriť najmä v priemysle a službách, v stavebníctve bude práce pribúdať pomalšie. **Hospodársky rast stlačí v tomto roku mieru nezamestnanosti pod 14%.** V ďalších rokoch rast zamestnanosti ešte mierne zrýchli.

Reálne mzdy budú v roku 2014 najmä vďaka poklesu inflácie rásť najrýchlejšie od roku 2008. V ďalších rokoch dynamika reálnej mzdy mierne oslabí a jej vývoj bude kopírovať rast produktivity práce. Z pohľadu sektorovej štruktúry by mali mzdy rásť najmä v priemysle a trhových službách. V stavebníctve bude naopak dynamika miezd miernejšia. **Rýchly rast nominálnych miezd v roku 2014 je predznačený pozitívnymi údajmi z prvého kvartálu, ktorý bol výplatou odmien ovplyvnený iba čiastočne.** Silná dynamika nominálnych miezd by mala pretrvať aj v nasledujúcich rokoch a dôjde tak k postupnému uzatváraniu nožníc medzi rastom miezd a produktivitou práce.

Rekordne nízka inflácia v roku 2014

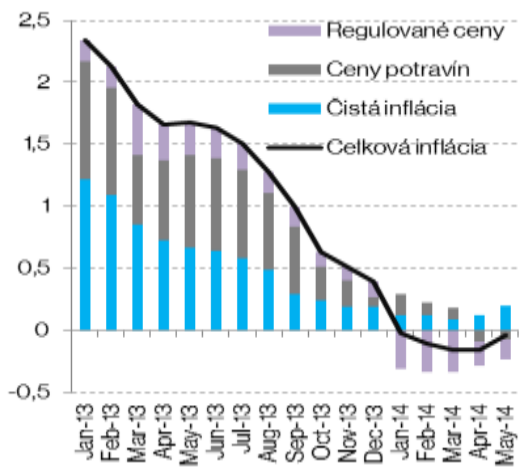
V tomto roku budeme pozorovať rekordne nízky rast cien. Spomalenie inflácie pozorujeme vo všetkých komponentoch spotrebného koša. Očakávaný medziročný rast spotrebiteľských cien spomalí k úrovni 0,3%. Inflácia sa zvýši v druhej polovici roka, keď by mali mierne zrýchliť najmä ceny potravín a služieb. Riziko deflácie v eurozóne sa znížilo len veľmi mierne.

Pomalší rast cien vychádza zo spojenia zahraničných a domácich faktorov. Silný výmenný kurz eura, pokles cien energii a primárnych vstupov znižuje výrobcom produkčné náklady. Nižšie náklady sa premietajú do spomalenia rastu cien tovarov naprieč eurozónou. Minuloročná nadpriemerná úroda doma aj v zahraničí spôsobila pokles cien potravín na domácom trhu. Ich ďalší vývoj bude podmienený presnejšími odhadmi o veľkosti tohtoročnej úrody. Ceny služieb kopírovali všeobecný disinflačný trend. Očakávame, že pozitívne výsledku trhu práce zvrátia spomaľovanie inflácie v trhových službách. Rast cien služieb, ktorý očakávame od tretieho kvartálu by mal patriť k sprievodným znakom ozdravenia domácej spotreby.

Pretrváva riziko deflácie v eurozóne

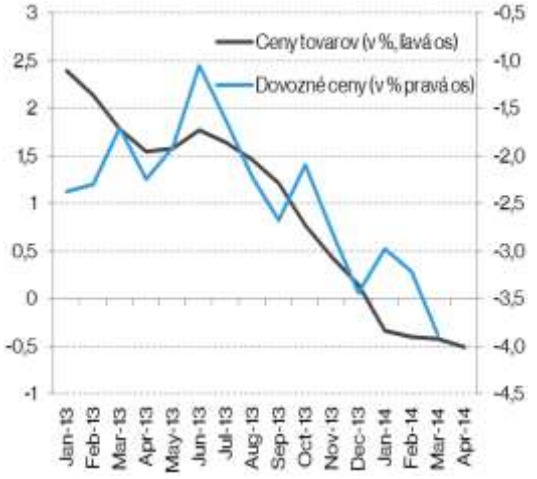
Riziká pre vývoj domácej cenovej hladiny sú skôr na negatívnej strane. Je nepravdepodobné, že aktuálna intervencia ECB povedie k výraznejšiemu zrýchleniu inflácie v eurozóne, čo bude naďalej pôsobiť utlmujúco na vývoj cien tovarov.

Graf 5: Medziročný rast CPI a príspevky jednotlivých zložiek (v p.b.)



Zdroj: IFP

Graf 6: Medziročné rasty dovozných cien pre výrobcov (náklady) a cien tovarov

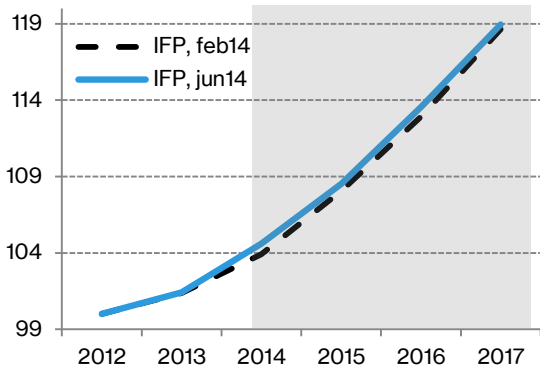


Zdroj: IFP, Eurostat

Nižšia inflácia brzdí rast daňových základní

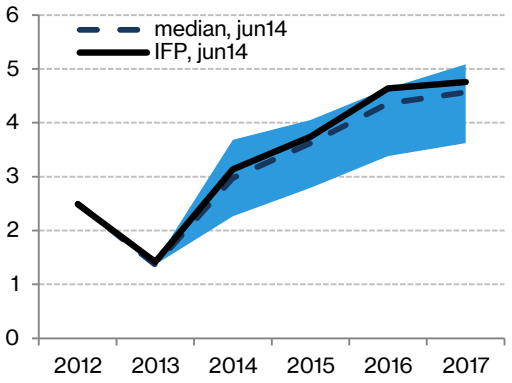
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je oproti februáru mierne pozitívny. Lepší vývoj reálnych ukazovateľov a najmä mzdovej bázy len sčasti kompenzuje zníženie nominálnych veličín kvôli pomalšiemu rastu cien[4]. Vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 20. júna 2014. Cenový vývoj negatívne vplýva aj na vývoj podielu dlhu verejnej správy na ekonomike. Pomalší rast nominálneho HDP zvýši relatívnu úroveň dlhu o 0,5 p. b. v rokoch 2014 aj 2015.

Graf 7: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní s júnovou prognózou



Zdroj: IFP

Graf 8: Porovnanie prognóz vážených základní[5] pre rozpočtové príjmy s členmi výboru



Zdroj: IFP, Eurostat

Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR **bola väčšinou členov Výboru** (NBS, Infostat, Unicredit, ČSOB, SLSP, VÚB) **charakterizovaná ako realistická**, s výnimkou Tatra banky, ktorá hodnotila prognózu ako konzervatívnu. Sberbank ju pokladá za optimistickú. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

[4] Zmeny v cenovej úrovni sa nepremietajú automaticky do fiškálneho rámca a výšky salda verejných financií. Nižší rast cien znamená automaticky aj nižší rast niektorých verejných výdavkov.

[5] 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. Konsolidácia v roku 2013 ukrojila z rastu HDP menej ako 0,2 p. b.

V súvislosti s procedúrou nadmerného deficitu sa vláda SR zaviazala znížiť deficit verejných financií v roku 2013 pod 3% HDP. Za predpokladu nezmenených politík by deficit verejnej správy Slovenska dosiahol v roku 2013 hodnotu 4,9% HDP. Podľa aktuálnych odhadov boli prijaté konsolidačné opatrenia vo výške 2,2% HDP, t.j. takmer 1,6 mld. eur. Keďže **priamy vplyv na HDP má iba menšia časť opatrení na úrovni 0,7% HDP**, vplyv fiškálnej konsolidácie na rast v roku 2013 neprevyšoval 0,2 p. b.

Z prepočtov vplyvu balíčka na HDP boli vynechané konsolidačné **opatrenia, ktoré nemajú priamy vplyv na HDP**. Ide o mimoriadne príjmy zo zmeny v druhom pilieri dôchodkového systému a iné nedaňové príjmy. Prehľad rozpočtových opatrení s priamym vplyvom na HDP je uvedený v Programe stability Slovenskej republiky na roky 2014 až 2017[6] v Tabuľke 1 Prílohy 2.

Odhad vplyvu fiškálnej konsolidácie na rast HDP v roku 2013 bol kvantifikovaný niekoľkými prístupmi, ktorých podrobnejší popis bude zverejnený v samostatnej analýze. Vychádzali sme z fiškálnych multiplikátorov[7] podľa makroekonomického modelu IFP (IFPMOD), ďalších ekonometrických modelov (SVAR a ECM) a analýzy OECD. Prehľad odhadnutých multiplikátorov balíčka 2013 a jeho vplyvu na HDP nájdete v Grafe B1. Na základe štyroch modelových prístupov sme dostali odhad vplyvu konsolidácie na rast HDP v roku 2013 na úrovni **–0,01 až -0,2 p.b.**

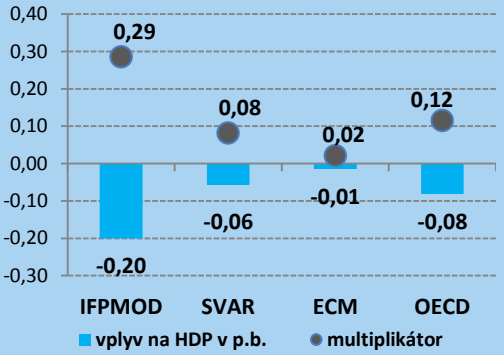
Pomocou makromodelu IFP **sme vplyv balíčka vyčíslili aj pre ďalšie makroekonomické veličiny** (viď Tabuľka B1). Vyššie odvody pre domácnosti znižovali ich kompenzácie. V prípade vyšších daní a odvodov pre podniky sme predpokladali úspory v ich mzdových výdavkoch spolu so zvýšením cien hotových výrobkov a služieb (deflátor HDP). Na strane výdavkov rozpočtu, zvýšené bežné transfery a mzdové výdavky v štátnom sektore prispievali kladne ku kompenzáciám domácností. Zvyšok výdavkových opatrení stimuloval vládnu spotrebu a investície. Odhadnutý fiškálny multiplikátor je vo výške 0,29, kým odhady z ostatných modelových prístupov sú ešte nižšie (Graf B1).

Tabuľka B1: Vplyv konsolidácie na ekonomiku podľa makroekonomického modelu IFP (v p.b.)

	2013
Opatrenia celkom (% z HDP)	**-2,2**
opatrenia s vplyvom na HDP	**-0,7**
príspevok k zmene CPI	0,2
zamestnanosti	0,0
mzdy	0,3
spotreby domácností	-0,4
spotreby vlády	0,7
investícií	0,3
importu	0,0
príspevok k rastu HDP (y/y)	**-0,2**

Zdroj: IFP

Graf B1: Fiškálne multiplikátory balíčka 2013 podľa rôznych prístupov odhadu



Zdroj: IFP

V krátkej histórii samostatnej Slovenskej republiky vieme identifikovať tri hlavné obdobia konsolidácie verejných financií: 1993-1995, 2003-2005 a rok 2011. Počas obdobia 2003-2005 aj napriek výraznému konsolidačnému úsiliu došlo k akcelerácii rastu ekonomiky. K výrazným rastom ekonomiky v tomto období vo významnej miere prispeli najmä pozitívna situácia v externom prostredí, vstup Slovenska do EÚ, naštartovanie štrukturálnych reforiem a taktiež nízka východisková úroveň ekonomiky. Veľkosť opatrení s priamym vplyvom na HDP bol v roku 2011 na úrovni 3,3% z HDP. Vplyv konsolidácie na rast našej ekonomiky odhadujeme v intervale od –1,0 p.b. po –1,8 p.b. v závislosti od použitého prístupu. Fiškálny multiplikátor sa pohyboval na úrovni od 0,3 po 0,54.

[6] http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=120
[7] Fiškálny multiplikátor zjednodušene hovorí, že o koľko eur sa zvýši HDP, ak vláda zvýši výdavky (zníži príjmy) o jedno euro.