

6. február 2014

Ekonomika mierne zrýchli, ceny spomalia Makroekonomická prognóza na roky 2013 – 2017

Gabriel Machlica, Martina Alexová

Priaznivejší vývoj v eurozóne pomáha slovenskej ekonomike udržať si exportnú výkonnosť a zlepšuje jej vyhliadky. Popri raste vývozov sa vďaka výraznému poklesu rastu cien začne oživovať i domáca spotreba. Ekonomický rast sa v tomto roku zvýši na 2,3% z 0,9% v roku 2013. Nižšia inflácia ovplyvní rast daňových základní, ktoré sú naviazané na nominálne ukazovatele.

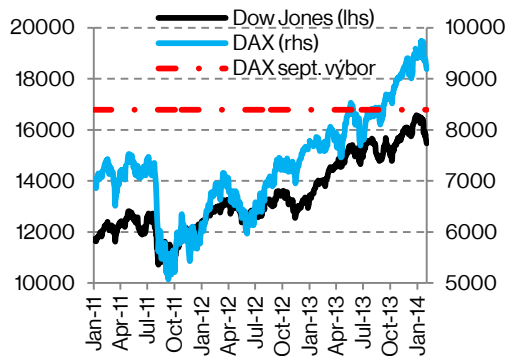
ECB znížila sadzby, FED začal priškrcovanie

Situácia na finančných trhoch zostáva stabilná, jej vplyv na reálnu ekonomiku je však naďalej diferencovaný. Globálnym trhom v posledných mesiacoch dominovala menová politika. ECB po správach o nízkej inflácii znížila hlavnú úrokovú sadzbu o 25 bázických bodov na historické minimum 0,25%. Naopak, FED po pozitívnych signáloch z americkej ekonomiky začal obmedzovať nákupy aktív (tzv. *tapering*) z predošlých 85 mld. USD na 65 mld. USD mesačne. Akciové trhy rozvíjajúcich sa ekonomík pocítili ohlásený tapering cez odliv kapitálu. Akcie rozvinutých krajín na druhej strane pokračovali v raste a prekonal tak ďalšie historické maximá. V posledných týždňoch prišlo k miernej korekcii na akciových trhoch, napr. index DAX sa vrátil na hodnoty z polovice decembra 2013.

Očakávanie zlepšenia situácie na periférii eurozóny

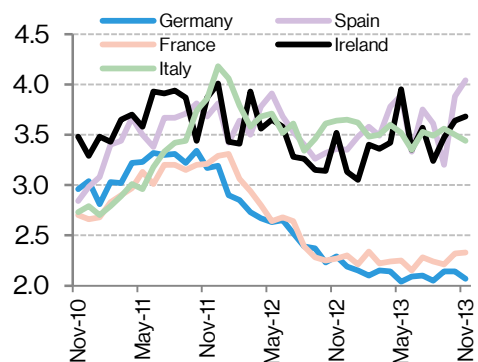
Protichodné konanie dvoch najväčších centrálnych bánk rozvírilo situáciu najmä na dlhopisových trhoch. Výnosy amerických 10-ročných dlhopisov vzrástli nad 3%, kým výnosy 10-ročných dlhopisov krajín periférie eurozóny naďalej klesali. Pozitívny vývoj na finančných trhoch v eurozóne sa zatiaľ neprejavuje v reálnej ekonomike všetkých krajín rovnako. Úrokové sadzby na úvery podnikom sú v jadrových a periférnych krajinách eurozóny naďalej nevyrovnané. Boli však prijaté politiky na zníženie týchto rozdielov v krátkodobom (úverovanie podnikov cez EIB a EIF) aj strednodobom horizonte (stabilizácia bankového sektora cez jednotný dohľad).

Graf 1: Index Dow Jones Industrial Average a DAX dosiahli historické maximá



Zdroj: Bloomberg

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

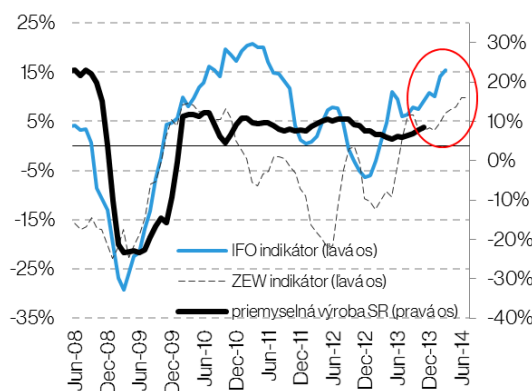


Zdroj: Bloomberg

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

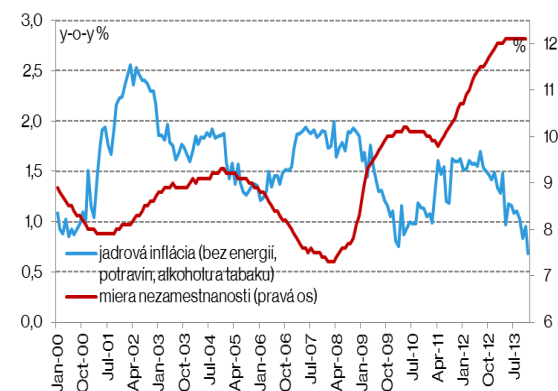
Ekonomika eurozóny pokračuje v raste. Indikátory očakávaní navyše naznačujú, že jej rast by sa mal postupne zrýchľovať. Priaznivý vývoj je ťahaný predovšetkým nemeckou ekonomikou. Kým v minulosti bol rast v eurozóne ťahaný rastom vývozu, v súčasnosti sa postupne oživuje už aj domáca spotreba. Nákupy automobilov a výsledky priemyselnej výroby v eurozóne potvrdzujú postupné oživovanie economickej aktivity. Očakávania ohľadom budúcnosti naďalej rastú a v súčasnosti dosahujú najvyššie hodnoty od roku 2011. Naznačujú tak zrýchlenie economickej aktivity v roku 2014.

Graf 3: Očakávania v Nemecku a priemyselná produkcia v SR



Zdroj: CESifo, ZEW, ŠÚ SR

Graf 4: Problémy v eurozóne: vysoká nezamestnanosť spojená s nízkou infláciou



Zdroj: Eurostat

Mierne zlepšenie
vyhládok v eurozóne
na roky 2014-17

Predpoklady o vonkajšom prostredí sa zatiaľ zlepšili len mierne. Pokračujúce oživenie a zlepšenie mäkkých indikátorov sa premietlo do prognóz medzinárodných inštitúcií, ktoré očakávajú zrýchlenie rastu v roku 2014 (ECB, OECD, MMF). Economický rast by však mal byť naďalej mierny a riziká pretrvávajú. Vysoká nezamestnanosť a hrozba deflácie v eurozóne, ako aj pomalší rast rozvíjajúcich sa krajín, pôsobia proti výraznejšiemu rastu nášho vonkajšieho prostredia. (Graf 4). Nízka inflácia sťažuje znižovanie dlhov periférnych krajín.

Predpoklady týkajúce sa externého dopytu na rok 2014 podľa prognóz OECD upravených o aktuálne odhady konsenzu Bloomberg sme oproti predchádzajúcej prognóze mierne zlepšili. K ich zvýšeniu došlo aj v ďalších rokoch (Tabuľka 1).

Tabuľka 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2013 až 2017¹

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

Zdroj: Bloomberg, OECD, IFP

¹ V úsilí využiť všetky dostupné informácie o vývoji vonkajšieho prostredia sme majúvú prognózu OECD upravili o aktuálne odhady konsenzu medzinárodných finančných inštitúcií (konsenzus Bloomberg).

Rast v roku 2013 ťahaný
aj domácou spotrebou

Slovenská ekonomika vzrastie tento rok o 2,3%. Postupné oživenie v eurozóne zlepšuje vyhladky slovenského exportu. Priemyselná produkcia už v súčasnosti rastie výrazným tempom. Okrem toho sa pomaly začína oživovať i domáci dopyt. Nižšie rasty cien podporujú zvyšovanie spotreby domácnosti. Celkový rast investícií sa bude postupne zrýchľovať. Hlavným dôvodom je očakávaný rast väčších investičných projektov v oblasti automobilového priemyslu a očakávaná výstavba diaľnic. Na druhej strane, stagnácia úverov podnikom po predchádzajúcom poklese naznačuje nevýraznú investičnú aktivitu v tomto roku.

V ďalších rokoch by mala ekonomika postupne akcelerovať. Hlavným dôvodom rastu ekonomickej aktivity by mal byť rýchlejší rast vývozov spolu s výraznejším rastom spotreby.

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

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2012	prognóza					rozdiel oproti septembru 2013				
		2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Hrubý domáci produkt											
HDP, s.c.	1,8	0,9	2,3	3,0	3,2	3,4	0,1	0,1	0,0	0,1	
HDP, b.c. (mld. €)	71,1	72,1	74,5	77,8	81,7	86,2	-0,8	-1,3	-1,7	-1,8	
Súkromná spotreba, s.c.	-0,2	-0,1	1,2	2,2	2,4	2,9	-0,6	0,3	0,1	0,1	
Súkromná spotreba, b.c.	3,3	1,2	2,0	4,3	4,7	5,4	-0,8	-0,5	0,1	0,1	
Vládna spotreba	-1,1	0,1	1,9	-1,4	-0,4	0,9	0,8	3,1	0,9	1,9	
Fixné investície	-10,5	-7,0	1,8	2,4	0,8	2,1	-1,2	-1,1	2,4	2,3	
Export tovarov a služieb	9,9	3,6	4,0	4,5	4,8	4,8	-1,2	-0,3	0,0	-0,3	
Import tovarov a služieb	3,3	1,9	3,6	3,6	3,7	4,1	0,2	0,3	0,7	0,4	
Trh práce											
Zamestnanosť (registrovaná)	-0,1	-0,9	0,3	0,6	0,7	0,9	0,1	0,1	0,0	0,1	
Mzdy, nominálne	2,4	2,6	2,5	3,5	4,1	4,5	0,1	-0,3	0,1	0,6	
Mzdy, reálne	-1,2	1,1	1,7	1,5	1,8	2,1	0,2	0,6	0,2	0,6	
Miera nezamestnanosti	14,0	14,3	14,0	13,2	12,3	11,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	
Inflácia											
CPI	3,6	1,4	0,8	2,1	2,3	2,4	-0,2	-0,9	0,0	0,0	

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Postupné oživenie na
trhu práce

Trh práce sa začína oživovať. Rast voľných pracovných miest v poslednom štvrtroku aj mesačné štatistiky ukazujú prekonanie dna na trhu práce. Rast ekonomiky by sa v tomto roku mal prejavíť už aj v miernom raste zamestnanosti. Jeho hlavným zdrojom bude priemysel a trhové služby. Miera nezamestnanosti sa zníži. V ďalších rokoch by sa mal rast zamestnanosti postupne zrýchľovať.

Rast reálnych miezd sa v tomto roku zrýchli v dôsledku nižšej inflácie a priaznivejšej situácie na trhu práce. V ďalších rokoch súlade s rastom produktivity práce rast reálnych miezd postupne zrýchli až nad 2%. Z pohľadu sektorovej štruktúry by mali mzdy rásť najmä v priemysle a trhovách službách, kým mzdy vo verejnej správe a v stavebníctve budú rásť miernejším tempom. **Naopak, nominálne mzdy budú rásť pomalšie než v minulom roku.** Rast produktivity ako aj rýchlejší ekonomický rast v tomto roku budú pôsobiť v prospech rýchlejšieho rastu miezd. No pomalšia bude novoročná valorizácia, keď časť firiem pri mzdovom vyjednávaní čiastočne zohľadní nižší rast cien.

Inflácia atakuje historické minimá

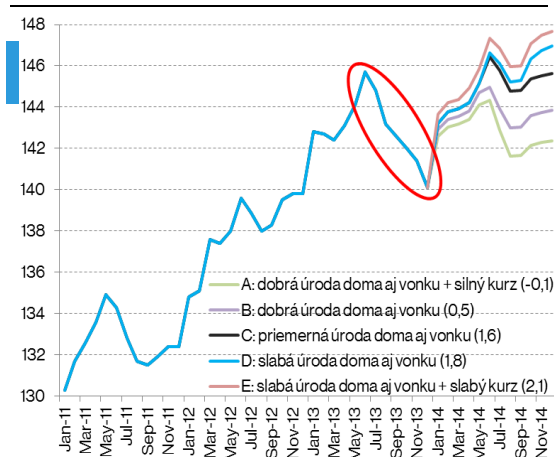
Ceny v tomto roku porastú pomalšie. Očakávaný medziročný rast spotrebiteľských cien je na úrovni 0,8%. Najnižší rast cien budeme pozorovať v prvom kvartáli. Navyše sa zvýšilo riziko, že v tomto období dôjde krátkodobo k poklesu cenovej hladiny ([riziko deflácie sa zvýšilo](#)). V priebehu roka sa bude tempo rastu cien postupne zvyšovať.

Zlacnie elektrina, pomaly budú rásť potraviny

Pomalší rast cien je výsledkom pôsobenia domácich aj zahraničných faktorov. Domácnosti v tomto roku usporia na výdavkoch za energie, z ktorých najvýraznejšie poklesnú ceny elektriny. V reakcii na nadpriemernú úrodu doma aj v zahraničí sme v minulom polroku pozorovali výrazné zlacnenie potravín (Graf 5). Pretrvávajúca priaznivá situácia na trhu s poľnohospodárskymi komoditami sa premietne do nízkych rastov cien potravín aj v tomto roku. Pokles cien energií a nízke ceny ostatných vstupov eliminujú riziko nárastu cien kvôli vyšším výrobným nákladom.

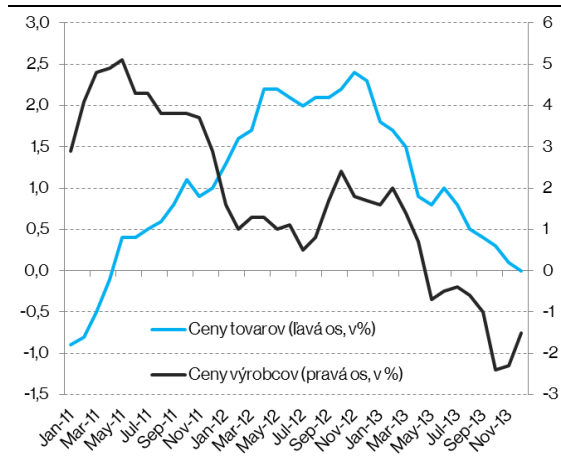
Čistá inflácia sa udrží v prvom polroku na nízkych úrovniach. (Graf 6). Riziko dopytovej inflácie je malé vzhľadom k pretrvávajúcemu pomalému rastu súkromnej spotreby a nominálnych miezd. V prvom polroku tak chýbajú impulzy pre výraznejší nárast čistej inflácie. Postupné zrýchľovanie čistej inflácie očakávame až v druhej polovici roka.

Graf 5: Vývoj indexu cien potravín a alternatívne projekcie



Zdroj: IFP

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



Zdroj: IFP, Eurostat

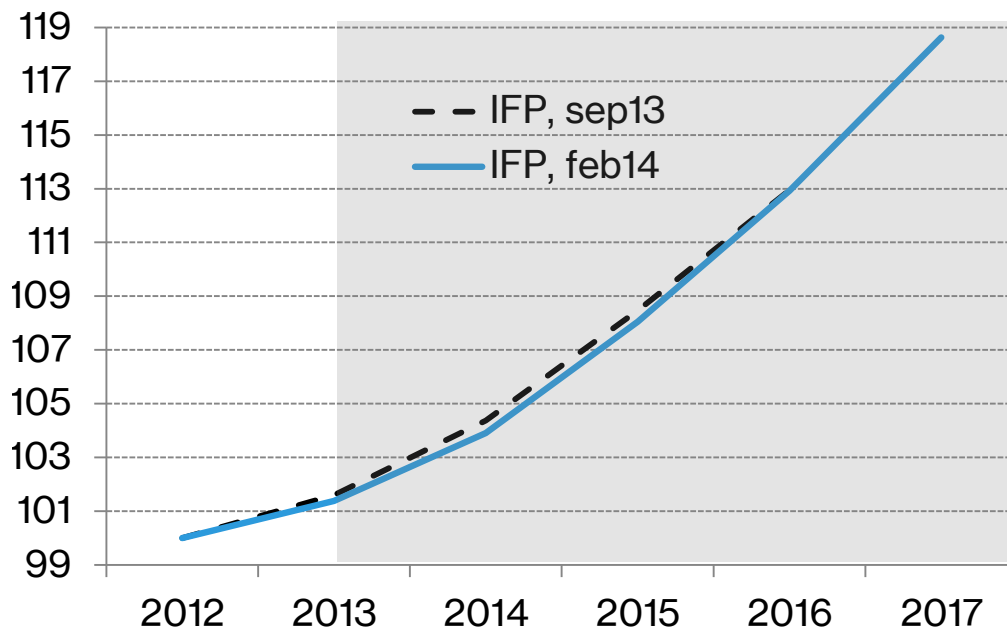
Zásah ECB by viedol k rastu cien

-Inflácia v eurozóne spomaľuje a aktuálne sa nachádza hlboko pod menovo-politickým cieľom. Množia sa preto úvahy o možnej intervencii ECB s cieľom zrýchliť rast cien a oživiť hospodársky rast. **Prípadná intervencia ECB by pravdepodobne zvýšila odhad rastu cien na Slovensku už v polovici roka 2014.**

Nižšia inflácia brzdí rast
daňových základní

Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je oproti septembru mierne negatívny. Lepší vývoj reálnych ukazovateľov len sčasti kompenzuje zníženie nominálnych veličín kvôli pomalšiemu rastu cien². Vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 12. februára 2014.

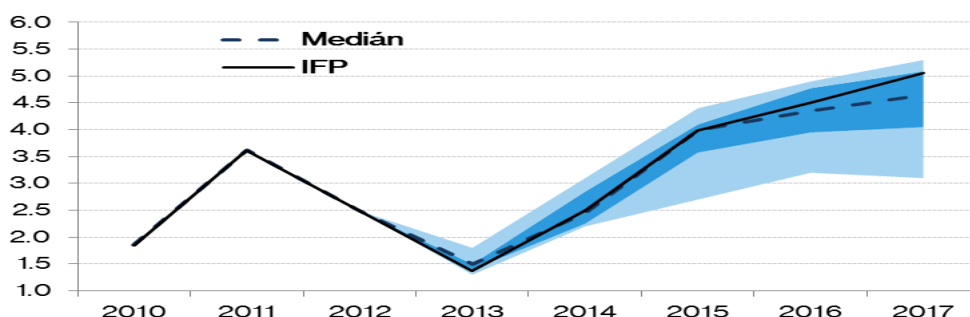
Graf 7: Vývoj makroekonomických základní⁶ v porovnaní s júnovou prognózou



Zdroj: IFP, vlastné prepočty,

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

Graf 8: Porovnanie prognóz vážených základní³ pre rozpočtové príjmy s členmi výboru⁴



Zdroj: IFP, vlastné prepočty,

² 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.

³ 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%.

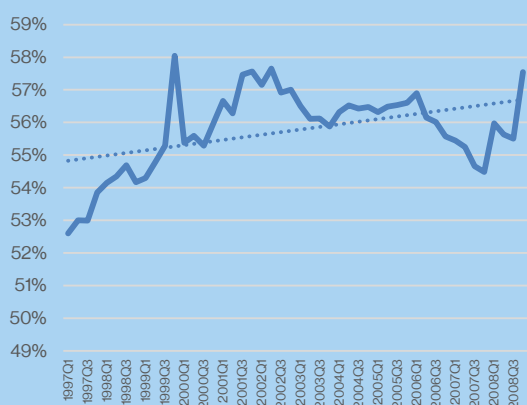
⁴ Tmavomodrá oblasť predstavuje 50% členov výboru, prerušovaná čiara je medián. Prognóza IFP je vyznačená plnou čiarou.

BOX: Sporíme viac, ako by sme mali

Domácnosti pred krízou viac míňali a menej sporili. Vysoký rast príjmov bol pred rokom 2009 podporený aj vyššou ochotou sa zadlžovať. Podiel spotreby na HDP tak postupne narastal (Graf A). Od krízy však nastal v spotrebiteľskom správaní zlom, ktorý ovplyvňuje ekonomiku aj v súčasnosti. Kým pred krízou sa priemerný reálny rast spotreby pohyboval na úrovni 4%, od roku 2009 podiel spotreba na produkcii neustále klesá (Graf B).

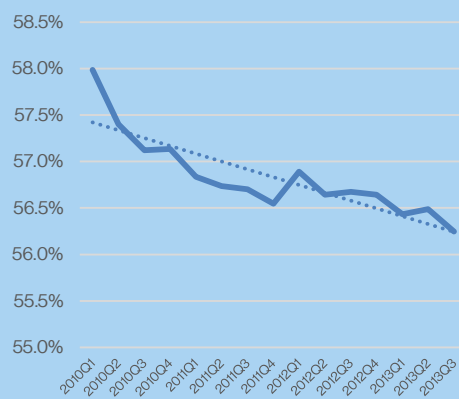
Prepad spotreby je v súčasnosti vyšší ako naznačujú ekonomické fundamenty. Spotreba naďalej stagnuje aj napriek rastúcim príjmom. Náš odhad* naznačuje, že vzájomný vzťah medzi spotrebou a príjmom je v porovnaní s minulosťou slabší.

Graf A: Podiel spotreby na HDP pred rokom 2009



Zdroj: ŠÚSR, vlastné prepočty

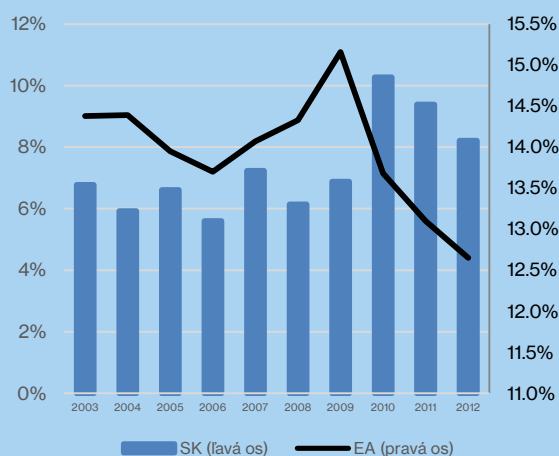
Graf B: Podiel spotreby na HDP po roku 2009



Zdroj: ŠÚSR, vlastné prepočty

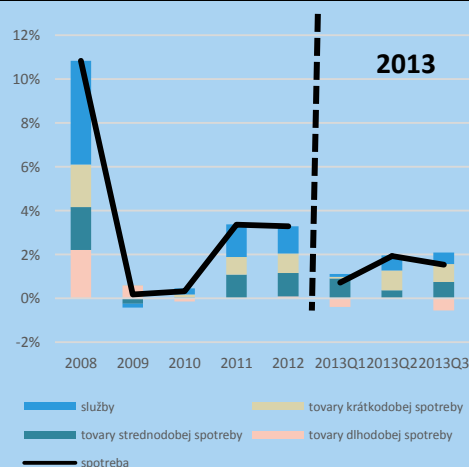
Slovenské domácnosti tak naďalej oveľa viac šetria, ako by naznačoval ich príjem a celková ekonomická situácia. V krajinách eurozóny je sklon k úsporám nižší ako pred krízou. Na Slovensku je naďalej nad predkrízovými úrovňami. Kým v roku 2008 domácnosti usporili 6,8 % zo svojho príjmu, v roku 2012 to bolo takmer 9 %. **Ak by sa miera úspor miera u nás dostala na svoju predkrízovú úroveň, HDP by v roku 2013 rástlo rýchlejšie o 0,6 p.b.**

Graf C: Dynamika miery úspor v Eurozóne a na Slovensku



Zdroj: Eurostat, vlastné prepočty

Graf D: Príspevky k zmene spotreby



Zdroj: ŠÚSR, vlastné prepočty

Zmena spotrebiteľského správania sa premietla i do zmeny štruktúry výdavkov domácností (Graf D). Spotreba tovarov dlhodobej spotreby, ktorých obmena nie je životne dôležitá, sa prudko prepadla a odvtedy stagnuje. Pokles spotreby pozorujeme najmä u domácností s najvyšším

príjmom, ktoré najviac obmedzili výdavky na dlhodobé statky. Naopak, nízko príjmové domácnosti nezaznamenali výraznú zmenu v štruktúre spotreby.

Reálna spotreba domácností bude už v roku 2014 rásť. Miera úspor však zostane naďalej na vysokých úrovniach, čo bude brániť výraznejšiemu rastu. Jej pokles očakávame až od roku 2015.

**IFP sa pri odhade opiera o lineárny regresný model medzi rastom spotreby a zmenou príjmu, neistoty a bohatstva domácností a vzájomnou interakciou medzi pokrízovým obdobím a vysvetľujúcimi premennými.*