

21. September 2017

Viac práce i pláce

Makroekonomická prognóza na roky 2017 – 2020

Branislav Žúdel, Roman Vasiľ

Slovenská ekonomika v tomto roku potvrdí vlnajší výkon a vzrastie o 3,3 %. Najväčší podiel na ekonomickom raste bude mať spotreba domácností, ktorá vďaka silnému trhu práce dosiahne najvyššiu dynamiku od roku 2008. Vyše 47 tisíc nových pracovných miest zatlačí na zvýšenie miezd a zníži nezamestnanosť na rekordné úrovne. V ďalších rokoch sa k domácejmu dopytu pridá aj export, ktorého základ položia automobilové investície. Rast ekonomiky bude kulminovať v roku 2019.

Centrálne banky stoja pred dilemou

Centrálne banky dvoch najväčších ekonomík stoja pred dilemou, keďže plánované uťahovanie menových politik naráža na anemický vývoj inflácie. Pôvodne plánované koncoročné zvýšenie sadzby americkou centrálnou bankou FED trhy očakávajú až v prvej polovici roka 2018. Uťahovanie menovej politiky má byť však koncom roka 2017 čiastočne suplované uvoľňovaním aktív zo súvahy FEDu. Európska centrálna banka (ECB) čelí rastúcej apreciácii kurzu eura predstavujúcej nový prvok neistoty v inflačných prognózach. Na poslednom zasadnutí ECB neuvažovala o zmene parametrov kvantitatívneho uvoľňovania minimálne do konca roka 2017. V dôsledku pomalého rastu inflácie trhy však neočakávajú zvyšovanie sadzieb ECB ani v roku 2018.

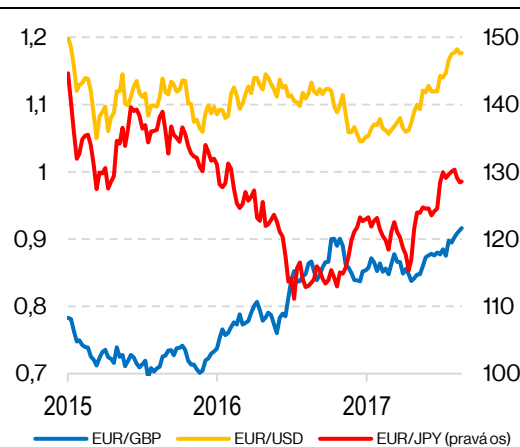
Udalosťou na svetových trhoch je prudké posilnenie eura voči hlavným svetovým menám.

Hlavným dôvodom je zlepšenie ekonomického výhľadu v eurozóne. Britská libra naopak oslabilila v reakcii na slabý výkon ekonomiky a voči euru sa ocitla minime od roku 2009 (Graf 1).

Očakávaná rekordná produkcia v USA neutralizuje snahy OPECu

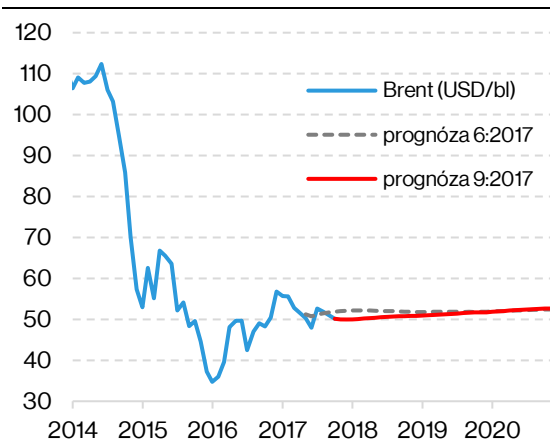
Očakávaná rekordná produkcia ropy v USA stlačí jej ceny ku hranici 50 USD/b. Silná produkcia tak neutralizuje pozitívny tlak na ceny vyvolaný očakávaniami solídneho rastu svetového dopytu a júlového predĺženia dohody krajín OPECu o obmedzení produkcie o ďalších 9 mesiacov. Výsledkom je stabilný vývoj cien ropy okolo 50 USD/b (Graf 2).

Graf 1: EUR posilnilo vplyvom dobrého výhľadu v eurozóne



Zdroj: Bloomberg

Graf 2: Vývoj cien ropy Brent



Zdroj: Bloomberg



Globálna ekonomika napreduje

Dynamika rastu globálnej ekonomiky nepoľavuje. K zrýchleniu v eurozóne prispieva väčšina veľkých ekonomík a zotavenie naďalej prebieha rovnomerne naprieč sektormi. Americká ekonomika sa v druhom kvartáli vzchopila po zaváhaní v úvode roka. Čína ťaží zo zotavenia globálneho dopytu a Rusko pokračuje v pozitívnej rastovej trajektórii.

Eurozónu ťahá domáci aj vonkajší dopyt

Eurozóna si v druhom kvartáli roka udržala robustné tempo rastu na úrovni 0,6 %. Oživenie ekonomiky eurozóny je podporené zdravými fundamentami vo všetkých sektoroch. Pohľad do štruktúry ekonomiky v úvode roka ukázal, že rast okrem domácej spotreby potiahol aj zahraničný dopyt. Široká báza rastu sa opiera o silný trh práce, ekonomický optimizmus spotrebiteľov a firiem v domácom prostredí, ale aj o zitenzivnenie globálnej ekonomickej aktivity vo svete.

Oživenie v eurozóne je citelné naprieč krajinami

Oživenie eurozóny je badateľné naprieč jednotlivými ekonomikami. Okrem obvyklých ťahúňov Nemecka a Španielska zrýchlili aj ekonomiky Francúzska a Talianska (Graf 3). Nemeckú a španielsku ekonomiku v úvode roka okrem stabilného príspevku domácej spotreby výraznejšie potiahol zahraničný dopyt. Zahraničný dopyt po ťažkých dopravných zariadeniach podporil v druhom kvartáli rast vo Francúzsku.

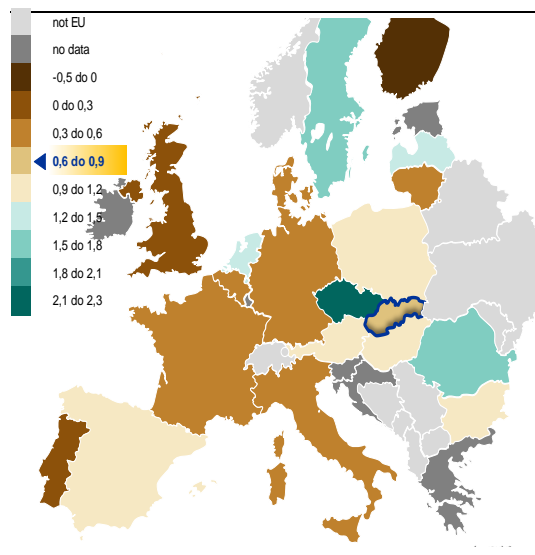
Nástup očakávaného vplyvu Brexit-u v Británii

Zotavenie prebiehajúce v eurozóne je v kontraste s tohtoročným vývojom vo Veľkej Británii. Pod tlakom je nielen externý sektor v dôsledku očakávaného vplyvu Brexitu, ale aj spotreba domácností, ktorú zasiahla nízka spotrebiteľská dôvera. Domáci dopyt slabne aj pod vplyvom vysokej inflácie a stagnujúcich miezd, ktoré znižujú kúpnu silu spotrebiteľov.

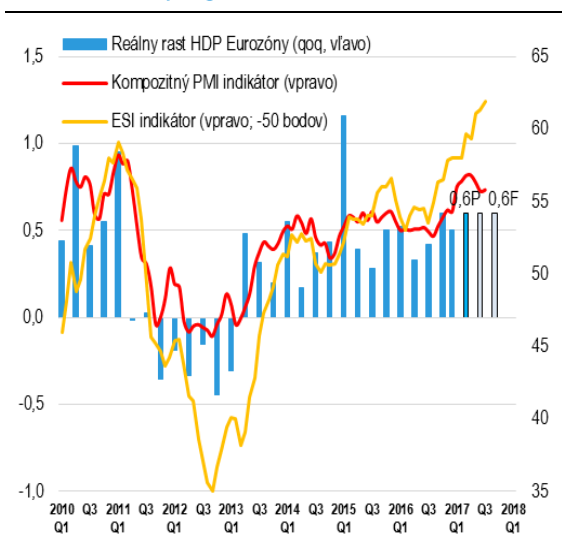
Soft indikátory korigovali novoročnú eufóriu

Vývoj predstihových indikátorov eurozóny aj Nemecka v uplynulých mesiacoch mierne skorigoval niekoľkoročné maximá z úvodu roka. Avšak, mäkké ukazovatele v eurozóne sa stále držia na vysokých úrovniach (Graf 4).

Graf 3: Rast HDP v druhom kvartáli 2017 v EÚ



Graf 4: Predstihové indikátory eurozóny a krátkodobá prognóza IFP



Výnimočný výkon regiónu V3 v prvej polovici roka

Krajiny regiónu V3 zaznamenali veľmi silný rast už druhý kvartál po sebe (Graf 3). Prekvapilo najmä Česko s medzikvartálnym rastom 2,5 percenta. V prvej polovici roka rast regiónu V3 ťahal nielen domáci dopyt, ale v prípade Česka a Maďarska priaznivo prispel aj externý sektor.

Udržanie súčasného tempa rastu v eurozóne

Prognóza predpokladá udržanie aktuálneho tempa rastu eurozóne na strednodobom horizonte. Agregát eurozóne bude aj naďalej ťažiť zo stabilného tempa rastu nemeckej ekonomiky a energického tempa rastu španielskej ekonomiky. Do menšej miery ho podporí postupujúce oživenie vo Francúzsku a Taliansku. Rasty V3 sa budú pohybovať v tomto roku pod hranicou štyroch percent (a v prípade Česka mierne nad hranicou štyroch percent) a v budúcom roku okolo troch percent.

Revízia smerom nahor pod vplyvom vývoja v regióne aj Európe

Očakávaný rast váženého HDP našich hlavných obchodných partnerov zvyšujeme v tomto i budúcom roku. V rokoch 2017 a 2018 ho potiahne najmä vyšší výkon regiónu V3, ale aj ukotvenie rýchlejšieho tempa rastu v Nemecku a eurozóne ako celku. **Oživenie v globálnom obchode spolu s dovoznou intenzitou verejných investícií a silnejúcou spotrebou domácností vo V3 zvýšia tempo rastu importu na strednodobom horizonte prognózy.** Zahraničný dopyt preto revidujeme smerom nahor o 0,8 p. b. v roku 2017 a len mierne, o 0,2 p. b. na budúci rok. Predpoklady externého prostredia, úrokových sadzieb a cien komodít vychádzajú z informácií dostupných 21. augusta 2017.

Tabuľka č. 1: Prognóza externého prostredia 2017 – 2020

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti jun. 2017					Import (% rast)					Rozdiel oproti jun. 2017				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Najvýzn. obch. partneri SR	2,0	2,9	2,3	1,9	1,8	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	4,4	5,8	5,0	4,5	4,5	0,1	0,8	0,2	0,0	0,0
z toho eurozóna*	1,7	2,1	1,9			0,0	0,3	0,1			3,8	4,7	4,3			0,1	0,3	0,1		
Nemecko	1,8	2,0	1,9			0,0	0,2	0,2			3,7	4,6	4,4			0,0	0,0	0,0		
Česká rep.	2,5	4,2	2,7			0,2	1,6	0,1			3,1	6,0	5,6			0,1	0,7	0,2		
Poľsko	2,7	3,9	3,1			0,1	0,6	0,0			8,9	8,7	6,3			0,0	2,2	0,6		
Maďarsko	1,9	3,6	3,1			0,1	0,6	0,0			5,7	7,4	6,0			0,0	1,6	0,5		

*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: EK, IFP

Vysoké tempo spotreby domácností

Ekonomika Slovenska vzrastie v tomto roku o 3,3 %. Hlavným ťahúňom bude spotreba domácností, ktorá vďaka zlepšujúcemu sa trhu práce vzrastie najrýchlejším tempom od krízy. Pozitívne očakávania domácností spôsobujú, že ich spotreba má prvýkrát po štyroch rokoch vyššiu dynamiku ako disponibilný príjem. Export vzrastie menej ako predpokladajú fundamenty o zahraničnom dopyte, čo je dôsledkom viacerých dočasných faktorov, napr. končiaci sa životný cyklus niektorých modelov áut vyrábaných na Slovensku. Rast investícií je založený hlavne na súkromnom sektore, verejné investície sú tlmené pomalým nábehom čerpania EÚ fondov.

Akcelerácia rastu vďaka exportu automobilov

Budúci rok ekonomika zrýchli na 4,2 %. Štruktúra rastu bude stáť na pevných základoch. K robustnému vývoju spotreby domácností sa pridá export ťažiaci z nábehu novej automobilovej výroby vo VW a ku koncu roka aj v JLR. Dynamika investícií bude opäť založená na súkromnom sektore. Kulminácia investície v JLR a rozbeh výstavby bratislavského obchvatu D4/R7 budú kompenzovať výpadok po ukončení masívnej investície VW.

Pokrízový vrchol a návrat ekonomiky k potenciálu

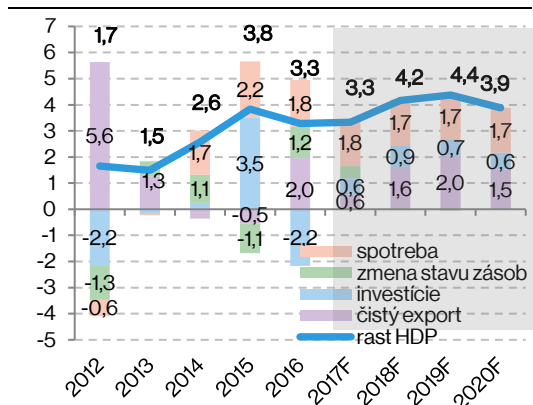
V rokoch 2019 a 2020 porastie ekonomika tempom 4,4 % a 3,9 %. V roku 2019 príde k zrýchleniu vďaka dynamickejšiemu exportu, najmä v automobilkách. Domáca spotreba si udrží zdravé stabilné tempo na celom strednodobom horizonte. Investície mierne spomalia z dôvodu dokončenia automobilového závodu JLR. Na konci strednodobého horizontu ekonomický rast zvolní bližšie k svojmu potenciálu.

PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (september 2017)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť 2016	prognóza				rozdiel oproti jun 2017			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Hrubý domáci produkt									
HDP, s.c.	3,3	3,3	4,2	4,4	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
HDP, b.c. (mld. €)	81,0	84,6	89,5	95,3	101,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Súkromná spotreba, s.c.	2,9	3,4	2,9	2,9	2,9	0,3	0,1	0,0	0,0
Súkromná spotreba, b.c.	2,5	4,8	4,6	4,8	5,0	0,3	0,1	0,0	-0,1
Vládna spotreba	1,6	0,4	1,3	1,6	1,6	-1,0	-0,7	-0,3	-0,2
Fixné investície	-9,3	3,0	4,2	3,2	3,2	-1,2	0,4	0,1	0,0
Export tovarov a služieb	4,8	5,0	7,8	7,7	6,3	-1,0	0,1	0,0	0,0
Import tovarov a služieb	2,9	4,8	6,8	6,3	5,4	-1,3	0,0	0,0	0,0
Trh práce									
Zamestnanosť (štat. výkazníctvo)	2,5	1,9	1,4	1,0	1,0	0,2	0,2	0,0	0,0
Mzdy, nominálne	3,3	3,9	4,6	4,8	5,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Mzdy, reálne	3,8	2,6	2,9	2,9	3,1	0,4	0,0	0,1	0,1
Miera nezamestnanosti	9,6	8,2	7,3	6,7	6,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
Inflácia									
CPI	-0,5	1,3	1,7	1,9	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0

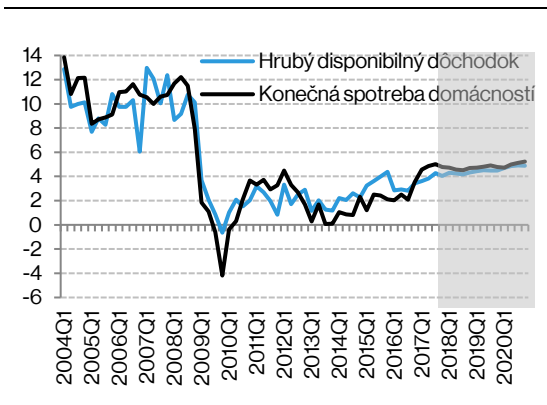
Zdroj: ŠÚ SR, IFP

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



Zdroj: IFP

Graf 6: Vývoj hrubého disponibilného dôchodku a spotreby domácností (v b.c., v %)



Zdroj: IFP

Rast zamestnanosti
ženie nezamestnanosť ku
novým minimám

Zamestnanosť sa zvýši o 2 %, čo prinesie 47 tisíc pracovných miest (ESA metodika). Rast potiahnu priemysel a trhové služby, kde vznikne spolu vyše 40 tisíc nových pracovných miest. Kvôli nedostatku voľnej pracovnej sily očakávame v nasledujúcich rokoch zmierňovanie tempa rastu zamestnanosti smerom k 1 % na úkor rastu produktivity práce. Nové pracovné miesta budú nasýtené nielen domácimi nezamestnanými, ale posilnia sa aj trendy príchodu zahraničných pracovníkov a návratu Slovákov zo zahraničia. **Miera nezamestnanosti (podľa VZPS) dosiahne v roku 2017 historické minimum 8,2 % a do roku 2020 sa priblíži k úrovni 6 %.**

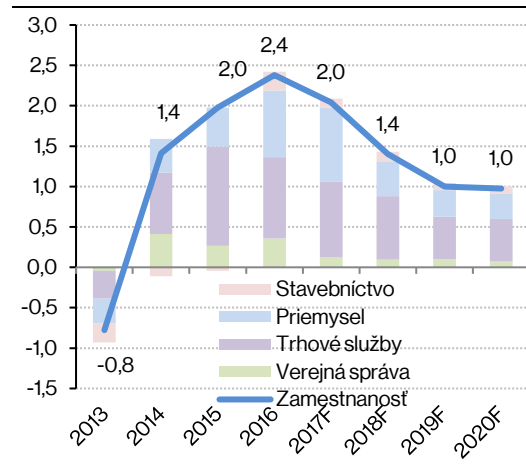
Tempo rastu priemernej mzdy sa v tomto roku priblíži 4 %

Priemerná nominálna mzda v hospodárstve v tomto roku vzrastie o 3,9 % a naďalej bude zrýchľovať svoje tempo. Najviac si polepšia zamestnanci v priemysle, ktorý pociťuje najvýraznejší nedostatok pracovníkov. V ďalšom období bude rast miezd zrýchľovať, pričom lídrom bude opäť priemysel. **Tempo rastu reálnej mzdy dosiahne v súčasnom roku 2,6 % a bude tlmené oživením inflácie.** V ďalších rokoch očakávame postupné zrýchľovanie rastu reálnej mzdy smerom k 3 %.

Návrat rastúcich cien

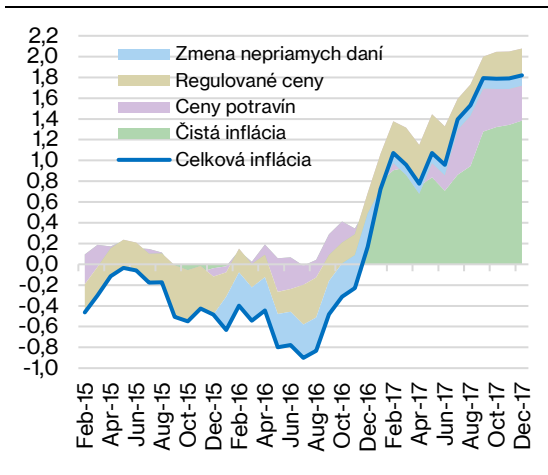
Rast cien sa v tomto roku obnovil a celková inflácia dosiahne 1,3 %. Prvý polrok naznačuje obnovenie väzby medzi cenami a mzdami v ekonomike, čo vedie k zrýchleniu rastu cien služieb. Významný nárast zaznamenajú ceny potravín, ktoré zareagovali na vývoj globálnych cien s oneskorením. Silnejúci kurz eura a klesajúca cena ropy tlmí zvyšovanie cien obchodovateľných tovarov. Proti rastu cenovej hladiny pôsobí zníženie cien energií regulačným úradom na začiatku tohto roka.

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



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

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



Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Zrýchľovanie inflácie nad 2 % spôsobené ekonomickou aktivitou

V nasledujúcich rokoch bude pokračovať akcelerácia dopytovej inflácie. Ceny trhových služieb budú rásť zo všetkých položiek inflácie najrýchlejšie. Na základe rastu cien energetických komodít na svetových trhoch a vývoja future kontraktov očakávame zvýšenie regulovaných cien energií v budúcom roku. Vďaka rýchlemu ekonomickému rastu prekročí inflácia v závere strednodobého horizontu 2 %.

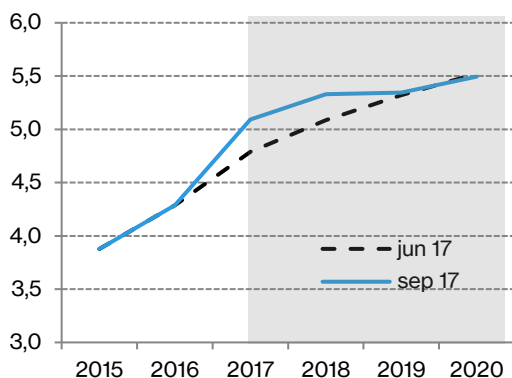
Bilancia rizík je vyrovnaná

Bilancia rizík prognózy je vyrovnaná. Negatívnym rizikom v externom prostredí zostáva hrozba protekcionizmu vo svetovom obchode a nestabilný bankový sektor v Taliansku. Novými negatívnymi rizikami sú geopolitické napätie v Ázii a pokračujúca volatilita eura, ktorá by nemala základ vo fundamentoch a naopak by brzdila európsky export. Pozitívnym rizikom pre prognózu je hladký priebeh Brexit-u a benefit plynúci z fiškálnej expanzie v USA na svetovú ekonomiku. V domácom prostredí je pozitívnym rizikom výraznejšie zrýchlenie miezd na prehrievajúcom sa trhu práce spôsobené nedostatkom kvalifikovaných pracovných síl, ktoré však môže obmedzovať rast ziskovosti firiem. Tá podľa ŠÚSR údajov zaznamenala slabý vývoj už v prvom polroku tohto roka. Novým pozitívnym rizikom je tiež zrýchlenie domácej ekonomiky v dôsledku obnovenia väzby na už pozorované zvýšenie výkonu obchodných partnerov SR.

Trh práce pomáha rastu
daňových základní

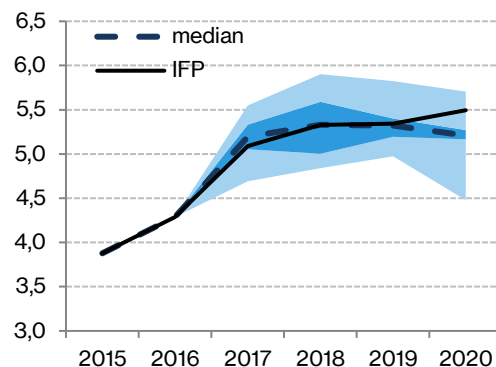
Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne je pozitívny. Hlavným dôvodom je lepší vývoj na trhu práce v rokoch 2017 a 2018. Pozitívny vplyv vyššej spotreby domácností je brzdený pomalším rastom verejných investícií. Základňa pre zrážkovú daň a bankový odvod (stav vkladov) a základne pre korporátnu daň sú ovplyvnené len minimálne. Celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 21. septembra 2017.

Graf 9: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní s predchádzajúcou prognózou



Zdroj: IFP

Graf 10: Porovnanie prognóz vážených základní 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 13. septembra 2017. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR **bola všetkými členmi Výboru** (NBS, ČSOB, Infostat, SAV, SLSP, Tatrabanka, Unicredit, VÚB) **charakterizovaná ako realistická**. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

¹ 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: Druhý míľnik v Hodnote za peniaze v riadení dlhu

Slovensko vynaloží ročne 1,3 mld. eur na obsluhu štátneho dlhu². Úrokové náklady na rozdiel od iných položiek štátneho rozpočtu predstavujú výdavky, ktoré sú dané na niekoľko rokov vopred. Stratégia riadenia dlhu³ založená na stochastických modelových nástrojoch je po vzore iných krajín súčasťou projektu Hodnota za peniaze. Po vytvorení a zverejnení odhadov slovenskej výnosovej krivky⁴, je druhým krokom k jej vytvoreniu spoľahlivá prognóza úrokových sadzieb.

Pri tvorbe stratégie riadenia dlhu založenej na tzv. stochastickom simulátore⁵ je **nevyhnutné použiť spoľahlivú prognózu vývoja úrokových sadzieb**. Základným pilierom je modelová aproximácia interakcie medzi menovou a fiškálnou politikou vo väzbe na očakávanú fluktuáciu vo výnosoch štátnych dlhopisov.

Výnosy slovenských štátnych dlhopisov, a teda aj úrokové náklady, sú ovplyvňované najmä dvomi kanálmi. Prvým je menová politika Európskej centrálnej banky, ktorá je spoločná pre všetky členské štáty eurozóny. **Druhým je kreditná a likviditná prirážka**, ktorá je špecifická pre členské štáty. Reflektuje ekonomické fundamenty a fiškálnu situáciu krajiny, ako aj ich likviditu.

Pochopenie vplyvu oboch kanálov, ako aj ich interakcie, je prínosné nielen pre riadenie štátneho dlhu, ale aj pre firmy a domácnosti. Firmy dokážu efektívnejšie plánovať svoje operatívne a investičné aktivity a tiež kvantifikovať riziko zmeny v nákladoch na financovanie vyplývajúce zo zmien v úrokových sadzbách. Domácnosti získajú lepšiu informáciu pri rozhodovaní sa medzi tvorbou úspor a spotrebou.

V technickej analýze IFP⁶ skúmame predikčnú schopnosť modelov výnosov slovenských štátnych dlhopisov a jej ekonomický pôvod. Vyhodnocujeme výkonnosť niekoľkých modelov aplikovaných na vzorke výnosov štátnych dlhopisov od januára 2009 až do decembra 2016. Presnosť prognóz našich modelov hodnotíme v porovnaní s naivnou prognózou, tzv. náhodným procesom.

Pre účely zefektívnenia riadenia dlhu je kľúčová predikčná schopnosť modelu na strednodobom horizonte (t. j. 1 až 3 roky). Tomu sme prispôbili aj voľbu modelov. Namiesto testovania veľkého množstva modelov sme vybrali malé množstvo prognostických modelov, ktoré nám pomôžu identifikovať zdroj ich predikčnej schopnosti. Ako prvú študujeme predikčnú schopnosť výnosov nemeckých vládnych dlhopisov, ktoré slúžia ako referencia pri oceňovaní slovenských dlhopisov. Testovanie sme začali najpoužívanejším modelom v literatúre, dynamickým Nelson-Siegel modelom. Ako druhý model pre prognózu sme zvolili dekompozíciu nemeckej výnosovej krivky na ekonomicky interpretovateľné faktory: dlhodobé inflačné očakávania, ex-ante variabilitu reálnej úrokovej miery a časovú prémii. Táto dekompozícia nám umožňuje prognózovať jednotlivé zložky a identifikovať zdroj predikčnej schopnosti modelu. V ďalšom kroku sme vyhodnotili predikčnú schopnosť modelov prirážok slovenských vládnych dlhopisov voči nemeckým vládny dlhopisom.

Z pohľadu riadenia dlhu sú významné dva výsledky štúdie. Prvým výsledkom je, že modelová kombinácia prognózy výnosov nemeckých dlhopisov a prognózy kreditných prirážok Slovenska **prognózuje výnosy dlhopisov presnejšie ako samotný naivný model**, náhodný proces. **Druhým výsledkom je fakt, že chyby prognózy nemeckých vládnych dlhopisov a chyby prognózy kreditných prirážok sú negatívne korelované, čo môže byť využité pri optimalizácii úrokových nákladov.** Intuitívne

² Výška výdavkov na obsluhu štátneho dlhu rozpočtovaná v roku 2017.

³ Princípy hodnoty za peniaze budú uplatnené pri príprave Stratégie riadenia dlhu na roky 2018 až 2022 predloženej na rokovanie vlády na jeseň roku 2018.

⁴ Výnosovú krivku slovenských štátnych dlhopisov v súlade s najlepšou zahraničnou praxou od júna 2017 zverejňuje Národná banka Slovenska na nasledovnej webovej linke: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/urokove-sadzby/odhad-vynosovej-krivky>

⁵ Pozri napr. Bolder J., Deeley S. (2011): „The Canadian Debt-Strategy Model: An Overview of the Principal Elements“; Bergstrom P., Holmund A. (2000): „A Simulation Model Framework for Government Debt Analysis“ alebo Pick A., Anthony M. (2006) „A Simulation Model for Analysis of the UK’s Sovereign Debt Strategy“

⁶ Celá analýza je dostupná v angličtine na nasledujúcom odkaze: <http://www.finance.gov.sk/en/Default.aspx?CatID=744>

to znamená, že pozorujeme neočakávaný nárast kreditnej prírážky súbežne s uvoľňovaním menovej politiky a poklesom bezrizikových sadzieb v eurozóne.

Vývoj slovenskej výnosovej krivky

