

4. február 2016

Automobilky budú hrať opäť prvé husle

Makroekonomická prognóza na roky 2015 – 2019

Lucia Šrámková, Branislav Žúdel, Michal Habrman

Slovenská ekonomika dosiahne v tomto roku solídne tempo rastu 3,2 percenta, napriek zhoršujúcemu sa výhľadu externého prostredia. Štruktúra rastu bude vyváženejšia než vlani, kedy dominoval domáci dopyt a záverečný šprint verejných investícií. Zrýchlenie rastu reálnej mzdy spolu s približne 30-tisícovým prírastkom pracovných miest podporí rast spotreby domácností. Koncom strednodobého horizontu bude ekonomický rast akcelerovať až k 4,6 percentám vďaka novým výrobným kapacitám v automobilovom priemysle. Nová makroekonomická prognóza má pozitívny vplyv na daňové základne na celom horizonte prognózy.

Polarizácia menových politik sa v tomto roku bude prehlbovať

FED po dlhých siedmich rokoch začal očakávané zvyšovanie úrokových sadzieb. FED plánuje pokračovať v plynulom uťahovaní menovej politiky, no očakávania o tempe ďalšej reštrikcie menovej politiky sa začiatkom roka pod vplyvom pádu akciových trhov zmiernili. Na decembrovom zasadnutí ECB pristúpila ku zníženiu depozitnej sadzby na -0,30%, predĺženiu programu nákupu aktív (QE) do marca 2017 a to pri nezmenenom mesačnom objeme; a rozhodnutiu o reinvestovaní splátok istín aktív nakúpených v QE. Krok menovej autority však nedokázal uspokojiť trhy, ktoré špekulovali o navýšení QE už od leta, keď boli nadol revidované prognózy inflácie i rastu eurozóny. Vplyv programu QE na výnosovú krivku slovenských dlhopisov kvantifikujeme v Boxe 1.

Akciové trhy začali rok nervózne

Globálne akciové trhy otvorili nový rok červenými číslami, S&P najhoršími od roku 1928. Nákaza sa šírila dominantne z čínskeho akciového trhu. I po tejto korekcii, zostávajú akcie na agregovanej úrovni fundamentálne nadhodnotené. Problémom zostáva i nadmerné zadĺženie súkromného sektora. Signálom nestabilného obdobia je rastúca volatilita naprieč všetkými trhmi (komoditný, akciový, dlhopisový).

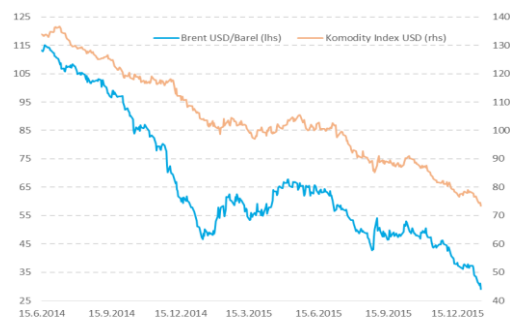
Cena ropy klesá viac pod vplyvom dopytových faktorov než v minulom roku

Cena ropy dosiahla 12-ročné minimum (28,6 USD/barel) a preto znižujeme prognózu na celom horizonte o takmer 16 dolárov za barel. Informácie o faktoroch ovplyvňujúcich ponuku sa od septembra výrazne nezmenili. Naopak, zhoršovanie výhľadu globálneho rastu potvrdzuje obavy, že súčasné zníženie je už signálom podvyživeného dopytu. Rovnako je tomu i v prípade ostatných komodít.

Graf 1: Prepad akciových indexov



Vývoj cien ropy Brent a ostatných komodít



Zdroj: Bloomberg

Zdroj: ECB euro area bank lending survey



Rast v bohatých krajinách sa udržuje, v rozvíjajúcich sa ekonomikách vyhasína

Rozvinutým krajinám sa napriek ekonomicko-politickým výzvam v minulom roku darilo. Kondícia americkej ekonomiky je natoľko uspokojivá, že Fed sa po siedmich rokoch rozhodol ukončiť politiku nulových úrokov. Pretrvávajúce problémy súvisiace s dedičstvom dlhovej krízy, makroekonomickými nerovnováhami a prílevom imigrantov doposiaľ nemali výraznejší vplyv na dynamiku rastu eurozóny. Rovnako ani hospodárske spomalenie Číny a postupujúca recesia v Rusku a Brazílii sa zatiaľ nepreniesli do globálnej ekonomiky.

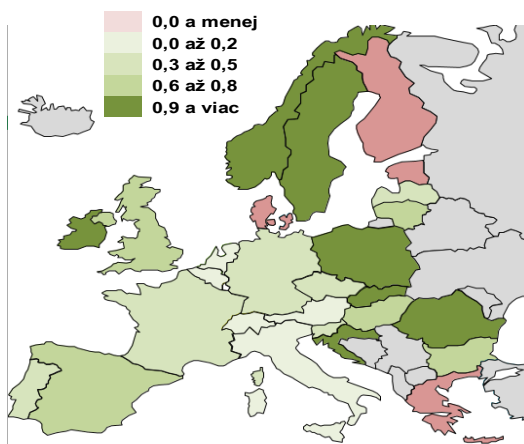
Eurozóna rastie s priaznivou štruktúrou

Eurozóna zaznamenala vlani najlepší hospodársky výsledok od roku 2011. Priestor pre ďalšiu akceleráciu rastu sa však nateraz vyčerpal. Pozitívnym faktom je presun ťažiska rastu zo zahraničného obchodu do domáceho dopytu. Európske krajiny ťahá nahor najmä rastúca spotreba domácností. V porovnaní s minulosťou je preto eurozóna ako celok menej zraniteľná voči vývoju v svetovej ekonomike. No nevyriešené makroekonomické a štrukturálne otázky spolu s pretrvávajúcou politickou neistotou zostávajú hlavnou brzdou mohutnejšej akcelerácie hospodárskeho rastu.

Rast eurozóny sa v tomto roku udrží, ale nebude už zrýchľovať

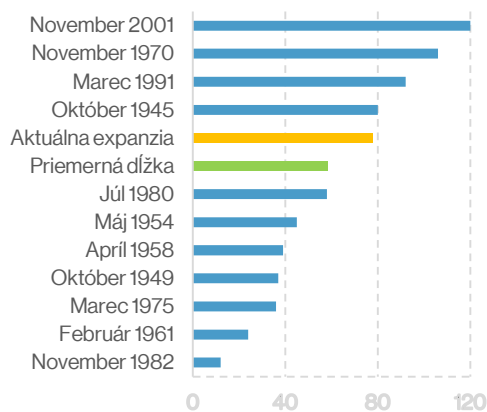
Predstihové indikátory naznačujú, že tempo rastu eurozóny by malo zostať v tomto roku nezmenené. Eurozóna aj Nemecko budú rásť pod hranicou 2%. Po výdatnom raste krajín ČR, Poľska a Maďarska dôjde v tomto roku k miernej korekcii. Priemerný rast V3 by sa však mal udržať nad hranicou 3%. V globálnej ekonomike však aktuálne prebieha viacero procesov s ťažko kvantifikovateľnými dopadmi na ekonomický rast. Hlavným rizikom zostáva vývoj v Číne, Brazílii a Rusku, výskyt neočakávanej recesie v USA a reakcia podnikov a rozvíjajúcich sa ekonomik na uťahovanie monetárnej politiky Fedu.

Graf 3: Medzikvartálny rast HDP v krajinách EÚ



Zdroj: Eurostat, IFP

Graf 4: Expanzia v USA trvá už nadpriemerne dlho



Zdroj: NBER, IFP

Zhoršenie vyhládok zahraničného obchodu najmä kvôli vývoju vo zvyšku sveta

Odhad hospodárskeho rastu hlavných obchodných partnerov Slovenska bol oproti predchádzajúcej prognóze v tomto roku mierne znížený. Predikcia vývoja zahraničného dopytu u našich európskych partnerov bola znížená len veľmi mierne. Ku korekcii sme pristúpili pri odhade vývoja vo zvyšku sveta (Rusko, Čína) zohľadňujúc zhoršujúce sa prognózy globálneho rastu. Predpoklady týkajúce sa externého dopytu vychádzajú z prognózy EK a MMF korigovanej vývojom pozorovaným v treťom kvartáli 2015¹ a veľmi

¹Pre vybrané krajiny vrátane údajov za štvrtý kvartál 2015.

krátkou prognózou (nowcastingom) vývoja eurozóny. Predpoklady prognózy pokrývajúce vývoj externého prostredia, úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na informáciách dostupných k polovici januára 2016.

Tabuľka č. 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2015 až 2019

	HDP (% rast)					Rozdiel oproti sep. 2015					Import (% rast)					Rozdiel oproti sep 2015				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
Najvýzn. obch. partneri SR	2,0	2,2	2,1	2,0	1,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	-	5,4	5,2	4,9	4,5	4,5	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-
z toho eurozóna*	1,6	1,8	1,7	-	-	0,1	0,0	-	-	-	4,5	4,0	4,4	-	-	0,3	-0,3	-	-	-
Nemecko	1,7	1,8	1,7	-	-	0,2	-0,1	-	-	-	5,3	5,1	5,0	-	-	0,6	-0,2	-	-	-
Česká rep.	4,2	2,7	2,8	-	-	0,1	-0,2	-	-	-	8,2	7,2	6,3	-	-	-1,1	-1,0	-	-	-
Poľsko	3,4	3,3	3,4	-	-	0,0	-0,1	-	-	-	4,9	6,9	6,7	-	-	-2,9	-0,3	-	-	-
Maďarsko	2,6	2,5	2,5	-	-	-0,2	0,2	-	-	-	6,9	5,2	4,7	-	-	1,0	0,0	-	-	-

*vážená eurozóna podľa exportov

Zdroj: OECD, Bloomberg, IFP

V roku 2015 ekonomickému rastu kraľovali investície

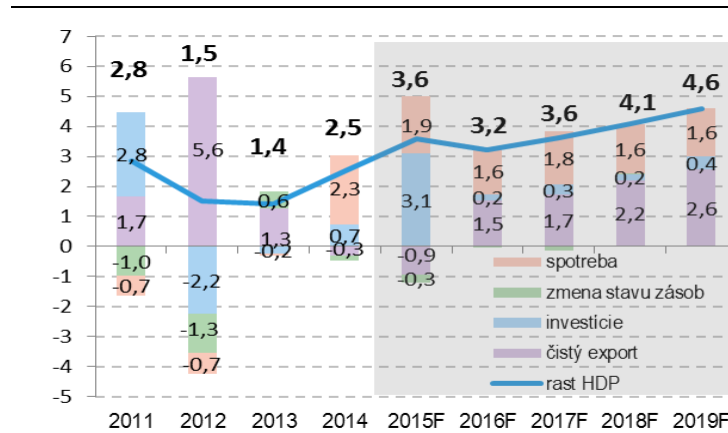
Slovenská ekonomika si v predchádzajúcom roku pripíše nárast o 3,6 percenta, čo predstavuje druhý najvyšší rast od krízy. Hlavným ťahúňom rastu tak bol už druhý rok po sebe domáci dopyt. Ekonomika zrýchliła najmä v závere roka vďaka mimoriadne silnému čerpaniu EÚ fondov, ktoré sa prejaví v zrýchlení rastu spotreby verejnej správy ale najmä vládnych investícií. Rast investícií o takmer 15 percent je z dvoch tretín ťahaný práve verejnou správou. Darilo sa aj súkromnému sektoru², keď k rastu dopomohli najmä investície v priemysle. Spotreba domácností si vlni udržala solídne tempo, no jej rast stále zaostáva za rastom disponibilných príjmov. Výsledkom je kontinuálny nárast miery úspor, ktorá atakuje už 15-ročné maximum. Exportná výkonnosť predbehla indikátor zahraničného dopytu, keď sa darilo najmä automobilovému priemyslu. S nárastom dovozne náročných investícií z EÚ fondov súvisí silný rast importov, čo prispeje k negatívnemu príspevku čistého exportu k rastu HDP.

Vyvážená štruktúra rastu v tomto roku

V tomto roku si ekonomika polepší o 3,2%, pozitívom bude najmä vyvážená štruktúra rastu. Čiastočné obmedzenie výroby z dôvodu rozširovania produkčných kapacít v trnavskej automobilke mierne pribrzdí rast exportu. Realistickejšie čerpanie EÚ fondov nového programového obdobia – s výnimkou výstavby diaľnic – vráti investície vo verejnej správe bližšie k dlhodobému potenciálu. Rast investícií však významne zrýchli v automobilovom priemysle: výstavba závodu Jaguar Land Rover (JLR), novej montážnej haly VW a príprava na výrobu nového modelu v PSA. Výdavkom domácností nahráva pozitívny vývoj na trhu práce a pretrvávajúca nízka inflácia. **Rast spotreby domácností by tak mal zrýchliť na nové pokrizové maximum 3,2 percenta.** Pokles investícií s vysokou dovoznou náročnosťou sa podpíše pod spomalenie importov, čo znovuobnoví príspevok čistého exportu k rastu HDP.

² Údaje investícií súkromného sektora boli výrazne ovplyvnené decembrovou revíziou národných účtov.

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

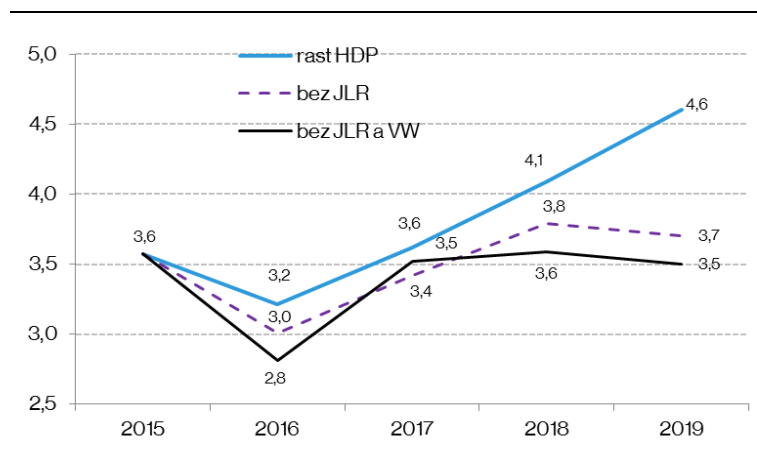


Zdroj: SÚ SR, IFP

Nová výroba v automobilovom priemysle raketovo zvýši ekonomický rast v rokoch 2018 a 2019

V roku 2017 ekonomika zrýchli, porastie o 3,6 percenta. Zrýchli sa exportná výkonnosť aj investičná aktivita, ktorú potiahne pokračujúca výstavba a nákupy strojov do nových závodov automobiliek. Rast reálnych miezd mierne spomalí kvôli očakávanému návratu inflácie, a spolu s pozvolnejším rastom zamestnanosti sa odrazí v miernejšom tempe miňania slovenských domácností. **V rokoch 2018 a 2019 v ekonomike pribudnú nové výrobné kapacity a rast dosiahne 4,1 resp. 4,6 percenta.** Spustenie novej výroby v JLR a VW zvýši rast exportov na 8,5% v roku 2019. Zmiernenie rastu investícií odzrkadľuje ukončenie investičnej fázy oboch projektov. Rast spotreby domácností bude mierne predbiehať rast disponibilného dôchodku s predpokladom pozvoľného poklesu miery úspor. Prehrievanie ekonomiky bude i pri dosahovanom vysokom raste len mierneho charakteru.

Graf 6: Ako pomôže nová výroba v automobilkách VW a JLR slovenskej ekonomike



Zdroj: IFP

PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (február 2016)

ukazovateľ (rast v % ak nie je uvedené inak)	skutočnosť									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018
Hrubý domáci produkt										
HDP, s.c.	2,5	3,6	3,2	3,6	4,1	4,6	0,4	0,1	0,0	0,5
HDP, b.c. (mld. €)	75,6	78,0	80,6	84,8	90,2	96,4	0,5	0,0	-0,3	0,3
Súkromná spotreba, s.c.	2,4	2,3	3,2	2,6	2,7	2,9	0,2	0,5	-0,1	-0,1
Súkromná spotreba, b.c.	2,3	2,1	3,3	4,3	4,8	5,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Vládna spotreba	5,9	3,6	-0,6	2,1	1,3	0,8	0,2	0,1	0,6	-0,2
Fixné investície	3,5	14,6	0,9	1,4	0,9	2,0	7,0	1,6	-0,6	-2,3
Export tovarov a služieb	3,6	6,7	4,9	6,1	7,5	8,5	0,6	-0,7	-0,2	1,9
Import tovarov a služieb	4,3	8,3	3,6	4,6	5,8	6,6	1,2	-0,3	-0,3	0,8
Trh práce										
Zamestnanosť (registrovaná)	1,3	2,1	1,3	0,9	1,1	0,9	0,2	0,3	0,2	0,3
Mzdy, nominálne	4,1	2,8	3,3	4,5	4,7	5,1	0,4	0,2	-0,1	0,0
Mzdy, reálne	4,2	3,2	3,1	2,9	2,5	2,9	0,7	0,9	0,2	-0,2
Miera nezamestnanosti	13,2	11,5	10,4	9,5	8,3	7,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,7
Inflácia										
CPI	-0,1	-0,3	0,2	1,6	2,1	2,2	-0,1	-0,7	-0,2	0,1

Zdroj: ŠÚ SR, IFP

Miera nezamestnanosti poklesne v tomto roku na 10,4 %

Trh práce bude pokračovať aj v tomto roku v robustnom raste, keď pribudne v ekonomike až 30 tisíc pracovných miest. Zamestnanosť bude rásť predovšetkým v trhových službách a priemysle. Naopak v stavebníctve očakávame stagnáciu a vo verejnom sektore dokonca pokles zamestnanosti³. V ďalších rokoch očakávame pokračovanie silného rastu zamestnanosti, s vrcholom v roku 2018 vďaka novým kapacitám v automobilovom priemysle. **Miera nezamestnanosti v tomto roku klesne na úroveň 10,4%** a trh práce sa bude mierne prehrievať (viac v Boxe 2). V nasledujúcom roku sa zníži na jednocifernú úroveň.

Reálne mzdy zaznamenajú druhý najrýchlejší rast od krízy

Reálne mzdy opäť porastú vysokým tempom vyše 3% medziročne, a to najmä vďaka nízkoinflačnému prostrediu. Dynamika miezd bude až do roku 2018 predbiehať produktivitu práce⁴. Spustenie novej automobilovej výroby vo VW a JLR by malo predstavovať pozitívny šok do produktivity, ktorý sa len čiastočne premietne v mzde za celé hospodárstvo (podobne ako tomu bolo v rokoch 2006 a 2007). Zo sektorového hľadiska očakávame v tomto roku najvyšší rast miezd vo verejnom sektore (vďaka valorizácii plátov) a v stavebníctve (vďaka výraznému rastu produktivity ešte

³ Predpokladá sa zánik 4 500 dočasných pracovných miest, čo je len malá časť novovzniknutých dočasných pracovných miest, ktoré vznikli vo verejnej správe v roku 2015.

⁴ Za posledné tri roky má Slovensko najvyššiu produktivitu na odpracovanú hodinu v regióne V4.

v predchádzajúceho roku). **Priemerná nominálna mzda v hospodárstve by mala v roku 2016 dosiahnuť 911 eur.**

Ceny v tomto roku porastú len mierne

Inflácia sa aj tento rok bude držať blízko nuly. Pokles cien ropy má tlmiači účinok na infláciu naprieč celou eurozónou. Okrem zníženia cien pohonných hmôt sa v januári znížili aj ceny plynu a elektriny. Ceny potravín sú ovplyvnené poklesom cien komodít na svetových trhoch, no v priebehu roka budú pozvoľna stúpať. V úvode roka k ich poklesu prispela aj znížená DPH na vybrané druhy základných potravín. V závere roka bude len mierne proinflačne pôsobiť silnejúci domáci dopyt. Predĺženie QE programu by v druhom polroku malo naštartovať postupnú akceleráciu inflácie v eurozóne.

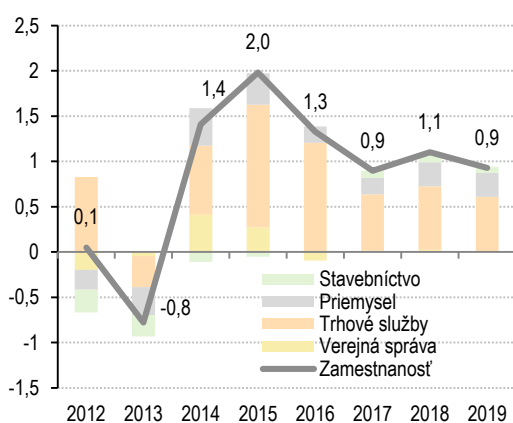
V najbližších rokoch zrýchli dopytová inflácia

V roku 2017 očakávame výraznejšie zrýchlenie dopytovej inflácie, keď sa bude postupne uzatvárať produkčná medzera. Akcelerovať budú najmä ceny trhových služieb. Ceny ropy sa budú zotavovať zo šoku a v nadväznosti na to vyprchá aj tlmiači vplyv nákladových faktorov na infláciu. Sekundárny dopytový stimul plynúci z rozšírenia automobilovej produkcie vyústi do nárastu kladnej produkčnej medzery a celková miera inflácie sa tak dostane mierne nad inflačný cieľ ECB.

Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené

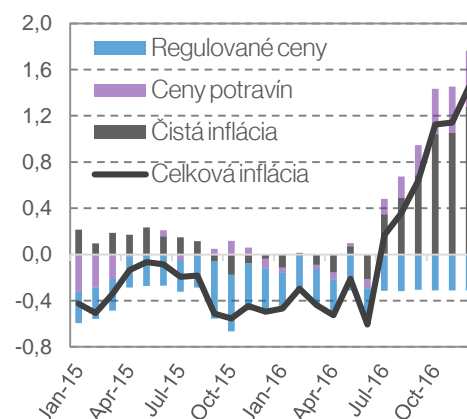
Riziká makroekonomickej prognózy sú vyvážené. V externom prostredí, rovnako ako predchádzajúcej prognóze, dominujú negatívne riziká spojené spomalením globálneho rastu pod ťarchou problémov viacerých veľkých ekonomík (Čína, Rusko, Brazília). Otvárajúcim sa **negatívnym rizikom** je reakcia rozvíjajúcich sa ekonomík na uťahovanie menovej politiky v USA. Nové minimá komodít znamenajú problémy pre odvetvia baníctva a hutníctva. **Pozitívnym rizikom** v externom prostredí je oneskorený, no umocnenejší vplyv QE na investície a spotrebu domácností v eurozóne. Aj v domácom prostredí je pozitívnym rizikom zmena spotrebiteľského správania a zatvorenie nožníc vo vývoji príjmov z práce a spotrebiteľskými výdavkami. Na trhu práce môže prehrievanie priniesť dodatočný tlak na rast miezd v súkromnom sektore. Zníženie cien ropy môže priniesť dodatočný stimul ekonomického rastu v eurozóne resp. okolitých krajinách.

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.)



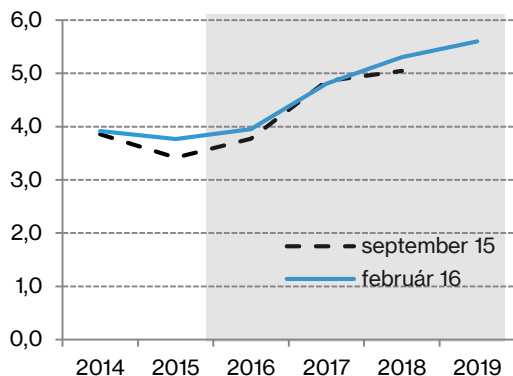
Zdroj: ŠÚSR, IFP

Daňové základne vyššie na celom horizonte prognózy

Celkový vplyv aktualizácie makroekonomickej prognózy na daňové základne v minulom roku je oproti septembru pozitívny, najmä vďaka verejným investíciám a lepšiemu vývoju na trhu práce. Pozitívny vplyv na rast daňových základní vyplývajúci najmä z rýchlejšieho rastu mzdovej bázy pretrváva na celom strednodobom horizonte s výnimkou roka 2017. Kumulovaný **celkový vplyv makroekonomickej prognózy na odhad daní a odvodov je**

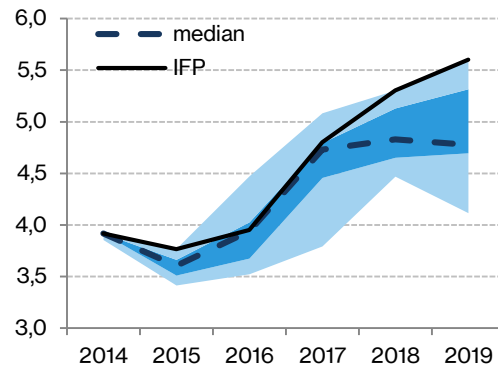
pozitívny na celom horizonte prognózy a bude predmetom rokovania Výboru pre daňové prognózy 11. februára 2016.

Graf 9: Vývoj makroekonomických základní v porovnaní so septembrovou prognózou



Zdroj: IFP

Graf 10: Porovnanie prognóz vážených základní⁵ pre rozpočtové príjmy s členmi výboru



Zdroj: IFP, Eurostat

Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR bola predmetom rokovania Výboru pre makroekonomické prognózy 3. februára 2016. Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja pripravená MF SR **bola všetkými členmi Výboru** (NBS, ČSOB, Infostat, SLSP, Tatrabanka, Unicredit, VÚB a Sberbank) **charakterizovaná ako realistická**. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

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 1 – Požičiavanie štátu nikdy nebolo lacnejšie

Odhad pomocou metódy syntetických kontrolných skupín hovorí, že výnosy slovenských 10-ročných štátnych dlhopisov sa znížili vďaka kvantitatívnemu uvoľňovaniu o približne 60 bázických bodov. Tento stav by mal vzhľadom na emisný kalendár pretrvávať i v najbližšom roku.

Vplyv kvantitatívneho uvoľňovania ECB na výnos slovenského 10-ročného dlhopisu sme odhadli metódou syntetických kontrolných skupín (SKS).⁶ Podstatou je vytvorenie alternatívneho vývoja výnosu slovenského dlhopisu v prostredí bez politiky kvantitatívneho uvoľňovania. Metódou SKS sme hľadali takú kombináciu dlhopisov krajín mimo eurozóny, aby výnos kombinovaného syntetického dlhopisu čo najpresnejšie replikoval výnos slovenského dlhopisu pred 4. septembra 2014, teda v období pred prvým ohlásením programu nákupu aktív samotnou ECB. Následne sme výnos kombinovaného syntetického dlhopisu v období po 4.9.2014 použili ako ukazovateľ alternatívneho vývoja výnosu slovenského dlhopisu.

Výsledky naznačujú, že vplyvom kvantitatívneho uvoľňovania poklesol výnos slovenského 10-ročného dlhopisu o približne 60 bázických bodov (Graf 1)⁷. Efekt kvantitatívneho uvoľňovania sa pritom zintenzívnil v momente, keď ECB 22.1.2015 ohlásila detaily pripravovanej operácie. Váhy dlhopisov jednotlivých krajín sú proporčné, najväčšie zastúpenie má švajčiarsky dlhopis (24%, viď. Tabuľka 1). Zaujímavosťou je, že *spread*, t.j. prirážka voči nemeckému 10-ročnému dlhopisu, v rovnakom období klesol takisto o približne 0,6 p.b.. Výnimkou bola kríza v Grécku v lete 2015 (Graf 2). To naznačuje, že kvantitatívne uvoľňovanie malo na dlhodobé nemecké výnosy len zanedbateľný vplyv a naopak, že výnosy slovenských dlhopisov reflektujú signifikantnú likviditnú prirážku a tiež segmentačné frikcie, vďaka ktorým výnosy našich dlhodobých dlhopisov významne poklesli. Výnos slovenských dlhopisov je v súčasnosti tretí najnižší v eurozóne.⁸

Tabuľka 1: Váhy jednotlivých dlhopisov

Skúmaná krajina:	Slovensko
Kontrolná krajina	váhy
Švajčiarsko	24%
Dánsko	13%
Česko	12%
Švédsko	12%
Nórsko	10%
Malajzia	8%
Bulharsko	8%
Poľsko	7%
Maďarsko	5%

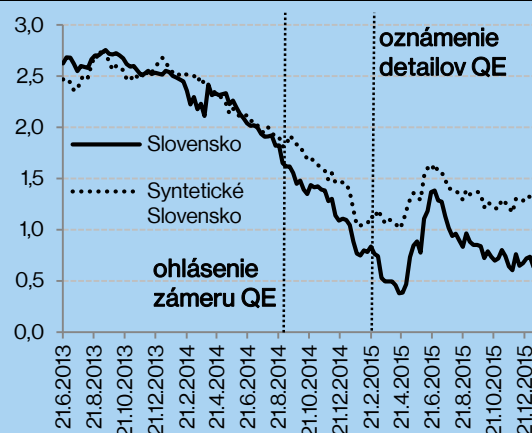
Zdroj: IFP

⁶ Podrobnosti o metóde SKS uvádza Abadie a Gardeazabal (2003), "The Economic Costs of Conflict: A Case Study of the Basque Country," *American Economic Review*, vol. 93(1).

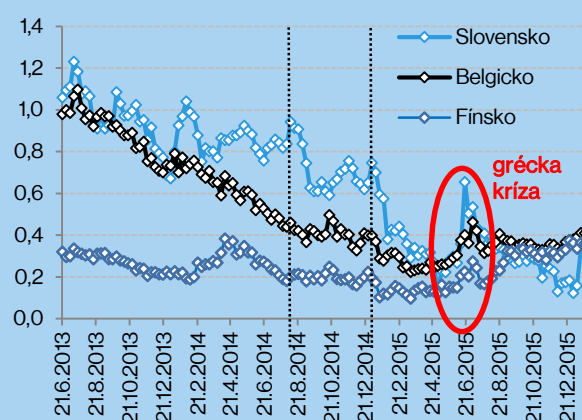
⁷ Výsledky boli podobné pri použití alternatívnych kombinácií krajín mimo eurozóny, čo poukazuje na robustnosť odhadu.

⁸ <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>

Graf 1: Výnos 10-ročných dlhopisov (%)



Graf 2: Spread medzi voči nemeckým 10-ročným dlhopisom (p.b.)



Zdroj: IFP a Bloomberg Zdroj: IFP a Bloomberg, Pozn.: dlhopisy s nulovým kupónom

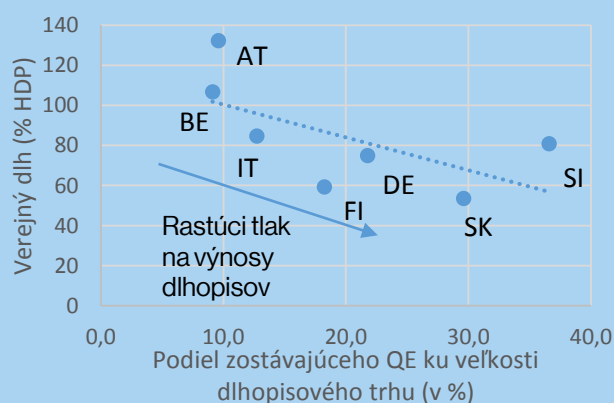
Jedným z dôvodov, prečo je tlak na výnosy slovenských štátnych dlhopisov výraznejší ako v prípade iných krajín, je malý objem (kvalifikujúcich sa) emisií dlhopisov. **Zostávajúce plánované nákupy ECB do konca marca 2017 tvoria takmer 30% objemu 12 obchodovaných emisií v splatnostiach 2 až 30 rokov (Tabuľka 2).** Medzinárodné porovnanie ukazuje, že menej priaznivé parametre trhu z hľadiska absorpcie ECB dopytu má len Slovinsko (Graf 3). Tento stav bude pretrvávať celý nasledujúci rok. Pri pravidle maximálneho nákupu 25% z emisie, by podľa odhadu IFP malo priradiť na trh len 1,9 mld. eur nových dlhopisov.

Tabuľka 2: Porovnanie veľkosti kvantitatívneho uvoľňovania voči veľkosti dlhopisového trhu pre vybrané krajiny

	AT	BE	FI	DE	IT	SK	SI
Zostávajúci objem QE do konca marca 2017 (EUR mld.)	19,0	23,9	12,1	173,4	118,8	6,9	3,3
Zostávajúci objem dlhopisov kvalifikujúcich sa pre QE (EUR mld.)	148,8	261,6	66,5	796,5	1237,2	23,4	9,1
Počet emisií	17	22	13	48	69	12	10
Podiel plánovaného QE k trhu (riadok 1 / riadok 2, v %)	12,7	9,1	18,2	21,8	9,6	29,6	36,6
Verejný dlh (% HDP, 2014)	84,6	106,7	59,3	74,9	132,3	53,5	80,8

Zdroj: Bloomberg, IFP

Graf 3: Parametre verejného dlhu zvyrazňujú efekt kvantitatívneho uvoľňovania



Zdroj: IFP a Bloomberg



BOX 2 – Trh práce sa prehrieval už celý uplynulý rok

Podľa aktuálneho odhadu štrukturálnej nezamestnanosti definovanej konceptom NAIRU sa trh práce prehrieval počas celého uplynulého roka. Odhad NAIRU dosahujúci len niečo vyše 12% korešponduje s úspešným znižovaním dlhodobej miery nezamestnanosti. Konzistentne s týmto odhadom sa podľa mäkkých indikátorov v roku 2015 zvýšil počet zamestnávateľov, ktorí pociťujú nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily. Miernym nedostatkom súčasného odhadu IFP je procyklickosť odhadov.

V aktuálnej makroekonomickej prognóze sme pristúpili k zmene metodiky odhadu štrukturálnej nezamestnanosti definovanej konceptom NAIRU⁹. Nová metodika odhadu vychádzajúca z OECD prístupu¹⁰ bude podrobnejšie popísaná v pripravovanej štúdii IFP. Základom odhadu je multivariálny Kalmanov filter, v ktorom je kľúčovou rovnicou Phillipsova krivka s adaptívnymi očakávaniami¹¹.

Systém rovníc, ktorými odhadujeme NAIRU, pozostáva z dvoch signálnych rovníc, z ktorých prvá definuje rozklad miery nezamestnanosti na NAIRU a medzeru v nezamestnanosti (1). Druhú signálnu rovnicu tvorí Phillipsova krivka (2), ktorá je definovaná tak, aby pre modelovanú jadrovú infláciu π_t boli čo najlepšie rozlíšené dopytové (medzera v nezamestnanosti) a ponukové šoky (ropa π_t^o , dovezená inflácia π_t^f). Pre priebeh nepozorovaných premenných, t.j. NAIRU a medzera v nezamestnanosti, sú predpokladané štandardné stochastické procesy a to: náhodná prechádzka (3) a AR(2) proces (4):

$$(1) U_t = NAIRU_t + Ugap_t$$

$$(2) \Delta\pi_t = \alpha_1\Delta\pi_{t-1} + \alpha_2(\pi_t^f - \pi_t) + \alpha_2(\pi_{t-1}^f - \pi_{t-1}) \\ + \alpha_2(\pi_t^o - \pi_t) + \alpha_2(\pi_{t-1}^o - \pi_{t-1}) + c_2Ugap_t + c_3Ugap_{t-1} + \eta_t$$

$$(3) NAIRU_t = NAIRU_{t-1} + v_t$$

$$(4) Ugap_t = c_{12}Ugap_{t-1} + c_{22}Ugap_{t-2} + \varepsilon_t$$

Slovenské NAIRU sa dlhodobo pohybuje v rozmedzí 12 až 14 percent, s výnimkou roku 2008, keď sa podľa nášho odhadu NAIRU krátkodobo znížila na 11,5 %. Náš odhad je mierne procyklický, pretože celková nezamestnanosť ovplyvňuje NAIRU prostredníctvom dlhodobej

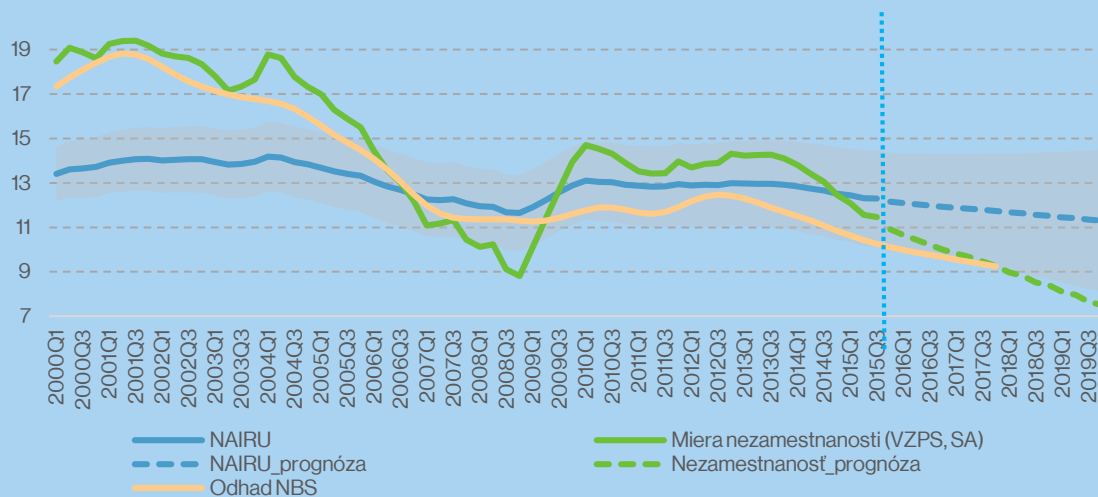
⁹ Pre účely tohto Boxu sa odhad NAIRU vzťahuje k VZPS konceptu (t.j. národná metodika), no pre účely strednodobej prognózy pre zabezpečenie správneho zachytenia vplyvu nerovnováhy na trhu práce na mzdové tlaky v ekonomike, vychádzame z odhadu NAIRU upravenej podľa konceptu ESA (t.j. domáca metodika). Tento odhad je úrovňou mierne vyšší ako národná metodika, no profil a body obratu má veľmi podobné.

¹⁰ Gianella, Ch., I. Koske, E. Rusticelli and O. Chatal (2008) "What Drives the NAIRU? Evidence from a Panel of OECD Countries," OECD Economics Department Working Papers 649, OECD Publishing.

¹¹ Počiatočná hodnota NAIRU bola pôvodne stanovená podľa odhadov OECD, neskôr však expertne upravená smerom nahor, pretože odhad OECD považujeme za neintuitívny. Počiatočnú varianciu pre NAIRU a *unemployment gap* (ktorá určuje nakoľko zväzujúce je určenie začiatkových hodnôt pre stavové premenné) sme postavili rovné 1. Počiatočné parametre modelu boli stanovené podľa jednoduchej OLS regresie, v ktorej boli nepozorované premenné (NAIRU a *unemployment gap*) získané HP filtrom ($\lambda=1600$). Keďže Kalmanov filter je iteračná procedúra, tieto parametre skonvergovali ku skutočným koeficientom. Obmedzili sme variabilitu NAIRU fixovaním pomeru variancií $\sigma_\eta/\sigma_v = 1/0,15$

nezamestnanosti. Nový odhad ukazuje, že slovenská miera nezamestnanosti dosiahla úroveň NAIRU už v závere roka 2014 a od začiatku roku 2015 sa trh práce prehrieva, čo je v súlade s doterajším odhadom IFP. Naopak, odhad NBS naznačuje, že trh práce sa zatiaľ neprehrieva.

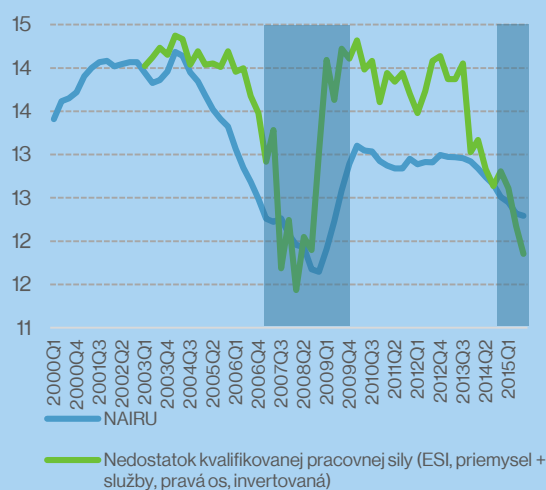
Graf 1: Miera nezamestnanosti, NAIRU a 95% interval spoľahlivosti



Zdroj: IFP, NBS

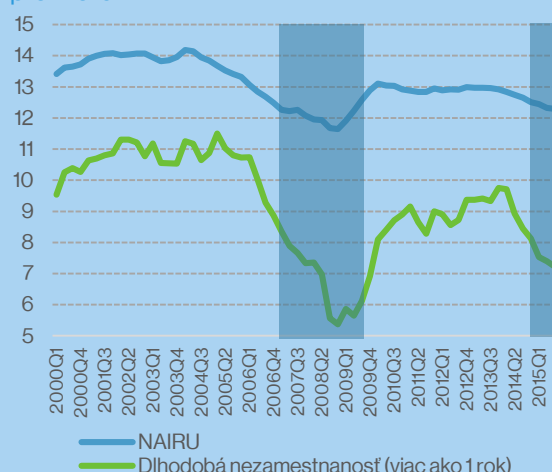
Odhadnuté obdobie prehrievania sa trhu práce koreluje s obdobím, v ktorom súkromný sektor pociťuje nedostatok kvalifikovaných pracovníkov (Graf 2). Je tiež spojené s výrazným poklesom počtu dlhodobo nezamestnaných, pretože v období prehrievania sa trhu práce sú zamestnávateľia nútení načrieť hlbšie do radov nezamestnaných ľudí a zvyšovať mzdy (Graf 3).

Graf 2: Nedostatok pracovných síl koreluje s vývojom NAIRU



Zdroj: IFP

Graf 3: Pokles dlhodobej nezamestnanosti zaznamenávame iba v obdobiach, keď sa trh práce prehrieva



Zdroj: IFP

