

HDP: Aktuálne ochladenie má cyklický aj štrukturálny charakter

Septembrové zverejnenie údajov o výkone slovenskej ekonomiky v druhom štvrtroku 2019 bolo negatívnym prekvapením. Nečakaný rozsah ochladenia si vyžiadala nielen prehodnotenie cyklickej pozície, ale aj zmenený pohľad na trajektóriu potenciálu ekonomiky. V aktuálnej predikcii NBS P3Q-2019 sa očakáva miernejšie prehrievanie v porovnaní s minulou predikciou, sprevádzané revíziou úrovne potenciálneho HDP o 1,3% smerom nadol do roku 2021. Prehodnotenie potenciálu slovenskej ekonomiky odráža štrukturálne podmienené zmeny vo vývoji produktivity práce vplyvom administratívnych opatrení (príplatky, minimálna mzda). Negatívne pôsobia aj dlhodobo identifikované štrukturálne problémy slovenského školstva a malé percento investícií smerujúcich do vysoko produktívnych kategórií kapitálu. Dopad má aj jednoznačný trend spomalovania rastu svetového obchodu, ktorý znižuje globálny výhľad a investičnú aktivitu, reflektujúc štrukturálne prekážky vo forme silnejších protekcionistických opatrení.

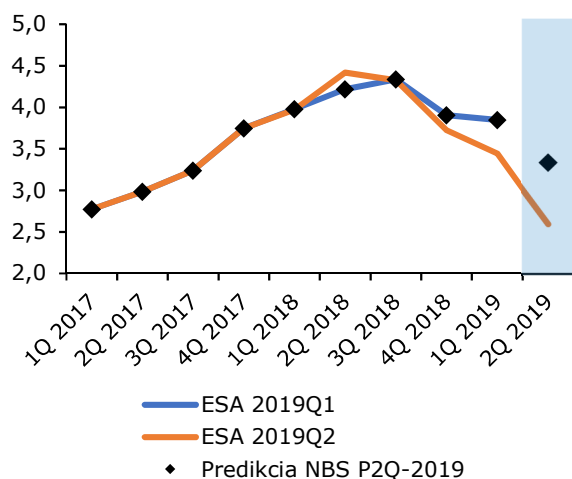
Výrazné spomalenie ekonomického rastu Slovenska v druhom štvrtroku 2019 bolo neočakávané. Sezónne očistený hrubý domáci produkt v stálych cenách vzrástol medziročne o 2,6 %, pričom predikcie domácich aj zahraničných inštitúcií na dané obdobie predpovedali približne o tretinu silnejší rast. Júnová predikcia NBS¹ P2Q-2019 očakávala rast na úrovni 3,3 %. Podobne, analytici vybraných bánk² v júli v priemere predpokladali, že slovenské hospodárstvo v druhom štvrtroku 2019 vzrastie o 3,4 %. Veľkosť predikčnej chyby robí zo septembrového zverejnenia národných účtov najväčšie negatívne prekvapenie od krízy v roku 2009.

¹ <http://www.nbs.sk/img/Documents/Publikacie/PREDIK/2019/protected/P2Q-2019.pdf>

² https://www.nbs.sk/img/Documents/Statistika/VybrMakroUkaz/MakroPredVybrBank/MPVB_a-2019.pdf

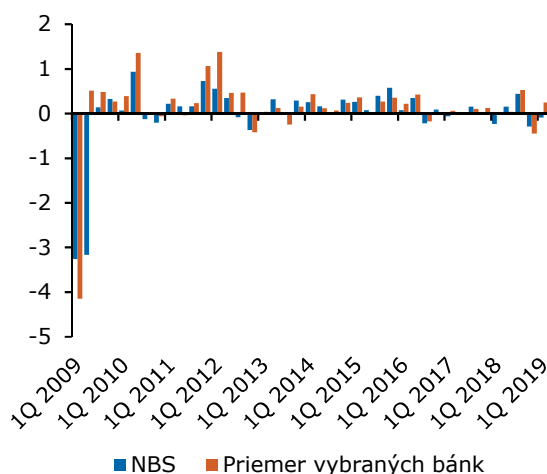
Rýchle komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“. Ak nie je uvedené inak, časové rady sú sezónne očistené použitím vlastných sezónnych modelov.

Graf 1 HDP (s. c., SA, medziročný rast v %)



Zdroj: ŠÚSR, NBS

Graf 2 Predikčná chyba rastu HDP (v p.b.)



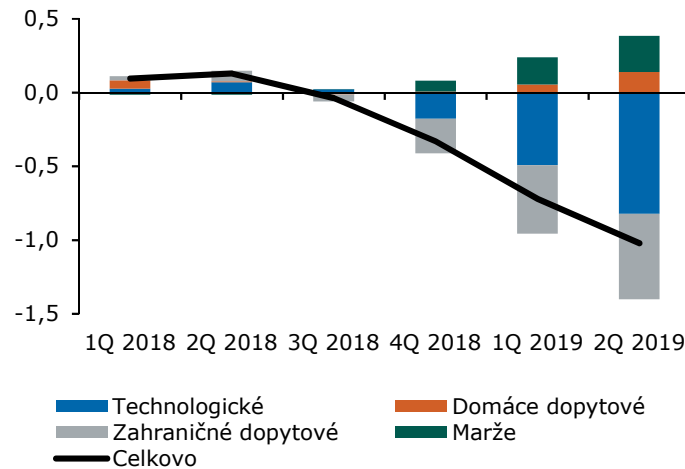
Zdroj: Výpočty NBS

Nečakaný rozsah ochladenia ekonomickej výkonnosti priniesol potrebu identifikovať jeho príčiny. Spomalenie dopytového charakteru má totiž pre nominálnu stranu ekonomiky opačné dôsledky ako ochladenie spôsobené šokom na strane ponuky. Zatiaľ čo v ekonomike, ktorá spomaľuje kvôli klesajúcemu dopytu, sa tlak na nominálne veličiny (ceny a mzdy) znižuje, pri ponukovom šoku inflačné tlaky narastajú. Za účelom identifikácie príčin poklesu reálneho rastu HDP v 1. a 2. štvrtroku 2019 bol použitý DSGE model NBS s názvom PREMISE.

Graf 3 znázorňuje modelovú dekompozíciu do šokov rozdielu očakávaného rastu HDP z predikcie P2Q-2019 a publikovaných dát pre prvé dva kvartály tohto roku.³ Jednotlivé modelové mechanizmy vysvetľujúce túto zmenu je možné rozdeliť do skupín, ktoré svojím charakterom patria buď medzi dopytové alebo ponukové šoky.

³ Táto aproximácia odhliada od vplyvu zásob na HDP. Neistota ohľadom možnej budúcej revízie zásob, ktorá by viedla k zvýšeniu niektorého z komponentov bez efektu na celkovú úroveň HDP, by mohla mať vplyv na opätovné prehodnotenie cyklickej pozície ekonomiky.

Graf 3 HDP, modelová dekompozícia predikčnej chyby do šokov (s. c., SA, medzikvartálny rast v %)



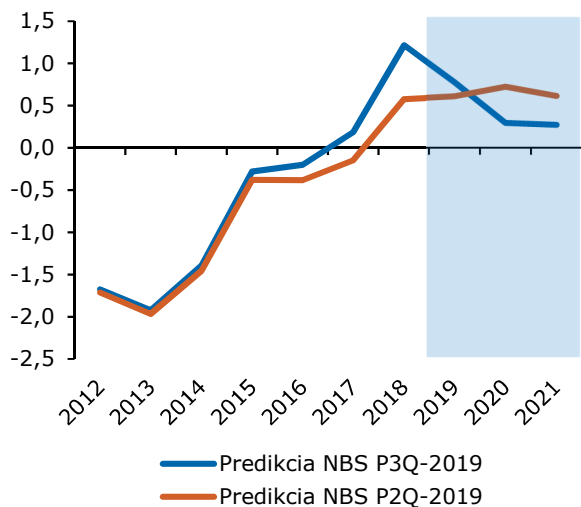
Zdroj: Výpočty NBS

Analýza naznačuje, že pomalší rast HDP bol približne z polovice spôsobený ponukovými šokmi s efektom na pokles potenciálneho rastu ekonomiky. Druhú polovicu negatívneho prekvapenia možno prisúdiť slabšiemu dopytu s efektom na cyklickú pozíciu.

Z ponukových šokov mohla mať najväčší príspevok k nižšiemu rastu HDP skupina technologických šokov, zahŕňajúca dlhodobé a krátkodobé ponukové šoky, ktoré sú výsledkom zníženia produktivity práce. Tieto boli čiastočne kompenzované pozitívnym efektom vývoja marží obchodníkov. Náklady firiem rástli výraznejšie v dôsledku vyšších nákladov na mzdy. Pri relatívne nižšom raste cien tak došlo k poklesu marží. Z dopytových faktorov mal hlavný vplyv vývoj zahraničného prostredia, keď dopyt po našich exportoch spomalil v porovnaní s očakávaniami predikcie P2Q-2019. Negatívny domáci dopytový vplyv mala aj nižšia spotreba a investície v porovnaní s očakávaniami, ktorý bol však pretlačený vyššou vládnu spotrebou.

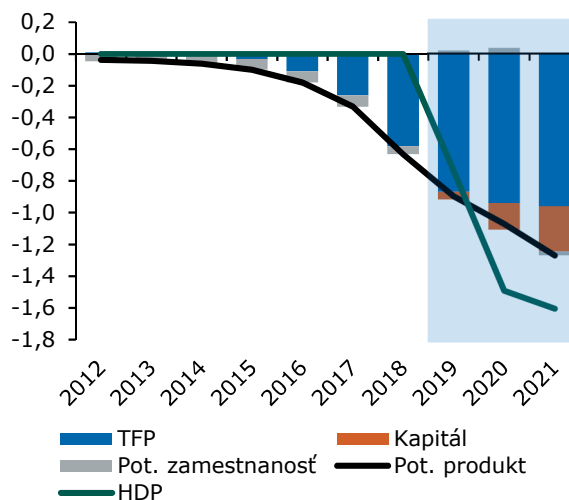
V súlade s vyššie uvedeným, aktuálna predikcia NBS P3Q-2019 reviduje pohľad na cyklickú pozíciu aj potenciál slovenskej ekonomiky. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou, NBS očakáva v rokoch 2019-2021 miernejšie prehrievanie a dosiahnutie vrcholu produkčnej medzery datuje skôr, už na rok 2018. Silný rast miezd, stúpajúce ceny nehnuteľností, dynamické zadlžovanie súkromného sektora, ako aj dosiahnutie rekordne nízkej nezamestnanosti v minulom období, nasledované zmierňovaním pozorovaných tendencií v priebehu tohto roka, tomu nasvedčujú.

Graf 4 Produkčná medzera (v % z potenciálneho produktu)



Zdroj: NBS

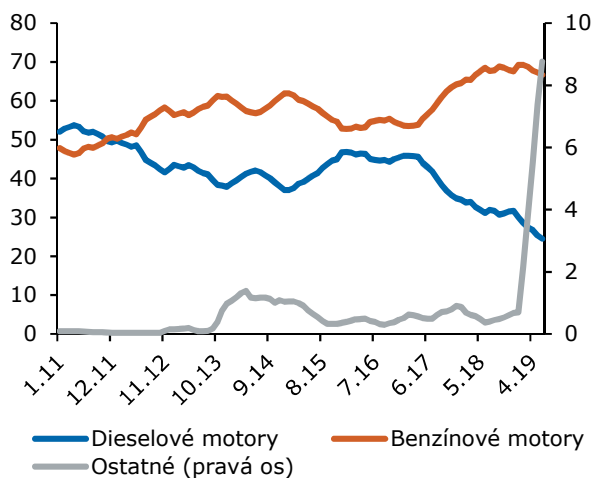
Graf 5 Kumulatívna zmena potenciálu a HDP medzi predikciami P3Q-2019 a P2Q-2019 (v %)



Zdroj: Výpočty NBS

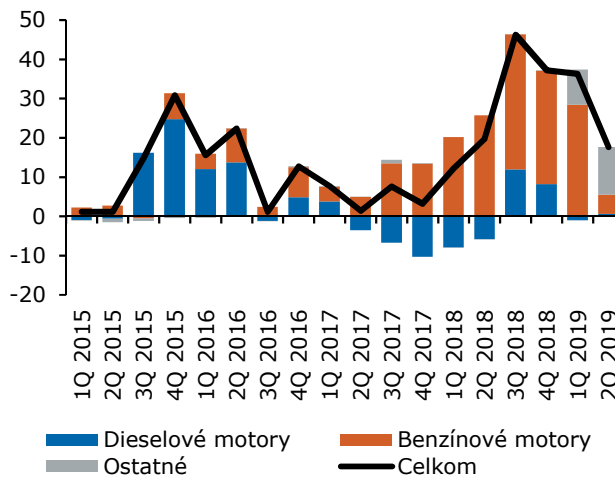
V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P2Q-2019, NBS reviduje úroveň potenciálneho HDP slovenskej ekonomiky v roku 2021 o 1,3 % smerom nadol. Nižšie rasty potenciálu odrážajú najmä nižší príspevok celkovej produktivity výrobných faktorov (TFP). Prehodnotenie rastu TFP v aktuálnej predikcii reflektuje štrukturálne problémy automobilového priemyslu, ktoré – ako sa ukazuje – s vysokou pravdepodobnosťou nemajú len dočasný charakter. Posun preferencií od dieselových k benzínovým motorom, ktorý nasledoval po emisnom škandále Volkswagenu, dokázali slovenské automobilky zvládnuť veľmi dobre. Podobne dokázali zareagovať aj na postupne silnejúci tlak na využívanie alternatívnych pohonov. Vo všeobecnosti však možno konštatovať, že európske automobilové závody nie sú na štrukturálnu zmenu podmienenú environmentálnou agendou dostatočne konkurenčne a kapacitne pripravené.

Graf 6 Štruktúra exportu osobných automobilov (v %)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS

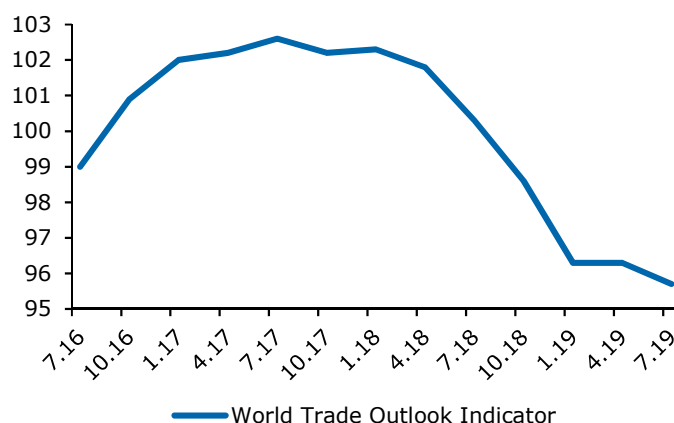
Graf 7 Export osobných automobilov (medziročný rast v %, p.b.)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS

Podobne, k nižšiemu rastu TFP prispievajú aj štrukturálne podmienené zmeny vo vývoji produktivity práce, keď administratívne opatrenia formou zvýšenej minimálnej mzdy a obligatórnych príplatkov za prácu v noci, cez sviatky a cez víkendy vysvetľujú približne pätinu z celkového kumulatívneho rastu jednotkových nákladov práce počas rokov 2018-2019. Rast TFP nepodporujú ani dlhodobé identifikované štrukturálne problémy slovenského školstva a malé percento investícií smerujúcich do vysoko produktívnych kategórií kapitálu. K spomaleniu potenciálneho rastu v dlhodobom horizonte vedú aj faktory obmedzujúce rast pracovnej sily (zavedenie dôchodkového stropu). Podobne, jednoznačný trend spomaľovania rastu svetového obchodu znižuje globálny výhľad a investičnú aktivitu, reflektujú štrukturálne prekážky vo forme silnejúcich protekcionistických opatrení.⁴

Graf 8 WTO World Trade Outlook Indicator (kompozitný index, rast v súlade s trendom = 100⁵)



Zdroj: Macrobond

Aktuálna predikcia NBS P3Q-2019 reviduje pohľad na cyklickú pozíciu aj potenciál slovenskej ekonomiky. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou dochádza ku kumulatívnej zmene úrovne HDP o 1,6 % smerom nadol v horizonte rokov 2019-2021. Menej ako polovica spomalenia výkonnosti slovenskej ekonomiky má v horizonte predikcie štrukturálny charakter (-0,6 p.b.) a druhá, väčšia časť (-1,0 p.b.) sa premieta v zmene cyklickej pozície slovenskej ekonomiky.

Martin Feješ, Jana Široká, Martin Železník
analytici@nbs.sk

⁴ Všetky spomínané faktory, vedúce k revízii potenciálu slovenskej ekonomiky v predikcii P3Q-2019, boli v doterajších predikciách prítomné v miernejšom rozsahu alebo vo forme negatívnych rizík. Aktuálny vývoj, ktorý zvyšuje pravdepodobnosť trvalého charakteru ich pôsobenia, viedol v predikcii P3Q-2019 k ich zakomponovaniu do základného scenára.

⁵ https://www.wto.org/english/news_e/news16_e/wtoimethondo72016_e.pdf