

9. februára 2012

## Stále nie pre recesiu, riziká prognózy sa javia byť viac vybilancované

Pripravili: Gabriel Machlica, Monika Pécsyová

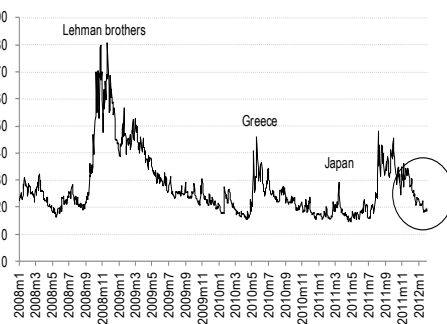
MF SR odhaduje zníženie rastu HDP v tomto roku z 1,7% na 1,1% v dôsledku zhoršenej situácie v zahraničí. Prognóza prihliada na zavádzanie dodatočných konsolidačných opatrení v krajinách ako je Taliansko a Francúzsko, ktoré budú mať krátkodobo negatívny dopad na rast. Prognóza pre budúci rok už v sebe zahŕňa konsolidačné opatrenia potrebné na dosiahnutie deficitu pod 3% HDP. Napriek tomu by mal rast ekonomiky dosiahnuť úroveň 2,7% v budúcom roku, čo by mohlo viesť k stabilizácii nezamestnanosti. V tejto prognóze však už predpokladáme, že riziká sú vybilancované.

Od poslednej prognózy začiatkom novembra sa globálna situácia zhoršovala. Nervozita na trhoch sa definitívne preniesla na Taliansko a zasiahnuté bolo aj Francúzsko. Krajiny v eurozóne ohlásili dodatočné konsolidačné opatrenia, ktoré znížia rast v tomto roku. Prognóza MF SR sa snaží toto zníženie zachytiť, posúvajúc aj celoročný vývoj v eurozóne do recesie na úrovni -0,5%<sup>1</sup>. Zníženie rastu v prípade Nemecka je jemnejšie. Odhad stále predpokladá rast nemeckej ekonomiky na úrovni 0,5%<sup>2</sup>. Koncom roka boli dôležité dve správy. ECB požičala bankám likviditu vo veľkosti 5,4% HDP eurozóne až na tri roky. A v USA sa dosiahla dohoda o zmiernení fiskálnej reštrikcie predĺžením zníženia odvodov, aj keď zatiaľ len na veľmi krátke obdobie. Od polovice januára sa situácia na trhoch začala výraznejšie zlepšovať. Akciový trh citeľne narástol a nímание neistoty medzi investormi pokleslo<sup>3</sup>. Krajinám v eurozóne sa darí úspešne emitovať dlhopisy, čo sa týka objemu, ako aj výnosov. Takisto z USA prichádzajú pozitívnejšie ekonomické štatistiky z oblasti zamestnanosti. **Pre Slovensko bolo obzvlášť zaujímavé sledovať zlepšenie dôležitého nemeckého indexu IFO (prieskum medzi podnikmi) v oblasti očakávaní.** Zlepšenie tri mesiace za sebou označovalo v minulosti často bod obratu. **Aj napriek týmto pozitívnym znakom je však situácia naďalej vážna.** Nasvedčuje tomu neštandardne fungujúci medzibankový trh, mimoriadne opatrenia ECB na dodanie likvidity, a stále vysoké výnosy dlhopisov väčšiny krajín eurozóne. Indikátory dôvery v EU a v eurozóne vzrástli iba minimálne a sú i naďalej pod dlhodobým priemerom.

Situácia v globálnej ekonomike sa od začiatku novembra zhoršila.

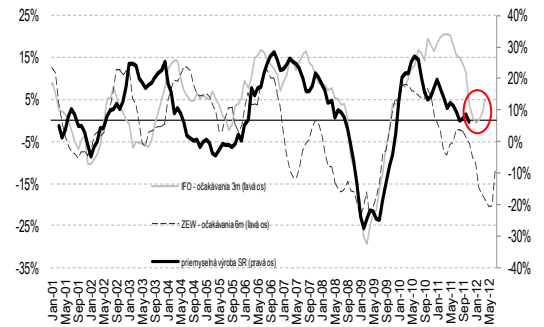
V posledných týždňoch však prichádzajú aj pozitívne signály, najmä z Nemecka.

Graf 1: Nepredvídateľnosť vývoja - index neistoty akcií VIX



Zdroj: Reuters

Graf 2: Očakávania v Nemecku a priemyselná produkcia v SR



Zdroj: Reuters

IFP predpokladá pomerne komplikovanú situáciu v prvom polroku, kedy bude trpieť hlavne export a následné zlepšenie v druhom polroku. **Predpokladom prognózy je naďalej, že nedôjde k výraznej akcelerácii dlhovej krízy smerom k veľkým ekonomikám a zamrznutiu bankovému systému v eurozóne<sup>4</sup>.** To by znamenalo s istotou recesiu.

<sup>1</sup> Predchádzajúca prognóza predpokladala len stagnáciu a to iba v prvom kvartáli 2012..

<sup>2</sup> Predpokladajúc medzištvrťročnú recesiu v 4Q11 a 1Q12.

<sup>3</sup> Neistota sa obchoduje cez tzv. index volatility VIX.

<sup>4</sup> To môže nastať napríklad po neriadenom bankrote Grécka alebo Portugalska.

Tabuľka č. 1 naznačuje, že v aktuálnej prognóze očakávame zníženie zahraničného dopytu po našich dovozoch z rastu 0,7% na **0,2%**. Je to hlavne v dôsledku recesie v eurozóne. Niektoré odhady z posledných dní však už uvažujú o pozitívnom ekonomickom raste pre eurozónu, čo vybilancováva riziká tejto prognózy (viď Box č.1). V roku 2013 už predpokladáme, že tento vonkajší rast po slovenských výrobkoch stúpne o 1,4%.

**Tabuľka č. 1: Vývoj vonkajšieho prostredia v rokoch 2011 až 2015**

	HDP (% rast)				Rozdiel oproti novembru 2011				Import (% rast)				Rozdiel oproti novembru 2011			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
<b>Najvýznamnejší obchodní partneri SR</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-</b>
<i>z toho eurozóna</i>	-0,5	1,0	-	-	-0,8	-0,4	-	-	-0,1	3,7	-	-	-2,3	-1,2	-	-
<b>Nemecko</b>	0,5	1,7	-	-	-0,2	-0,3	-	-	3,8	5,6	-	-	-0,4	-0,6	-	-
<i>Česká rep.</i>	1,3	2,3	-	-	0,3	0,3	-	-	2,7	4,6	-	-	-0,9	-1,3	-	-
<i>Poľsko</i>	2,5	2,5	-	-	-0,1	-0,2	-	-	4,1	3,5	-	-	-2,5	-2,5	-	-
<i>Maďarsko</i>	-0,6	1,1	-	-	0,0	-0,2	-	-	3,3	5,5	-	-	-0,5	0,0	-	-

Zdroj: IFP

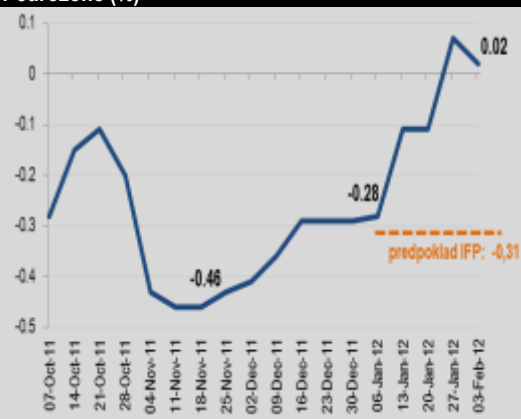
### Box 1: Zlepšovanie vyhladok vonkajšieho prostredia

Hlavným predpokladom prognózy MF SR sú očakávaní vývoja vonkajšieho prostredia. Tie sa však vzhľadom na súčasnú neistotu veľmi dynamicky menia. Now – casting je portál, ktorý sa snaží poskytnúť najaktuálnejšie prognózy, ktoré aktualizuje na **dennej** báze. Vývoj eurozóny je prognózovaný prostredníctvom krátkodobého modelu, ktorý zahŕňa štatistické údaje aj soft indikátory. Umožňuje tak sledovať očakávaní vývoja ekonomiky v takmer reálnom čase. Prognózy sa týkajú len krátkodobej predikcie na nasledujúce dva štvrťroky.

Grafy zobrazujú vývoj prognózy HDP v eurozóne na prvý a druhý kvartál 2012 a naznačujú postupné zlepšovanie očakávaní. Ešte koncom roka 2011 dostupné ukazovatele predpovedali recesiu v eurozóne. Súčasné údaje už naznačujú zlepšenie a pozitívne medzikvartálne rasty.

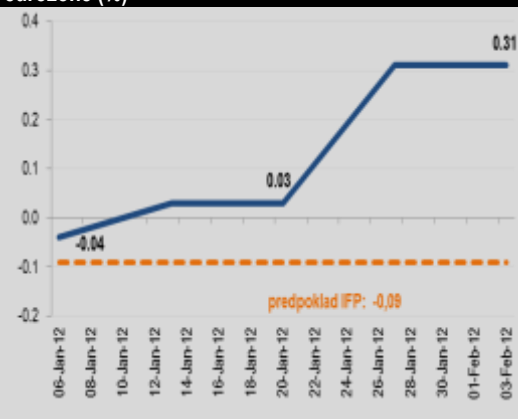
Predpoklady MF SR ohľadom vývoja zahraničia sa opierajú o odhady medzinárodných inštitúcií a vývoj v poslednom období. Už v súčasnosti sa očakávaní podľa Now – castingu začínajú odchyľovať od predpokladov IFP, čo môže vytvárať pozitívne riziká pre prognózu MFSR .

**Prognóza medzikvartálneho rastu HDP na 1Q 2012 v eurozóne (%)**



Zdroj: Now - casting

**Prognóza medzikvartálneho rastu HDP na 2Q 2012 v eurozóne (%)**



Zdroj: Now - casting

Spomalenie ekonomiky v roku 2012 kvôli nižšiemu vonkajšiemu dopytu.

**Zníženie odhadu reálneho rastu HDP na rok 2012 na 1,1% teda odzrkadľuje negatívnejší vývoj hlavne v eurozóne (mimo Nemecka) z dôvodu dodatočného šetrenia. Nižší export a neistota sa odzrkadlí v nižších súkromných investíciách a v raste miezd. V nasledujúcich rokoch je výraznejšie zrýchlenie rastu tlmené fiškálnou konsolidáciou na Slovensku.**

V rokoch 2013-2015 ukroji z rastu fiškálna konsolidácia na Slovensku.

Zníženie rastu nášho vývozu však bude čiastočne tlmené spustením novej výroby v automobilovom priemysle. Na vývoj investícií vplyva viacero faktorov. Pozitívne ich môže ovplyvniť očakávaná nová investícia v nemeckej automobilke, k ich nižšiemu rastu však bude negatívne prispievať nižší zahraničný dopyt a šetrenie vo verejnej správe. Pretrvávajúce obavy a neistota by mali aj naďalej udržiavať vysoký sklon k úsporám. Reálna spotreba

domácností by tak mala stagnovať, napriek rastu reálnej mzdy. Jedinou klesajúcou zložkou HDP by mala byť aj naďalej spotreba verejnej správy. V nasledujúcich rokoch bude zrýchľovanie ekonomického rastu tlmené fiškálnou konsolidáciou. Tá predpokladá deficit verejných financií (VF) v roku 2013 na úrovni 2,9% HDP. Od roku 2014 sa predpokladá postupné znižovanie štrukturálneho deficitu VF o 0,5% HDP ročne, čo predstavuje deficit v roku 2014 na úrovni 2,3% HDP a v roku 2015 na úrovni 1,5% HDP. **Fiškálne opatrenia tak znížia rast HDP v roku 2013 o 0,7 p.b., v roku 2014 o 0,5 p.b. a v roku 2015 o 0,8 p.b.** (viac v Boxe č.3).

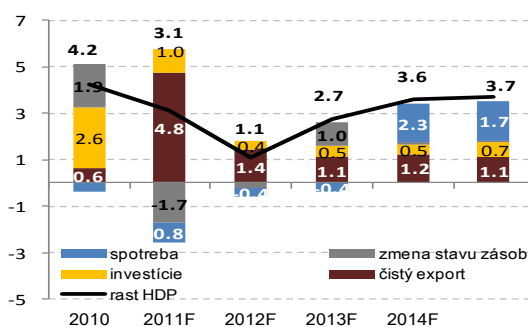
PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (február 2012)										
Ukazovateľ (v %)	Skut.	Prognóza					Rozdiel oproti novembru 2011			
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013
HDP, reálny rast	4,2	3,1	1,1	2,7	3,6	3,7	0,1	-0,6	0,0	0,0
Inflácia, priemerná ročná; CPI	1,0	3,9	2,8	2,3	2,3	2,5	0,0	0,2	-0,7	-1,2
Inflácia, priemerná ročná; HICP	0,7	4,0	2,8	2,3	2,3	2,5	0,1	0,2	-0,7	-1,2
Nominálna mzda, rast	3,2	2,5	3,4	4,3	4,7	5,6	-0,6	0,0	-0,3	-0,5
Nominálna mzda, zmena v EUR	24	19,3	26,7	34,7	39,6	49,6	-4,8	-0,5	-2,9	-4,8
Reálna mzda, rast	2,2	-1,4	0,6	1,9	2,3	3,0	-0,6	-0,2	0,4	0,7
Zamestnanosť (ESA), rast	-1,5	1,9	-0,2	0,3	0,5	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Zamestnanosť (tis. osôb)	-30,1	40,4	-5,4	6,3	10,1	17,1	8,4	-2,0	-0,9	-1,9
Miera nezamestnanosti (VZPS)	14,4	13,4	13,8	13,7	13,5	13,2	-0,1	0,1	0,3	0,4
Reálna mzdová báza	0,7	0,4	0,4	2,2	2,7	3,8	-0,3	-0,2	0,4	0,6
Spotreba domácností, reálny rast	-0,8	-0,5	0,0	0,7	2,9	3,9	-0,5	-0,6	-1,8	-0,1
Investície, reálny rast	12,4	4,4	1,6	2,1	1,9	2,9	0,5	-0,4	-0,4	-2,1
Export tovarov a služieb, reálny rast	16,5	9,8	2,2	8,2	5,9	5,3	1,0	-3,8	1,7	-1,2
Bežný účet, podiel na HDP	-3,5	0,1	-0,2	-0,3	0,3	0,7	1,2	1,5	0,7	1,5

Zdroj: ŠÚ SR, MF SR

Priemysel stále hlavný ťahúň ekonomiky SR

V nasledujúcich dvoch rokoch by mal byť rast HDP ťahaný predovšetkým spustením nových investícií v automobilovom a elektrotechnickom priemysle, v roku 2013 bude k rastu pozitívne prispievať obnova stavu zásob v priemysle. V rokoch 2014 a 2015 by už mali všetky zložky prispievať k rastu HDP pozitívne. Jedinou klesajúcou zložkou bude v súlade s fiškálnou konsolidáciou spotreba verejnej správy.

Graf 5: Príspevky k rastu reálneho HDP (p.b.)



Zdroj: MF SR

Trh práce bude stagnovať

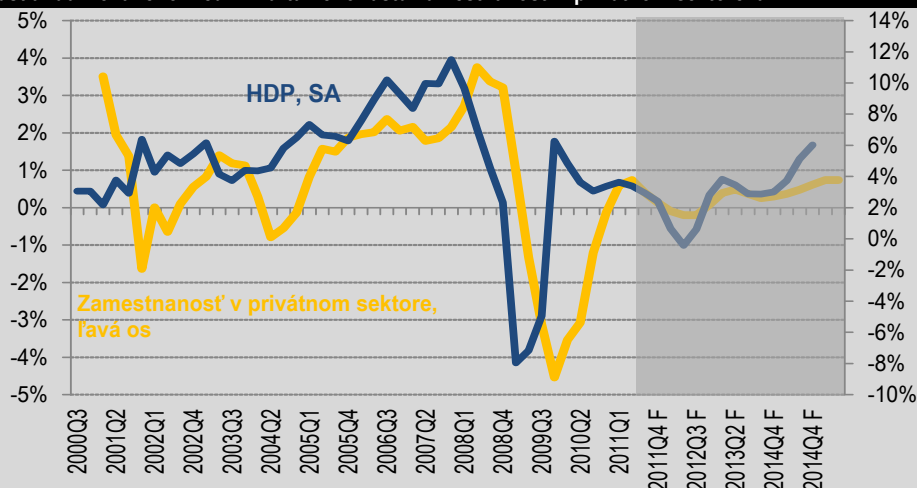
**Spomalenie ekonomickej aktivity spôsobí stagnáciu na trhu práce.** Rast ekonomiky na úrovni 1,1% nebude dostatočný, aby dokázal generovať nové pracovné miesta. Takýto rast sa javí byť v poslednom období na úrovni najmenej 2% (viď Box č.2). Navyše sa v roku 2012 naďalej očakáva prepúšťanie vo verejnej správe a v železniach v rámci potreby znižovania deficitu. Zamestnávateľi pri nižšom dopyte siahnu v prvom rade po znižovaní pracovných hodín, aj napriek tomu by v roku 2012 mala zamestnanosť poklesnúť o 5,4 tisíc osôb. Vzhľadom na nepriaznivý vonkajší ekonomický vývoj, očakávame pokles Slovákov pracujúcich v zahraničí. Spolu s nimi by celková zamestnanosť mala poklesnúť o 0,3% (takmer 7 tisíc pracovných miest). V ďalších rokoch bude rast zamestnanosti tlmený fiškálnou konsolidáciou (viď Box č 3). Počet pracujúcich na Slovensku by ani na konci prognózovaného obdobia v roku 2015 nemal dosiahnuť úroveň predkrízového obdobia. Zhoršenie vývoja

zamestnanosti sa automaticky prejaví aj na prognóze vývoja nezamestnanosti. Miera nezamestnanosti by sa v roku 2012 mal zvýšiť o 0,3% na úroveň 13,8% a od roku 2013 by mala opäť klesať na úroveň 13,2%.

#### BOX 2 - Aký rast je potrebný na generovanie nových pracovných miest v súkromnom sektore?

Rast ekonomiky sa nemusí automaticky pretaviť do rastu zamestnanosti. Tvorba pracovných miest závisí od štruktúry ekonomického rastu, ale aj od samotnej výšky rastu. Ekonomika môže byť ťahaná zvyšovaním produktivity práce a pracovných hodín a nemusí sa tak prejavíť na počte pracujúcich. Na základe vzťahu medzi rastom HDP a rastom zamestnanosti v súkromnom sektore možno zjednodušene povedať, že tvorba pracovných miest sa začína pri minimálnom raste ekonomiky o 2%. Súčasný rast na úrovni 1,1% tak nie je prirodzene schopný generovať nové pracovné miesta.

Rast anualizovaného medzi kvartálneho rastu zamestnanosti v privátnom sektore a HDP



Zdroj: Štatistický úrad, IFP

Mzdy by mali rásť mierne pomalšie ako sa predpokladalo v novembrovej prognóze. Očakávaný rast miezd v roku 2012 by mal byť však vyšší ako v roku 2011. Mzdy v privátnom sektore budú mierne nižšie v porovnaní s predchádzajúcim rokom v dôsledku neistoty, ktorá mala nepriaznivý vplyv na indexáciu miezd. Rast miezd vo verejnej správe však bude tlačiť priemernú mzdu smerom nahor. Rast miezd v tomto sektore sa očakáva až na úrovni 4,1%. Hlavným dôvodom je očakávané zvýšenie miezd lekárov a sestričiek v roku 2012 (približne 23%). Takisto učiteľom by sa mzda mala zvýšiť o 6,9%. To spolu so zníženou infláciou by malo znamenať akceleráciu reálneho rastu miezd z -1,4 v minulom roku na odhadovaných +0,6% v tomto roku. **Priemerná hodnota nominálnej mzdy** v tomto roku tak dosiahne hodnotu **815 eur, čo by malo byť o 26,8 eur viac ako v roku 2011**. Od roku 2013 sú mzdy v súkromnej aj verejnej správe ovplyvnené fiškálnou konsolidáciou (viac v boxe č.3). Od roku 2013 by sa nominálna mzda mala zvyšovať rýchlejšim tempom. To bude znamenať akceleráciu reálneho rastu miezd v nasledujúcich rokoch v priemere o 2,4% ročne, napriek plánovanej konsolidácii.

Prognóza mzdy vo vybraných sektoroch ekonomiky

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Verejná správa + zdravotníctvo	2,6	-0,1	4,1	1,8	2,2	2,9
Súkromný sektor	3,4	3,3	3,2	4,9	5,3	6,2
Trhové služby	2,6	2,5	3,0	4,8	5,2	6,3
Priemysel	5,1	3,8	3,2	5,3	5,5	6,3
Stavebníctvo	2,1	4,5	3,9	4,9	5,5	6,0
Nominálny rast miezd	3,2	2,5	3,4	4,3	4,7	5,6

Rast cien by mal spomaliť

Z dôvodu spomalenia ekonomického vývoja očakávame pomalší rast cien v celom horizonte prognózy s výnimkou tohto roka. Rast cien by sa mal v roku 2012 oproti novembrovej prognóze mierne zvýšiť (o 0,2 p.b.), predovšetkým v dôsledku vonkajších faktorov, ako je vyšší rast cien energií v úvode roka. Od predikcie MF SR z novembra sa zvýšil príspevok rastu cien plynu, tepla, elektriny a pohonných látok, vývoj ostatných zložiek mal skôr opačný vplyv. Prognóza už predpokladá, že vďaka novému kontraktu SPP s ruským Gazpromom dôjde vo februári k zníženiu cien plynu o 3%, čo by sa následne malo preniesť aj do nižších cien tepla. Vývoj cien potravín v roku 2012 by mal byť v súlade s minuloročnou dobrou úrodou, čo by sa malo prejavíť v spomalení ich rastu. Vďaka zníženiu zahraničného dopytu a s tým súvisiacimi nižšími rastami cien energií a komodít v roku 2013 už

januári budúceho roka neočakávame zvyšovanie regulovaných cien energií v takom rozsahu, ako v tomto roku. Navyše v dôsledku spomalenia ekonomickej aktivity v roku 2012 by cez znížený spotrebiteľský dopyt malo dôjsť k spomaleniu dynamiky cien obchodovateľných tovarov a služieb v roku 2013.

Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja vypracovaná MF SR bola takmer väčšinou členov Výboru (Infostat, SLSP, ČSOB, VÚB) **charakterizovaná ako realistická**. Tatra Banka, ING a Volksbank hodnotila prognózu ako optimistickú a UniCredit spolu so SAV a NBS ako konzervatívnu. Riziká prognózy sú podľa takmer polovice členov vnímané ako vybilancované (SAV, UNICREDIT, NBS a INFOSTAT), ďalší štyria členovia ich skôr vidia na pozitívnej strane (SAV, UNICREDIT, NBS a INFOSTAT) a Tatra banka a ČSOB ich vidí skôr na negatívnej strane. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

#### BOX: Vplyv fiškálnej konsolidácie

V súvislosti s procedúrou nadmerného deficitu sa vláda SR zaviazala znížiť deficit verejných financií v roku 2013 pod 3% HDP. V súlade s ustanoveniami preventívnej časti Paktu stability a rastu by Slovensko malo počnúc rokom 2014 každoročne zlepšovať štrukturálne saldo o 0,5 % HDP. To predstavuje dosiahnutie deficitu VF v roku 2013 na úrovni 2,9% HDP, v roku 2014 na úrovni 2,3% HDP a v roku 2015 na úrovni 1,5% HDP. Plánované znižovanie deficitu si vyžiada konsolidačné opatrenia na úrovni 1,4 mld EUR (1,9% HDP) v roku 2013, 556 mil. EUR (0,7% HDP) v roku 2014 a 687 mil. EUR (0,8% HDP) v roku 2015. V roku 2013 sa predpokladala realizácia aj výdavkových (cca 40%) aj príjmových opatrení (cca 60%). Pre roky 2014-2015 sa v prognóze predpokladala realizácia len výdavkových opatrení. Úspora na výdavkovej strane sa realizovala pomerom 70:30 v prospech bežných výdavkov oproti kráteniu kapitálových výdavkov. V štruktúre bežných výdavkov sa predpokladá rovnomerné rozloženie konsolidácie medzi medzispotrebu vlády a kompenzácie zamestnancov (50:50).

**Opatrenia fiškálnej konsolidácie sú v roku 2013** zo 40% sústredené na strane výdavkov, čo prostredníctvom nižších mzdových výdavkov, medzispotreby vlády a vládnych investícií negatívne ovplyvní konečnú spotrebu verejnej správy a tvorbu hrubého kapitálu. Prognóza predpokladá realizáciu zníženia odmien zamestnancov vo verejnej správe rovnakou mierou prostredníctvom zníženia zamestnanosti a kompenzácií na zamestnanca. V dôsledku zníženia kompenzácií na zamestnanca poklesne deflátor spotreby verejnej správy. Miera nezamestnanosti sa zvýši v dôsledku nižšej zamestnanosti vo verejnej správe. Pomalší rast mzdovej bázy spolu s ďalšími výdavkovými opatreniami zníži disponibilný dôchodok, premietnutie do spotreby domácností bude však len čiastočné, keďže sa očakáva pokles miery úspor. Zníženie domáceho dopytu sa prostredníctvom príslušných dovozných náročností odzrkadlí na nižšom importe tovarov a služieb. Príjmové opatrenia, ktoré tvoria približne 60% fiškálneho balíčka, sa negatívne prejavujú na zvýšení cenovej hladiny. Celkový vplyv na priemernú infláciu v roku 2013 na 0,14 p. b.. Zvýšenie spotrebiteľských cien sa premietne do rýchlejšej dynamiky deflátorov konečnej spotreby domácností a HDP. Príjmová zložka opatrení sa negatívne odrazí aj na nižšom disponibilnom dôchodku domácností, teda aj spotrebe domácností. Plný efekt zmeny bude však opäť tlmený nižšou mierou šetrenia. **Vplyv konsolidácie verejných financií na rast HDP v roku 2013 sa odhaduje na -0,7 p.b., čo implikuje fiškálny multiplikátor na úrovni 0,4. Fiškálne opatrenia realizované v nasledujúcich rokoch budú mať negatívny vplyv na ekonomický rast na úrovni -0,5 p.b. v roku 2014 a -0,8 p.b. v roku 2015.**

Celkový vplyv na jednotlivé makro indikátory je v nasledujúcej tabuľke:

#### Vplyv fiškálnej konsolidácie na HDP (zmena oproti dynamikám v základnom scenári v p.b.)

	2013	2014	2015
<b>konsolidačné opatrenia (% z HDP)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>
príspevok k medziročnej zmene CPI	0,14	0,0	0,0
príspevok k medziročnej zmene zamestnanosti	-0,3	-0,3	-0,3
príspevok k medziročnej zmene mzdy	-0,6	-0,4	-0,4
príspevok k medziročnej zmene spotreby domácnosti	-1,1	-0,1	-0,2
príspevok k medziročnej zmene spotreby vlády	-1,7	-2,9	-5,0
príspevok k medziročnej zmene investícií	-0,3	-0,7	-0,2
príspevok k medziročnej zmene importu	-0,3	-0,2	-0,1
<b>príspevok k medziročnej zmene HDP</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>