

15. jún 2012

## Zahraničný obchod zlepšil vyhlídky slovenskej ekonomiky

Pripravil: Gabriel Machlica, Peter Tóth

MF SR zvýšilo odhad rastu HDP v tomto roku na 2,5% v dôsledku lepšieho vývoja ekonomiky v prvom kvartáli a čiastočného zlepšenia vonkajšieho prostredia. Štruktúra ekonomického rastu však bude mať malý vplyv na daňové príjmy, keďže rast bude naďalej ťahaný predovšetkým zahraničným obchodom. Trh práce a spotreba domácností by sa mali oživovať až postupne. Prognóza pre budúci rok už v sebe zahŕňa konsolidačné opatrenia potrebné na dosiahnutie deficitu verejných financií pod 3% HDP. Napriek tomu by mal v uvedenom roku rast ekonomiky dosiahnuť úroveň 2,6%. Neistota okolo dlhovej krízy v eurozóne zvýšila negatívne riziká prognózy.

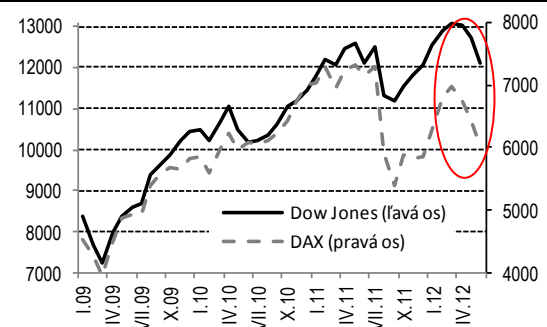
Od ostatnej oficiálnej prognózy z februára 2012 sa situácia v krajinách našich obchodných partnerov zlepšovala. Eurozóna síce upadla do recesie, tá však bola spôsobená predovšetkým vývojom na periférii, ktorá z hľadiska nášho zahraničného obchodu nie je kľúčová. Naopak, naši najvýznamnejší obchodní partneri, predovšetkým Nemecko, zaznamenali silnejší než predpokladaný ekonomický rast. Viaceré medzinárodné inštitúcie tak pristúpili k zlepšeniu svojich prognóz. Medzinárodný menový fond zvýšil v apríli odhad rastu nemeckej ekonomiky o 0,3 p.b. na 0,6%, EK v máji na 0,7%. Ostatná prognóza OECD z konca mája už počítala s rastom Nemecka na úrovni 1,2% (oproti februárovým predpokladom vyššou až o 0,7 p.b.).

Situácia na finančných trhoch sa po upokojení v prvom kvartáli 2012 spôsobenom predovšetkým poskytnutím likvidity zo strany ECB opäť zdramatizovala a predstavuje pre makroekonomickú prognózu nezanedbateľné negatívne riziko. Do popredia sa znova preniesli problémy okrajových krajín eurozóny, predovšetkým Grécka a Španielska. V prípade Grécka sa aj kvôli ich domácej politickej realite začala spomínať možnosť výstupu z menovej únie s ťažko odhadnuteľným ďalším vývojom a s nepriaznivým dopadom na ekonomiku celej eurozóny (**Ministerstvo financií SR naďalej pokladá tento scenár za veľmi nepravdepodobný**). Španielsko je v centre pozornosti predovšetkým kvôli veľkosti jeho hospodárstva, vďaka ktorému je jeho vplyv na ostatné krajiny únie mnohonásobne významnejší ako v prípade Grécka<sup>1</sup>.

Situácia v globálnej ekonomike sa od februára zlepšila

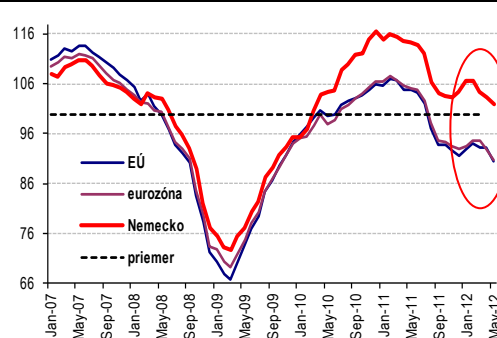
V posledných týždňoch však prichádzajú negatívne signály

Graf 1: Vývoj akciových trhov DAX (Nemecko) a DJIA (USA)



Zdroj: Reuters

Graf 2: Index ekonomického sentimentu v EU a eurozóne



Zdroj: EK, MF SR

Nervozita na finančných trhoch

Nárast nervozity na trhu bol citeľný na pohybe takmer všetkých finančných aktív. Na rozdiel od krízy v roku 2009 je však súčasná kríza viac lokalizovaná v eurozóne (viď Graf 1). Výnosy dlhopisov rizikových krajín eurozóny sa držia na vysokých úrovniach, španielske 10-ročné dlhopisy sú už dlhšie nad 6%, talianske nad 5,5%. Na opačnom konci sa prepisujú historické rekordy vo výnosoch dlhopisov Nemecka, ktoré sú považované za v súčasnosti jednu z najbezpečnejších investícií, kde výnos 10-ročného dlhopisu poklesol pod 1,2%. Únik k bezpečným prístavom vidno aj na trhu s menami. Dolár posilnil voči euru na najsilnejšiu úroveň za dva roky, oslabujú meny považované za rizikové, vrátane mien Česka, Maďarska a Poľska. Obavy z preliatia nervozity na finančných trhoch do reálnej ekonomiky sú badateľné na prepadoch akciových trhov

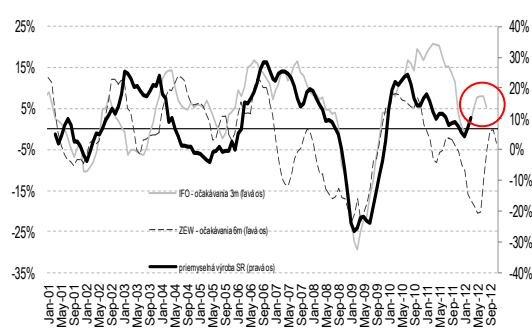
<sup>1</sup> Podiel Španielska na ekonomike eurozóny je vyše 11%, kým podiel Grécka je menší ako 3%.

Zhoršenie očakávaní v eurozóne

a na trhu s komoditami. Nemecký DAX aj európsky EuroStoxx stratili od lokálneho maxima z jari 2012 zväčša viac ako 15%, americké indexy poklesli o niečo menej. Rápidne, o viac ako 20% klesla za posledné dva mesiace aj cena ropy.

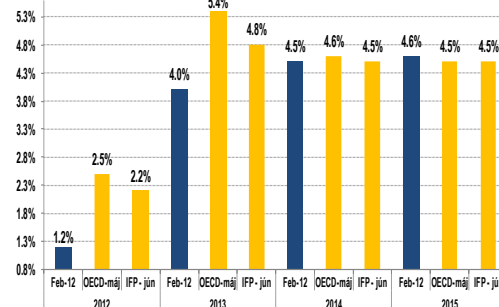
Očakávania ohľadom budúcnosti sa pod vplyvom negatívnych správ okolo dlhovej krízy v eurozóne začali v posledných týždňoch tiež zhoršovať. Indikátory dôvery v EU po určitej stabilizácii pokračovali v poklese a naďalej sa nachádzajú pod dlhodobým priemerom. Sentiment v Nemecku je síce ešte nad priemerom, ale takisto posledné 3 mesiace klesá. Index očakávaní medzi podnikmi v Nemecku (IFO) v máji výrazne poklesol a dostal sa späť na januárové úrovne (viď graf 3).

**Graf 3: Očakávania v Nemecku vs. realita v SR (3M kĺzavý priemer, SA, normalizované medziročné rasty indexov)**



Zdroj: ZEW, CESifo, ŠÚ SR

**Graf 4: Vývoj vážených importov najvýznamnejších obchodných partnerov SR podľa OECD a IFP (%)**



Zdroj: OECD, IFP

Predpoklady vonkajšieho prostredia

V snahe upraviť predpoklady vonkajšieho prostredia o zvýšenú neistotu a nepriaznivé očakávania sme najaktuálnejšiu prognózu OECD pre ekonomiky našich hlavných obchodných partnerov upravili smerom nadol. Predpokladaný rast Nemecka sme znížili na 0,9% a recesiu v eurozóne prehĺbili na 0,3% (použili sme novšiu júnovú prognózu Goldman Sachs). Napriek úprave však **zostávajú predpoklady vonkajšieho prostredia priaznivejšie v porovnaní s februárovou prognózou (graf 4).**

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

	HDP (% rast)				Rozdiel oproti februáru 2012				Import (% rast)				Rozdiel oproti februáru 2012			
	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>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>
<i>z toho eurozóna</i>	<b>-0,3</b>	0,6	-	-	0,2	-0,4	-	-	0,0	1,9	-	-	0,0	-1,8	-	-
<i>Nemecko</i>	<b>0,9</b>	1,5	-	-	0,4	-0,2	-	-	4,1	6,0	-	-	0,3	0,4	-	-
<i>Česká rep.</i>	-0,5	1,7	-	-	-1,8	-0,6	-	-	1,3	6,8	-	-	-1,4	1,2	-	-
<i>Poľsko</i>	2,9	2,9	-	-	0,4	0,4	-	-	4,8	5,7	-	-	0,7	2,2	-	-
<i>Maďarsko</i>	-1,5	1,1	-	-	-0,9	0,0	-	-	3,2	6,3	-	-	-0,7	0,8	-	-

Zdroj: IFP

Aktuálna prognóza **rastu reálneho HDP pre rok 2012 (2,5%)** je v porovnaní s februárovou prognózou vyššia až o 1,4 p.b. Potvrďuje tak našu „flash“ prognózu z marca, ktorá revidovala prognózu aktuálneho roka na úroveň 2,3%. Hlavnými faktormi zlepšenia očakávanej ekonomickej aktivity v SR sú **pokračujúci rast HDP na začiatku roka** a mierne zlepšenie výhľadu zahraničného dopytu najmä v súvislosti s aktuálnou **prognózou Nemecka**. V aktuálnom štvrtroku slovenská ekonomika zatiaľ svoju výkonnosť nespomaľuje a rastu napomáha hlavne čistý export. Nenastala ani očakávaná korekcia HDP smerom nadol po silnom poslednom štvrtroku minulého roka, ktorý bol spôsobený aj jednorazovými vplyvmi. Navyše, pre druhý tohtoročný kvartál sa dá predpokladať ďalší kladný impulz kvôli pokračujúcemu nábehu nových výrobných kapacít v automobilovom priemysle. Vo zvyšnom polroku 2012 už očakávame mierne spomalenie ekonomickej aktivity, ako aj zahraničného dopytu. Spotreba domácností aj vývoj na trhu práce bude celý rok 2012 stagnovať. Rast investícií by sa mal celkovo spomaliť, čo sa dá vysvetliť najmä výpadkom minuloročného veľkého objemu jednorazových investícií v automobilovom priemysle. **Rast reálneho HDP bude v 2013 pokračovať**, keď oproti predchádzajúcemu roku očakávame zanedbateľné zrýchlenie na **2,6%**. **V ďalších rokoch** by sa mal rast slovenského HDP zrýchliť na ročné tempá **tesne pod 4%**, keď by sa okrem exportnej výkonnosti mal oživiť aj domáci dopyt.

PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (jún 2012)									
Ukazovateľ (v %)	Skut.	Prognóza				Rozdiel oproti februáru 2012			
	2011	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
HDP, reálny rast	3,3	2,5	2,6	3,9	3,7	1,4	-0,1	0,3	0,0
Inflácia, priemerná ročná; CPI	3,9	3,5	2,5	2,1	2,3	0,7	0,2	-0,2	-0,2
Inflácia, priemerná ročná; HICP	4,1	3,7	2,5	2,1	2,3	0,9	0,2	-0,2	-0,2
Nominálna mzda, rast	2,2	3,2	4,0	4,5	5,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4
Nominálna mzda, zmena v EUR	17,0	25,1	32,3	38,0	46,0	-1,6	-2,4	-1,6	-3,6
Reálna mzda, rast	-1,7	-0,3	1,4	2,3	2,8	-0,9	-0,5	0,0	-0,2
Zamestnanosť (ESA), rast	1,8	0,3	0,3	0,6	0,8	0,5	0,0	0,1	0,0
Zamestnanosť (ESA), tis. osôb	38,5	5,6	7,3	12,9	17,1	11,0	1,0	2,8	0,0
Miera nezamestnanosti (VZPS)	13,5	13,9	13,7	13,6	13,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Reálna mzdová báza	0,1	-0,1	1,8	2,9	3,6	-0,5	-0,4	0,2	-0,2
Spotreba domácností, reálny rast	-0,4	0,1	1,4	3,3	4,0	0,1	0,7	0,4	0,1
Investície, reálny rast	5,7	3,0	0,6	3,0	2,7	1,4	-1,5	1,1	-0,2
Export tovarov a služieb, reálny rast	10,8	5,2	5,6	5,3	5,3	3,0	-2,6	-0,6	0,0
Bežný účet, podiel na HDP	0,1	1,1	1,2	1,7	2,2	1,3	1,5	1,4	1,5

Zdroj: ŠÚ SR, MF SR

Konsolidácia zníži rast HDP o 0,4 p.b.

Rast HDP bude v roku 2013 tlmený novými **konsolidačnými opatreniami**. Prognóza IFP pracuje zatiaľ s predbežnou štruktúrou konsolidačných opatrení<sup>2</sup>. Konsolidačné úsilie by malo byť z dvoch tretín naplnené na príjmovej strane rozpočtu. Očakávané zvýšenie daní z príjmu právnických osôb by malo znížiť čistú ziskovosť podnikov, čo môže viesť k obmedzeniu ich výdavkov na investície v roku 2013. Zmena daní z príjmu fyzických osôb, sociálnych a zdravotných odvodov a sociálnych príspevkov by mali v roku 2013 ovplyvniť disponibilné príjmy a spotrebné výdavky domácností s vyššími príjmami. V roku 2013 predpokladáme, že fiškálne opatrenia znížia rast HDP o 0,4 p.b. s najväčším dopadom na fixné investície a v menšej miere na spotrebu domácností. Predpokladaný fiškálny multiplikátor konsolidačného balíčka v roku 2013 je 0,19, pričom redukcia druhého piliera má nulový multiplikátor (v roku 2011 bol fiškálny multiplikátor odhadovaný<sup>3</sup> na úrovni 0,27). V roku 2014 sa dá očakávať zhruba neutrálny a v 2015 opäť mierne záporný príspevok (-0,2 p.b.) k rastu HDP, najmä cez kanál poklesu disponibilných príjmov a spotrebných výdavkov domácností.

Navrhovaný konsolidačný balíček 2013 - 2015 oproti scenáru bez zmeny politik (ESA95, % HDP)			
	2013	2014	2015
<b>SPOLU</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>
<b>Výdavkové opatrenia</b>			
<b>SPOLU</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>
Opatrenia zahrnuté v návrhu východísk rozpočtu VS	0,7	0,9	1,5
Ostatné	0,2	0,1	0,3
<b>Príjmové opatrenia</b>			
<b>SPOLU</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
Príame dane	1,0	1,0	1,1
Majetkové dane	0,1	0,1	0,1
Príjmové dane	0,9	1,0	1,0
Nepriame dane (spotrebné dane)	0,0	0,0	0,0
Dôchodkový systém	0,7	0,8	0,9
Bankový odvod	0,1	0,1	0,1
Regulovaný sektor	0,1	0,0	0,0
Ostatné	0,2	0,2	0,2
<b>Potreba konsolidačných opatrení*</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Reziduál – možné disponibilné prostriedky na priority vlády**	0,8	0,4	0,8
* Vplyv na makroekonomickú prognózu počítal len s potrebou konsolidačných opatrení			
** Rozdiel medzi veľkosťou možných opatrení (3.1% HDP v roku 2013) a potrebnými konsolidačnými opatreniami (2.3% HDP v roku 2013) predstavuje priestor pre priority vlády alebo menší rozsah realizovaných opatrení			

Zdroj: IFP

<sup>2</sup> Definitívna podoba konsolidačného balíčka bude zverejnená v septembri 2012. Jej hrubé číry sú však už známe.

<sup>3</sup> Viac v Program stability Slovenskej republiky na roky 2011 – 2014:

[http://www.finance.gov.sk/Components/CategoryDocuments/s\\_LoadDocument.aspx?categoryId=120&documentId=7274](http://www.finance.gov.sk/Components/CategoryDocuments/s_LoadDocument.aspx?categoryId=120&documentId=7274)

Postupné oživenie na trhu práce

Napriek zlepšeniu výhľadu ekonomiky **bude oživenie na trhu práce naďalej pomalé**. Rast ekonomiky na úrovni 2,5% nebude dostatočný, aby dokázal generovať výrazne vyšší počet pracovných miest. Počet pracujúcich by mal v roku 2012 stúpnuť o vyše 5,6 tisíc osôb (metodika ESA95), ťahaný predovšetkým novými pracovnými miestami v priemysle a službách. V ďalších rokoch bude rast zamestnanosti tlmený fiškálnou konsolidáciou. **Počet pracujúcich na Slovensku by však mal už na konci prognózovaného obdobia v roku 2015 dosiahnuť úroveň predkrízového obdobia**. Napriek rastu zamestnanosti v roku 2012 sa miera nezamestnanosti zvýši na úroveň 13,9%<sup>4</sup>. Hlavným dôvodom je rast počtu ekonomicky aktívnych obyvateľov<sup>5</sup>. Keďže sa jeho počet výrazne zvýšil, rast zamestnanosti by musel byť ešte výraznejší, aby spôsobil aj pokles nezamestnanosti. Miera nezamestnanosti by od roku 2013 mala postupne klesať na úroveň 13,2% v roku 2015.

Mzdy by mali rásť mierne pomalšie než sa predpokladalo vo februárovej prognóze. Očakávaný rast miezd v roku 2012 by mal byť napriek tomu vyšší ako v roku 2011. Hlavným dôvodom budú očakávané rasty miezd v zdravotníctve a inflácia v roku 2011, ktorá tlačila mzdy smerom nahor pri vyjednávaní o ich indexácii. V ďalších rokoch by rast mzdy vo verejnom sektore mal byť ovplyvnený predovšetkým pomalým rastom tarifných miezd v štátnej správe, ktorý sa predpokladá až do roku 2015. Naopak, na vyššom raste miezd v súkromnom sektore by sa v ďalších rokoch mal postupne prejavovať rast produktivity práce. Rast nominálnej mzdy však bude od roku 2013 ovplyvnený balíčkom fiškálnych opatrení. **Priemerná hodnota nominálnej mzdy v tomto roku dosiahne hodnotu 811 eur, čo by malo byť o 25,1 eur viac než v roku 2011**. Od roku 2013 by sa mala nominálna mzda zvyšovať rýchlejším tempom. Napriek plánovanej konsolidácii to bude znamenať akceleráciu reálnej mzdy v nasledujúcich rokoch v priemere o 2,2% ročne.

Vyšší rast cien v roku 2012 v dôsledku vyšších cien potravín

Oproti februárovej prognóze očakávame výrazne vyšší **rast cien** (nárast o 0,7 p.b.). Táto odchýlka je spôsobená relatívne pozitívnym makroekonomickým vývojom v porovnaní s februárovými očakávaniami. S pozitívnejším vonkajším makroekonomickým vývojom súvisí aj vysoký rast cien potravín. Ceny potravín sa ani napriek minuloročnej dobrej úrode nestabilizovali na nižších úrovniach. K celkovému rastu cien v tomto roku výrazne prispelo januárové zvýšenie regulovaných cien. Ich nárast bol čiastočne kompenzovaný marcovým poklesom ceny plynu v dôsledku nového kontraktu SPP s Gazpromom. Jeho efekt sa však definitívne prejaví až v roku 2013. V horizonte rokov 2013-2015 neočakávame ďalší dramatický rast regulovaných cien. Aj vďaka tomu už v roku 2013 predpokladáme spomalenie dynamiky inflácie na úrovni 2,5%.

Strednodobá **prognóza** makroekonomického vývoja vypracovaná MF SR **bola väčšinou členov Výboru** (SLSP, ČSOB, Tatra banka, UniCredit, ING, NBS, VUB) **charakterizovaná ako realistická**. Infostat a Volksbank hodnotila prognózu ako optimistickú. Detailná makroekonomická prognóza, ako aj zápis z Výboru pre makroekonomické prognózy a podkladové materiály sú dostupné na internetovej stránke IFP.

<sup>4</sup> Údaje za demografiu sú prepočítané na obyvateľstvo k 1.1.2012 podľa najnovšieho sčítania obyvateľstva

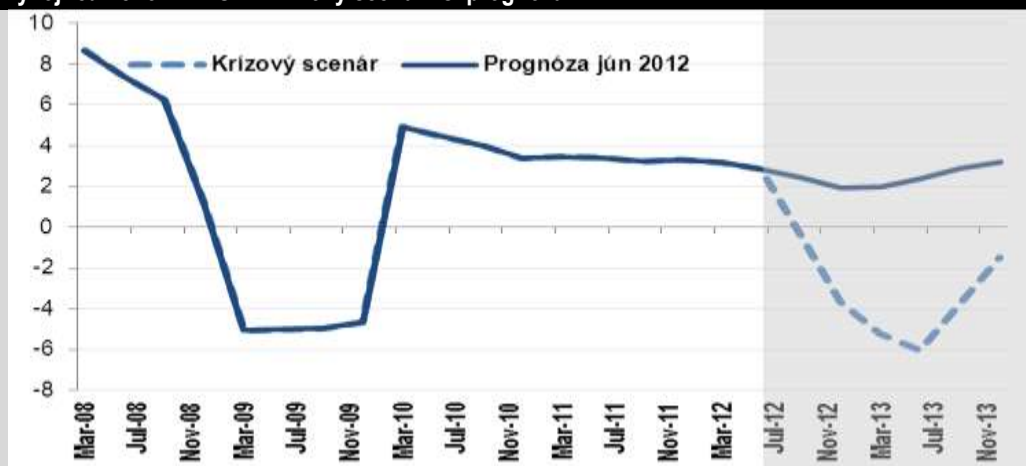
### Box 1: Krízový scenár vonkajšieho prostredia

Vzhľadom na veľkú neistotu vývoja vonkajšieho prostredia **v súvislosti s** prebiehajúcou dlhovou krízou sme sa rozhodli vypracovať aj krízový makroekonomický scenár. **Prezentujeme ho ako príspevok do verejnej diskusie. Ministerstvo financií SR pokladá podobný vývoj vonkajšieho prostredia naďalej za veľmi málo pravdepodobný.** Ak by sa dlhová kríza v periférnych krajinách eurozóny ďalej stupňovala a niektoré krajiny by prípadne opustili menovú úniu, mohlo by dôjsť k výraznému zhoršeniu ekonomického vývoja u našich najdôležitejších obchodných partnerov. Zahraničné inštitúcie, ktoré sa s podobnými krízovými scenármi zaoberali, odhadujú pokles HDP eurozóny kumulatívne o 1 až 11 % za roky 2012 až 2013 v závislosti na počte odchádzajúcich krajín (ide o štúdie ING, Bank of America Merrill Lynch a Capital Economics).

V našich výpočtoch sme použili predpoklady **mediánového krízového scenára Capital Economics z 21. Mája<sup>4</sup>**. Počíta s kumulatívnym poklesom HDP eurozóny o 3,5 % do roku 2013, s poklesom ceny ropy na 95 USD/bl., a so znehodnotením kurzu eura na 1,1 USD/EUR. Ďalej sme predpokladali pokles zahraničných cien v súvislosti s recesiou v podobnej miere ako v kríze 2009, zvýšenie rizikovej prirážky na dlhodobých úrokových sadzbách v SR, a posilnenie kurzu eura voči menám ekonomík V3. **Zdôrazňujeme, že tento scenár považujeme za ilustratívny a nepravdepodobný.**

**Vplyv zmeny vývoja vonkajšieho prostredia na ekonomiku SR** bol odhadnutý pomocou simulácií hore uvedených šokov v strednodobom makroekonomickom modeli IFP. Šoky boli simulované na obdobie od júla 2012 do konca roka 2013. V grafe a tabuľke nižšie je uvedené porovnanie krízového scenára s aktuálnou prognózou. Recesia v eurozóne by viedla k poklesu slovenského exportu cez kanály zahraničného dopytu a straty cenovej konkurencieschopnosti. Zhoršenie situácie na trhu práce a znížená dostupnosť úverov by obmedzili domáci dopyt. Rast cien by bol kvôli recesii nižší.

#### Vývoj reálneho HDP SR – krízový scenár vs. prognóza



#### Vplyv krízového scenára na ekonomiku SR v p.b.

	prognóza (jún)		krízový scenár		rozdiely v p.b.	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
HDP, reálny rast	2.5	2.6	0.4	-3.9	-2.1	-6.5
Export, reálny rast	5.2	5.6	2.3	-3.1	-2.9	-8.7
Konečná spotreba domácností, reálny rast	0.1	1.4	-1.3	-5.1	-1.4	-6.5
Hrubé fixné investície, reálny rast	3.0	0.6	0.9	-7.2	-2.1	-7.8
Miera nezamestnanosti (%)	13.9	13.7	14.1	15.1	0.2	1.4
Priemerná nominálna mzda, rast	3.2	4.0	1.5	-3.1	-1.7	-7.1
CPI (v %)	3.5	2.5	3.7	1.1	0.2	-1.4

Zdroj: IFP

<sup>4</sup> „The consequences of a euro-zone break-up“, European Economics Focus, Capital Economics, 21. mája 2012.

<http://www.capitaleconomics.com/european-economics/european-economics-focus/the-consequences-of-a-euro-zone-break-up.html>