



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# STREDNODOBÁ PREDIKCIA

AKTUALIZÁCIA 4. Q  
2014

Vydala:  
© Národná banka Slovenska

Adresa:  
Národná banka Slovenska  
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Kontakt:  
02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS  
27. januára 2015.

Všetky práva vyhradené.  
Reprodukovanie na vzdelávanie a nekomerčné  
účely je povolené s uvedením zdroja.

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



# OBSAH

<b>1</b>	<b>AKTUALIZÁCIA STREDNODOBEJ PREDIKCIE P4Q-2014</b>	<b>4</b>
----------	---	----------

<b>2</b>	<b>TECHNICKÉ PREDPOKLADY</b>	<b>5</b>
----------	------------------------------	----------

## ZOZNAM GRAFOV

Graf 1	Porovnanie prognóz rastu ekonomiky	<b>5</b>
Graf 2	Export a exportné trhy Slovenska	<b>6</b>
Graf 3	Porovnanie štruktúry cenového vývoja	<b>7</b>
Graf 4	Predpokladaný vývoj cien ropy Brent	<b>7</b>

## ZOZNAM TABULIEK

Tab. 1	Aktualizácia strednodobej predikcie P4Q-2014 základných makroekonomických ukazovateľov	<b>8</b>
--------	--	----------



# 1 AKTUALIZÁCIA STREDNODOBEJ PREDIKCIE P4Q-2014<sup>1</sup>

Pri vypracovaní aktualizácie predikcie P4Q-2014 vychádzala Národná banka Slovenska zo zverejnenej podrobnej štruktúry rastu ekonomiky za 3. štvrtrok 2014. Ďalej zohľadnila aktuálne mesačné ukazovatele z reálnej ekonomiky vo 4. štvrtroku 2014 a vývoj predstihových indikátorov<sup>2</sup> naznačujúcich smerovanie ekonomiky v krátkodobom horizonte.

K najvýznamnejšej revízii v porovnaní s predchádzajúcou predikciou došlo pri technických predpokladoch<sup>3</sup>. V aktualizácii bol zohľadnený výrazný prepád cien ropy, ktorý bol mierne korigovaný slabším výmenným kurzom. Vplyvom pozitívneho ponukového šoku dochádza k zlepšeniu vyhliadok ekonomiky SR v strednodobom horizonte.

Vďaka pozitívnemu vplyvu na našich najvýznamnejších obchodných partnerov by sa mal zvýšiť dopyt po slovenských výrobkoch a službách v najbližších dvoch rokoch. V tomto roku však bude neutralizovaný mierne horším aktuálnym vývojom. Pre zvýšenie rastu HDP tak bude určujúci impulz z domácej časti ekonomiky. Spotrebiteľský dopyt bude podporený znižovaním cien nevyhnutných tovarov a služieb. Vplyvom ekonomického rastu, aktuálneho vývoja úverov, ako aj vplyvom uvoľnených menových podmienok by takisto mohli rýchlejšie rásť investície v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. **V roku 2015 by sa mal rast ekonomiky zrýchliť na 2,9 %** (zvýšenie o 0,3 percentuálneho bodu)

**s následnou akceleráciou na 3,6 %** (zvýšenie o 0,3 percentuálneho bodu) **v roku 2016.**

**Vývoj zamestnanosti bol v poslednom štvrtroku 2014** plne v súlade s doterajšou prognózou. Predpokladaný lepší vývoj domáceho dopytu v horizonte predikcie by mal vytvoriť priestor na rýchlejší rast zamestnanosti v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Zamestnanosť by tak mala vzrásť o 0,9 % v roku 2015 (zvýšenie o 0,2 percentuálneho bodu) a o 0,7 % v roku 2016 (zvýšenie o 0,2 percentuálneho bodu), čo by malo tlačiť na pokles miery nezamestnanosti. **V mzdovom vývoji sa prejaví nižší rast cien**, nominálne by mali rásť mzdy mierne pomalšie ako v predchádzajúcej predikcii, avšak **v reálnom vyjadrení by si mali domácnosti polepšiť.**

**K najvýraznejšej zmene došlo pri predikcii inflácie.** Prehodnotenie vývoja technických predpokladov viedlo k prepádu cien energií pre rok 2015 aj 2016, čo sa prejavilo v prehodnotení inflácie k nižším úrovňam. **Ceny by mali stagnovať v tomto roku rovnako ako v roku 2014.** K miernemu zrýchleniu rastu cien by malo dôjsť s výraznejším rastom domáceho dopytu a odznením prudkého prepádu cien ropy až v roku 2016, keď by mala inflácia dosiahnuť 1,4 %.

Vzhľadom na výraznejšie zrevidovanie reálnej ekonomiky, ako aj cenového vývoja, kde sa premietli riziká definované v decembrovej predikcii, sú riziká v aktualizácii vybilancované.

- <sup>1</sup> Aktualizácia strednodobej predikcie P4Q-2014 je ďalej v texte označená skratkou P4QA-2014. Potreba aktualizácie decembrovej strednodobej predikcie vychádza z dôvodu pôsobenia NBS vo Výbore pre makroekonomické prognózy, ktorý na základe Ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti je povinný vypracovať makroekonomickú a daňovú prognózu do 15. februára. Posledná dostupná prognóza NBS z decembra sa uvažuje spravidla tretí novembrový týždeň a nemôže tak disponovať aktualizovanými údajmi (napr. detailnými údajmi za HDP za 3. štvrtrok). Aktualizácia decembrovej strednodobej prognózy sa pripravuje od roku 2013.
- <sup>2</sup> Predikcia je založená na údajoch dostupných k 18. januáru 2015.
- <sup>3</sup> Posledná predikcia P4Q-2014 vychádzala zo situácie zo 14. novembra 2014.

## 2 TECHNICKÉ PREDPOKLADY<sup>4</sup>

V rámci P4QA-2014 boli zapracované technické predpoklady, ktoré vychádzajú tak zo zverejnených externých údajov (ceny ropy a úroveň výmenného kurzu), ako aj z expertných odhadov pracovníkov NBS (vývoj zahraničného dopytu a regulovaných cien).

**Výmenný kurz<sup>5</sup>** eura voči americkému doláru zaznamenával od zverejnenia poslednej prognózy pomerne silný depreciačný trend. V horizonte prognózy sa predpokladá priemerná úroveň kurzu 1,20 USD/EUR, to znamená v porovnaní s decembrovou strednodobou predikciou P4Q-2014 slabšiu úroveň približne o 4 %.

Po uzávierke predchádzajúcej predikcie taktiež došlo k ďalšiemu výraznému poklesu **cien ropy** v rozsahu takmer 40 %. V roku 2015 predpokladá aktualizácia na základe vývoja cien futures cenu ropy na úrovni 53,1 USD/barel a v roku 2016 na úrovni 61,9 USD/barel. Očakávaná cena ropy je tak v roku 2015 nižšia o 38 % a v roku 2016 o 30 %. Predpokladaný slabší kurz EUR voči USD by mal pokles cien ropy v eurách len čiastočne tlmiť.

### PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA

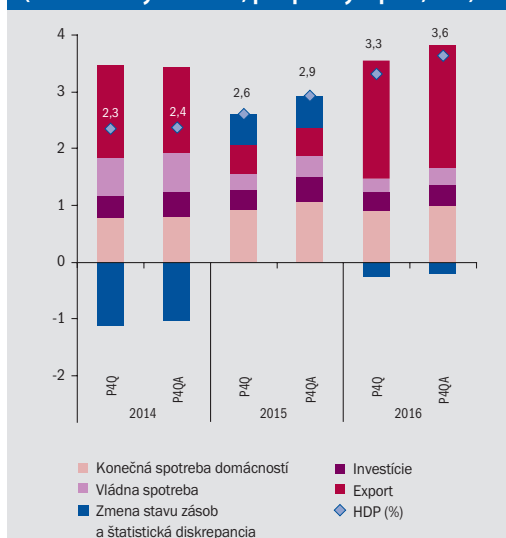
Aktuálne predstihové indikátory naznačujú, že prepád ekonomického sentimentu z 3. štvrťroka 2014 sa zastavil. Väčšina ukazovateľov v eurozóne sa stabilizovala (ESI, PMI, eurocoin), niektoré indikátory za nemeckú ekonomiku dokonca posilnili (ZEW, Ifo). V októbri až novembri priemerná úroveň priemyselnej výroby, ako aj maloobchodu, presiahla úroveň 3. štvrťroka 2014, čo takisto naznačuje pokračujúci mierny rast eurozóny aj Nemecka vo 4. štvrťroku 2014. Tieto ukazovatele potvrdzujú odhad vývoja zahraničného dopytu SR, avšak podstatne nižšia cena ropy predstavuje výraznejší impulz do budúcnosti. Pozitívny ponukový šok zo strany cien ropy by mal prorastovo pôsobiť na ekonomiky našich obchodných partnerov a ich vyšší dopyt po dovozoch. Aktualizácia predikcie tak v porovnaní s predchádzajúcou predikciou predpokladá rýchlejší rast exportných trhov Slovenska hlavne v roku 2015 o 0,4 percentuálneho bodu a v roku 2016 o 0,2 percentuálneho bodu.

### MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

V rámci aktualizácie decembrovej predikcie došlo k zrýchleniu rastu slovenskej ekonomiky v rokoch 2015 aj 2016 o 0,3 percentuálneho bodu. To vyplynulo jednak z prehodnotenia domáceho prostredia, ako aj exportu. **Ekonomika by tak mala vzrásť o 2,9 % v roku 2015 s následným zrýchlením na 3,6 % v roku 2016. Najväčší vplyv na revíziu malo zvýšenie domáceho dopytu.**

Zrýchlenie rastu súkromnej spotreby naznačili nielen posledné mesačné údaje, ale hlavným **pozitívnym impulzom by mal byť pokles cien, ktorý spôsobí zrýchlenie reálnych miezd.** Pomalý rast cien by sa mal len čiastočne premietnuť do nominálnych mzdových vyjednávaní, pretože k vyššiemu rastu miezd by mal prispievať rýchlejší rast produktivity práce. Celkovo pozitívny ponukový šok prepádu cien ropy, ktorý

Graf 1 Porovnanie prognóz rastu ekonomiky<sup>1)</sup> (medziročný rast v %, príspevky v p. b., s. c.)



Zdroj: NBS.

1) Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovoznej náročnosti. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 62,5 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

4 Technické predpoklady P4QA-2014, ako aj predpoklady vývoja zahraničného dopytu sú založené na údajoch dostupných k 12. januáru 2015.

5 Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz EUR/USD zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky.

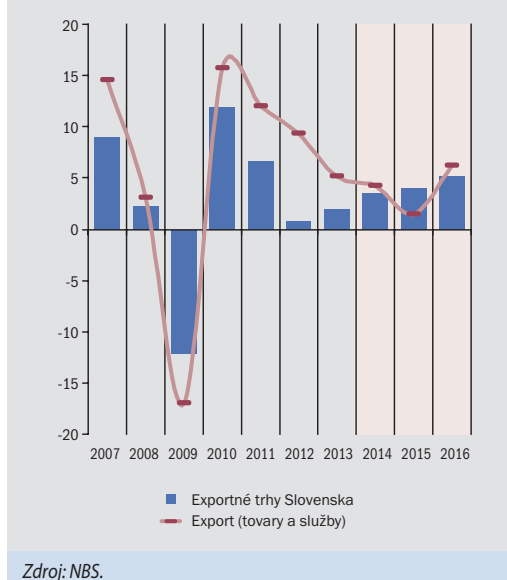
ovplyvní ceny nevyhnutných tovarov a služieb, by mal podporovať rast spotrebných výdavkov domácností.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou dochádza k zrýchleniu rastu verejnej spotreby v dôsledku aktuálneho vývoja, keď sa zrýchlil rast kompenzácií zamestnancov. Ten bol však čiastočne tlmený znížením medzispotreby. Rýchlejší rast verejných výdavkov by mal byť ovplyvnený najmä pomalším cenovým vývojom, čo by pri nezmenenej nominálnej spotrebe malo pôsobiť prorastovo.

**Rýchlejší rast ekonomiky, vyššie zisky a uvoľnená menová politika by mali podporiť rast investícií v celom horizonte predikcie.** To naznačili aj aktuálne indikátory investičného dopytu, najmä úverové aktivity. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou tak dochádza k miernej akcelerácii investičného dopytu v horizonte predikcie.

V exportnej výkonnosti dochádza v aktualizácii predikcie P4QA-2014 k dvom protichodným tendenciám. Na jednej strane posledné publikované údaje o exporte naznačujú pokračovanie nepriaznivého vývoja od 2. štvrťroka 2014, odkedy slovenský export a priemysel klesal nad rámec očakávaní P4Q-2014. Na strane druhej, pozitívny ponukový šok prepadu cien ropy v poslednom období by sa mal prorastovo premietnuť do rastu zahraničného dopytu po našich výrobkoch a službách. To by malo následne akcelerovať exportnú výkonnosť. V strednodobom horizonte by už mal prevážiť pozitívny vplyv externého prostredia a exportná výkonnosť by mala podporiť zrýchlenie rastu ekonomiky, pričom v tomto roku bude pozitívny a negatívny vplyv viac vybilancovaný. Slovensko začalo strácať tržové podiely v priebehu predchádzajúceho roka, čo sa prenieslo z hľadiska priemernej dynamiky do roku 2015. To by mohlo byť čiastočne ovplyvnené aj zastavením trendu rastúceho podhodnocovania (uvoľňovania) reálneho kurzu v poslednom období v dôsledku predstihu mzdového vývoja pred produktivitou. Na strane dovozu sa očakáva mierne rýchlejší rast ako v predchádzajúcej predikcii. Ten vyplýva z prehodnotenia domáceho dopytu k vyšším úrovňam.

**Graf 2 Export a exportné trhy Slovenska (medziročná zmena v %, stále ceny)**



Na **trhu práce** by mal rýchlejší rast najmä domáceho dopytu spôsobiť mierne zvýšenie tvorby nových pracovných miest. **Zamestnanosť by tak mala byť vyššia v porovnaní s decembrovou predikciou o 0,2 percentuálneho bodu v rokoch 2015 a 2016.** V absolútnych číslach by mala ekonomika v priebehu roku 2015 vygenerovať 18 tisíc nových pracovných miest a 15 tisíc v priebehu roku 2016. Pozitívny vývoj v zamestnanosti sa premietne do poklesu miery nezamestnanosti, ktorá by mala dosiahnuť 11,2 % ku koncu prognózovaného obdobia.

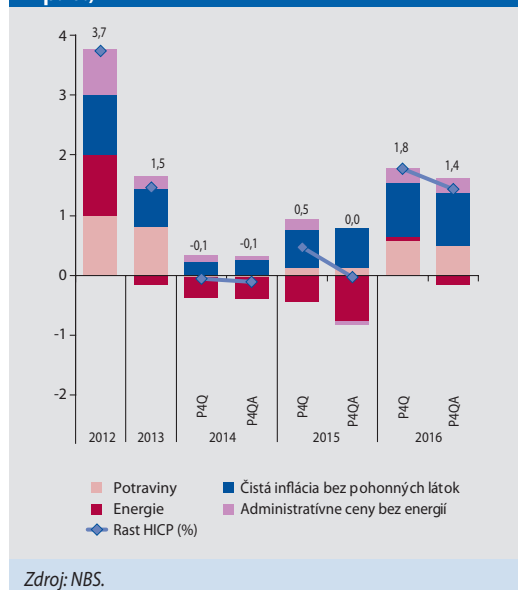
V **mzdovom** vývoji sa predpokladá mierne pomalší rast nominálnych miezd ako v predchádzajúcej predikcii, keďže pri kolektívnych vyjednávaniach by sa mohla zohľadniť nízka doterajšia i očakávaná inflácia. V reálnom vyjadrení by však mal byť príjem z práce vyšší o 0,4 percentuálneho bodu v tomto roku, čo podporí rast súkromnej spotreby.

K najväčšej zmene v aktualizácii predikcie došlo v **cenovom vývoji**. Pomalší rast cien o 0,5 percentuálneho bodu v roku 2015 a o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2016 by mal reflektovať najmä výrazné prehodnotenie technických predpokladov (predovšetkým cien ropy). To by sa malo prejavovať v stagnácii cien a ich vývoj by

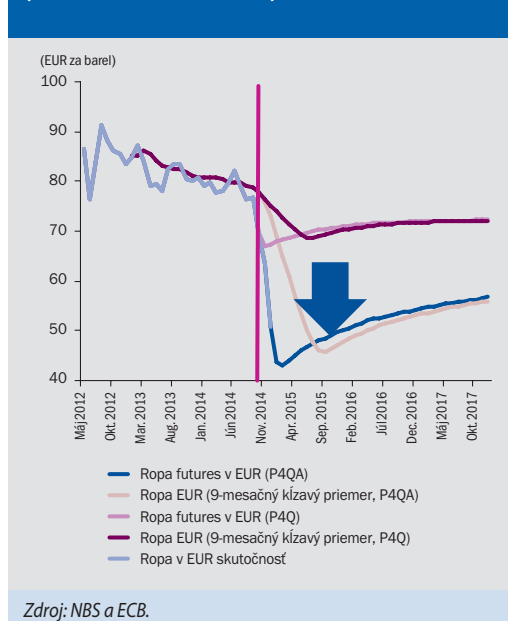
mal byť podobne ako v roku 2014 najnižší v celej histórii. V rámci štruktúry inflácie cenový vývoj budú ovplyvňovať predovšetkým klesajúce ceny energií.<sup>6</sup> Predpoklady vývoja cien agrokomodít zostali nezmenené, takže ceny potravín by sa nemali výraznejšie meniť v porovnaní s predchá-

dzajúcou predikciou. V roku 2016 došlo k revízií inflácie smerom k nižšej hodnote v dôsledku prehodnotenia vývoja cien energií. Pokles cien energetických komodít tak môže vytvoriť priestor pre ďalšie zníženie cien plynu a tepla. Pohľad na ostatné položky inflácie sa nezmenil.

**Graf 3 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)**



**Graf 4 Predpokladaný vývoj cien ropy Brent (úroveň v EUR za barel)**



<sup>6</sup> V rámci predpokladov predikcie máme zahrnutý pokles cien energií v roku 2015 o 4,8 % (pohonné látky, plyn – v priebehu roka približne o 7%, teplo, elektrina) s negatívnym príspevkom do inflácie približne 0,8 percentuálneho bodu, čo v porovnaní s predchádzajúcou predikciou predstavuje dodatočné zníženie inflácie o cca 0,3 percentuálneho bodu.

**Tabuľka 1 Aktualizácia strednodobej predikcie P4Q-2014 základných makroekonomických ukazovateľov**

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť				P4Q-2014 aktualizácia			Zmena oproti P4Q-2014		
		2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016			
<b>Cenový vývoj</b>											
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	1,5	-0,1	0,0	1,4	0,0	-0,5	-0,4			
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	1,4	-0,1	0,1	1,5	0,0	-0,5	-0,3			
Deflátor HDP	medziročný rast v %	0,5	-0,3	0,0	1,6	0,0	-0,4	-0,1			
<b>Ekonomická aktivita</b>											
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	1,4	2,4	2,9	3,6	0,0	0,3	0,3			
Konečná spotreba domácností	medziročný rast v %, s. c.	-0,7	2,1	2,8	2,7	0,0	0,4	0,2			
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	2,4	4,2	2,2	1,7	0,1	0,5	0,3			
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	-2,7	4,2	4,2	3,4	0,6	0,8	0,4			
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	5,2	4,3	1,4	6,2	-0,4	0,0	0,3			
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	3,8	4,8	1,4	5,3	-0,3	0,2	0,2			
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	5 106	5 008	5 087	5 968	-59	-176	-126			
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-1,6	-1,7	-1,3	-0,4	0,0	0,4	0,6			
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	73 593	75 081	77 252	81 357	0	-38	134			
<b>Trh práce</b>											
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 192	2 217	2 237	2 253	0,2	4,6	9,2			
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	-0,8	1,2	0,9	0,7	0,1	0,2	0,2			
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS <sup>1)</sup>	386	362	338	312	-0,4	-4,9	-9,5			
Miera nezamestnanosti	%	14,2	13,3	12,4	11,5	0,0	-0,2	-0,4			
Medzera v nezamestnanosti <sup>2)</sup>	p. b.	1,9	1,4	1,0	0,6	0,2	0,0	-0,1			
Produktivita práce <sup>3)</sup>	medziročný rast v %	2,2	1,2	2,0	2,9	0,0	0,1	0,1			
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) <sup>4)</sup>	medziročný rast v %	2,7	0,9	2,1	4,5	0,2	-0,2	0,0			
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	2,6	3,3	2,5	3,6	-0,5	-0,3	-0,4			
Nominálne mzdy <sup>5)</sup>	medziročný rast v %	2,4	4,2	2,7	3,7	0,0	-0,1	-0,3			
Reálne mzdy <sup>6)</sup>	medziročný rast v %	1,0	4,2	2,6	2,1	0,0	0,4	-0,1			
<b>Domácnosti</b>											
Disponibilný dôchodok	s. c.	2,4	3,7	3,1	2,7	0,5	0,8	0,2			
Miera úspor	% z disponibilného dôchodku	7,5	9,1	9,4	9,4	1,9	2,3	2,3			
<b>Platobná bilancia</b>											
Bilancia tovarov	% HDP	4,6	4,5	5,7	5,7	0,0	1,2	0,9			
Bežný účet	% HDP	1,5	0,4	1,8	1,6	-0,1	1,1	0,9			
<b>Externé prostredie a technické predpoklady</b>											
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	2,0	3,5	3,9	5,2	0,0	0,4	0,2			
Výmenný kurz USD/EUR <sup>7)</sup>	úroveň	1,33	1,33	1,20	1,20	-0,1	-4,2	-4,1			
Cena ropy v USD	úroveň	108,8	99,3	53,1	61,9	-1,9	-37,9	-30,1			
Cena ropy v USD	medziročný rast v %	-2,8	-8,7	-46,5	16,5	-1,7	-31,0	13,1			
Cena ropy v EUR	medziročný rast v %	-5,9	-8,8	-40,6	16,5	-1,7	-30,7	13,1			
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	0,0	0,0	0,0			
EURIBOR – 3M <sup>8)</sup>	% p. a.	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0			
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	3,2	2,1	1,5	1,8	0,0	0,0	0,0			

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

1) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.

2) Rozdiel medzi mierou nezamestnanosti a NAIRU (mierou nezamestnanosti, ktorá nezrýchľuje infláciu). Kladný výsledok znamená vyššiu mieru nezamestnanosti v porovnaní s NAIRU.

3) HDP s. c. / zamestnanosť ESA 2010.

4) Vypočítaná z nominálneho HDP a zamestnanosti zo štvrtročného štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

5) Priemerné mesačné mzdy zo štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

6) Mzdy zo štatistického výkazníctva deflované infláciou CPI.

7) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

8) Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaniach trhu s dátumom uzávierky 12. januára 2015.

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele

[http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Publikacie/PREDIK/2015/P4Q-2014\\_a.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2015/P4Q-2014_a.pdf)