



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

3. 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

30. septembra 2014.

Všetky práva vyhradené.

Reprodukované na vzdelávanie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



OBSAH

1	ZHRNUTIE	5	Graf 9	Podiel položiek CPI inflácie s medziročnou dynamikou pod 0 %	10
2	AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR	6	Graf 10	Výmenný kurz USD/EUR	11
3	TECHNICKÉ PREDPOKLADY	11	Graf 11	Cena ropy Brent v USD/barel	11
4	PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA	13	Graf 12	Cena ropy Brent v EUR/barel	12
5	MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR	15	Graf 13	Ceny neenergetických surovín	12
5.1	Ekonomický rast	15	Graf 14	Predstihové indikátory Nemecka	14
5.2	Trh práce	17	Graf 15	Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	15
5.3	Náklady práce a cenový vývoj	18	Graf 16	Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	16
6	RIZIKÁ PROGNÓZY	20	Graf 17	Vývoj HDP a produkčnej medzery	17
7	POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU	22	Graf 18	Zamestnanosť podľa odvetví	17
8	VPLYV MAKROEKONOMICKEJ PREDIKCIE P3Q-2014 NA VEREJNÉ FINANČIE	24	Graf 19	Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti	17
ZOZNAM BOXOV			Graf 20	Vývoj nominálnych veličín	18
Box 1	Nová metodika ESA 2010	20	Graf 21	Očakávaná štruktúra medziročnej inflácie v roku 2014	19
Box 2	Riziko negatívneho efektu sankcií na ekonomiku SR	21	Graf 22	Predikcia inflácie HICP	20
ZOZNAM GRAFOV			Graf 23	Porovnanie štruktúry rastu HDP	22
Graf 1	Teritoriálna štruktúra vývozu	7	Graf 24	Porovnanie miezd	22
Graf 2	Očakávania domácností	7	Graf 25	Porovnanie ukazovateľov trhu práce	23
Graf 3	Súkromná spotreba a spotrebiteľská dôvera	7	Graf 26	Porovnanie štruktúry cenového vývoja	23
Graf 4	Štruktúra rastu súkromnej spotreby	8	ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH		
Graf 5	Medziročná dynamika zamestnanosti (ESA) v 2. štvrtroku 2014	8	Box 2		
Graf 6	Medziročná dynamika priemerných nominálnych miezd v 2. štvrtroku 2014	9	Graf A	Štruktúra vývozu automobilov a príslušenstva	21
Graf 7	Vývoj inflácie a porovnanie s predpokladmi	9	ZOZNAM TABULIEK		
Graf 8	Vývoj podielov intervalov polročných zmien cien	9	Tab. 1	Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu	15
			Tab. 2	Predikcia verejnej spotreby a verejných investícií	16
			Tab. 3	Jednotkové náklady práce	18
			Tab. 4	Mzdy	18
			Tab. 5	Riziká predikcie	20
			Tab. 6	Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR	24



Tab. 7 Strednodobá predikcia (P3Q-2014) základných makroekonomických ukazovateľov	25
---	----

ZOZNAM TABULIEK V BOXOCH

Box 2

Tab. A Priemerný mesačný objem vývozu áut a príslušenstva	21
--	----

1 ZHRNUTIE

Aktuálna predikcia je vypracovaná na základe zverejnených národných účtov za 2. štvrtrok 2014 a mesačných indikátorov z 3. štvrtroka 2014. Technické predpoklady boli prevzaté z predikcie ECB. Pri cenách ropy a pri výmennom kurze sa však prihliadalo k aktuálnemu vývoju, ktorý pri výmennom kurze zohľadňoval aj najnovšie **menovopolitické rozhodnutie ECB zo septembra. Zároveň sa** pristúpilo aj k expertnému zaskomponovaniu **aktuálneho zhoršenia dostupných predstihových indikátorov** eurozóny, ktoré boli ovplyvnené aj geopolitickým napätím a ktorých dopad by mal pretrvávať do konca 1. polroka 2015. Koniec horizontu predikcie by mal byť pozitívne ovplyvnený aj posledne prijatými menovopolitickými opatreniami ECB.

Rast ekonomiky v 2. štvrtroku bol v súlade s poslednou prognózou. Avšak zdroje rastu boli odlišné, keď slabší export bol vykompenzovaný výrazne rýchlejšim rastom domáceho dopytu. Podobný vývoj očakávame aj v 2. polroku. V roku 2014 sa tak po prvýkrát od krízy predpokladá rast oveľa viac vybilancovaný. Príspevok exportu by mal byť síce kladný, avšak v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nižší. Z toho dôvodu **by malo tempo rastu ekonomiky v tomto roku dosiahnuť 2,3 %** (nižšie o 0,1 percentuálneho bodu). **V ďalších rokoch predikcie by mal rast ekonomiky zrýchliť na 2,9 % v roku 2015** (nižšie o 0,3 percentuálneho bodu) **a 3,5 % v roku 2016** (bez zmeny). Nižší rast ekonomiky v roku 2015 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou vychádza z nižšieho rastu zahraničného dopytu.

Na trhu práce sa prejavili pozitívne tendencie. V 2. štvrtroku 2014 vzrástla zamestnanosť o 0,5 %, čo bolo nad očakávaniami. Ekonomika generovala nové pracovné miesta takmer vo všetkých odvetviach a pomerne dynamicky rástli aj mzdy. V roku 2014 sa preto očakáva rast zamestnanosti na úrovni 1,1 % a rast nominálnych miezd 4,3 %. V mzdách sa prejaví naakumulovaná produktivita práce z predchádzajúceho obdobia. Predpokladá sa, že pozitívne tendencie budú pokračovať aj v strednodobom horizonte, avšak rast zamestnanosti a miezd sa mierne spomalí. Mzdy by tak mali odzrkadľovať rast produktivity práce.

V reálnej ekonomike sú riziká v celom horizonte predikcie vybilancované. Avšak prípadná dodatočná eskalácia geopolitického napätia predstavuje negatívne riziko pomalšieho rastu ekonomiky. Špecifické technické riziko pre predikciu predstavuje aj nová metodika ESA 2010.

Medziročný **pokles cien** sa v posledných mesiacoch ustálil na -0,2 %, čo bola **mierne nižšia hodnota ako predpoklady** z predchádzajúcej predikcie. Pokles bol spôsobený najmä prepadom cien potravín. Koncom tohto roka sa predpokladá už postupný rast cien s následnou akceleráciou v strednodobom horizonte. Tá by mala prameniť z pokračujúceho oživenia dopytových tlakov. **Priemerná inflácia by mala tento rok stagnovať (0,0 %) a následne zrýchliť na 1,2 % v roku 2015 a 1,9 % v roku 2016.** Riziká v inflácii sú vybilancované.

2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

GLOBALNA EKONOMIKA V 2. ŠTVRTROKU RÁSTLA.

Rast globálnej ekonomiky sa v 2. štvrtroku 2014 zrýchlil. Na miernu akceleráciu svetového hospodárstva pôsobil hlavne vývoj v USA, kde po výraznom prepade začiatkom roka v dôsledku silnej zimy došlo k výraznejšej korekcii smerom nahor. Rovnako ekonomika Veľkej Británie pokračovala v solidnom raste a profitovala hlavne z rastúcej dôvery spotrebiteľov a pozitívneho vývoja na trhu s nehnuteľnosťami. Z rozvíjajúcich sa krajín k dynamickejšiemu vývoju prispela predovšetkým Čína, ktorej rast bol však opätovne založený na fiškálnych stimuloch a silnom úverovom raste. Súčasne rástlo Mexiko, ktoré začalo profitovať zo štrukturálnych reforiem a vývoja v USA. V krajinách strednej a východnej Európy sa ekonomická aktivita spomalila, dopad geopolitického napätia medzi Ruskom a Ukrajinou bol v rámci krajín rozdielny avšak zatiaľ limitovaný. V eurozóne rast súkromnej spotreby a čistého exportu a pokles investícií viedol ku stagnácii ekonomiky. Japonská ekonomika podľa očakávaní poklesla v dôsledku zavedenia vyššej sadzby DPH v apríli.

Aktuálny vývoj svetovej ekonomiky potvrdzuje, že napriek krátkodobej volatilitě v niektorých krajinách sa hospodársky rast vo vyspelých štátoch upevňuje, rovnako sa posilňuje oživenie v niektorých rozvíjajúcich sa krajinách.

POKRAČOVANIE MIERNEHO OŽIVENIA GLOBALNEJ EKONOMIKY.

Z krátkodobého hľadiska by sa globálna ekonomická aktivita mala posilniť, oživenie by však malo byť iba mierne. Uvoľnená menová politika vo vyspelých krajinách by mala naďalej podporovať finančné trhy a globálne oživenie. Prorastovo by mala pôsobiť pomalšia náprava bilancií súkromného sektora a miernejšia fiškálna konsolidácia a zlepšujúca sa situácia na trhu práce. Vývoj vo vyspelých ekonomikách by mal priaznivo vplyvať na rozvíjajúce sa krajiny, rast niektorých však bude tlmiť nedostatočná infraštruktúra, obmedzenia kapacít a makroekonomické nerovnováhy, ďalšie sa budú musieť prispôsobiť obmedzenejším finančným podmienkam vyplývajúcim z normalizácie menovej politiky v USA. Na

pokračovanie iba mierneho oživovania globálnej ekonomiky v krátkodobom horizonte poukazuje aj kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator), ktorý sa v krajinách OECD už od konca roka 2013 výraznejšie nemení.

EKONOMIKA EUROZÓNY V 2. ŠTVRTROKU 2014 STAGNOVALA.

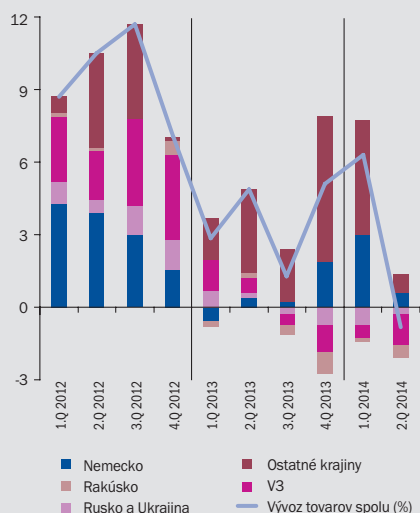
Podľa Eurostatu ekonomika eurozóny v 2. štvrtroku 2014 stagnovala, po miernom raste 0,2 % v 1. štvrtroku. Z hľadiska teritoriálnej štruktúry v rámci kľúčových ekonomík pôsobila prorastovo na eurozónu iba ekonomika Španielska (0,6 %) a Holandska (0,5 %), francúzska ekonomika stagnovala. Naopak, tlmiaco na ekonomický rast pôsobil najmä pokles Nemecka a Talianska (obe -0,2 %). Pre ekonomiku eurozóny zaznamenali pozitívny príspevok súkromná aj vládna spotreba a čistý export, negatívny investície a zásoby. Náklady podnikateľov, ako aj spotrebiteľov sa opätovne zmierňovali, čo sa odrážalo aj v zhoršovaní, resp. poklesoch predstihových indikátorov vo viacerých ekonomikách eurozóny. Vývoj hospodárskeho rastu v 2. polroku je neistý najmä vzhľadom na geopolitickú situáciu a s ňou spojenými aktuálne ťažko kvantifikovateľnými dôsledkami.

ČESKÁ EKONOMIKA V 2. ŠTVRTROKU 2014 STAGNOVALA.

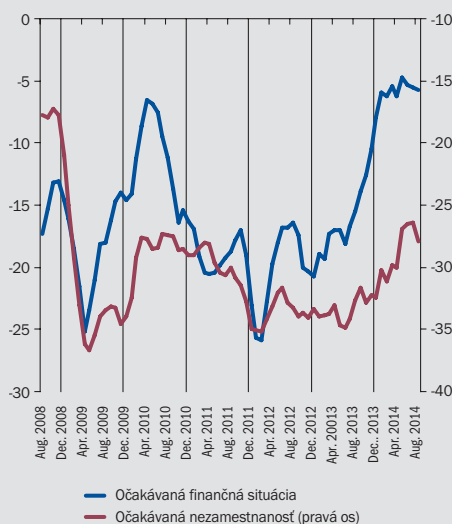
Po medzištvrtročnom raste 0,8 % v 1. štvrtroku 2014 česká ekonomika v 2. štvrtroku 2014 stagnovala. V medzištvrtročnom vyjadrení sa spomalil súkromný spotrebiteľský dopyt, zatiaľ čo investície a verejná spotreba poklesli. Rovnako čistý export prestal byť hlavným faktorom tvorby HDP. Česká národná banka potvrdila svoj záväzok používať devízový kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menových podmienok najmenej do roku 2016.

POKRAČOVANIE RASTU EKONOMIKY NA SLOVENSKU...

Napriek stagnácii ekonomiky eurozóny pokračovala slovenská ekonomika v pomerne robustnom medzikvartálnom raste na úrovni 0,6 %, čo bolo v súlade s predpokladmi. Rozdielna bola štruktúra rastu ekonomiky. Hlavným zdrojom rastu

Graf 1 Teritoriálna štruktúra vývozu (medziročná zmena v %, príspevky v p. b.)


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Graf 2 Očakávania domácností (3-mesačný kľzavý priemer, saldá odpovedí)


Zdroj: Európska komisia.

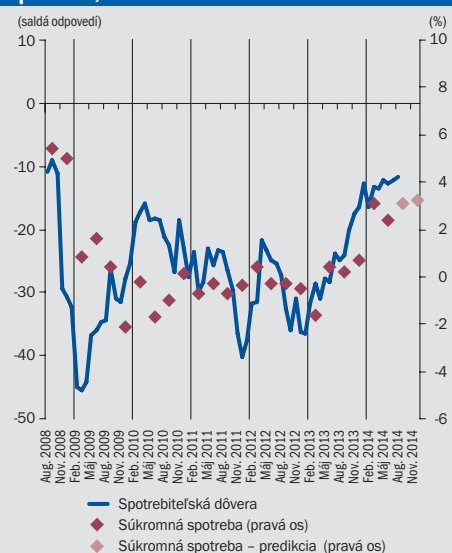
nebol export, ako tomu bolo v predchádzajúcich štvrťrokoch, ale domáci dopyt. V exportnej výkonnosti sa prejavil základný efekt veľmi pozitívneho 1. štvrťroka a pravdepodobne čiastočne aj geopolitické napätie, čo nebolo vidieť priamo cez bilaterálnu obchodnú výmenu medzi Slovenskom, Ruskom a Ukrajinou, keďže ich podiel na slovenskom vývoze je malý, ale nepriamo cez spomalenie exportu do iných regiónov.

Posledné mesačné údaje za júl naznačili oživujúci sa export, čo v aktuálnej neistej situácii v súvislosti s dopadmi vzájomných opatrení medzi Ruskou federáciou a EÚ môže znamenať len dočasnú a krátkodobú zlepšenie exportnej výkonnosti.

...TAK ZO STRANY SPOTREBY DOMÁCNOSTÍ,...

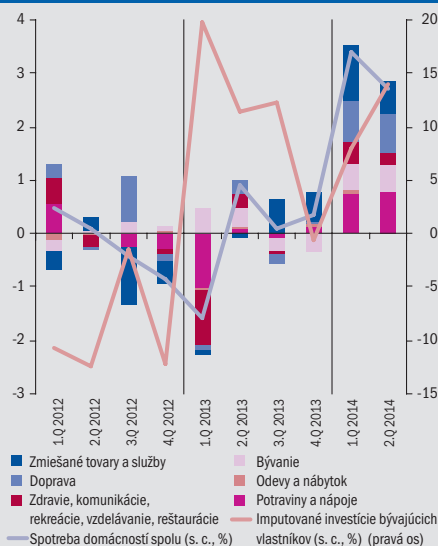
V rámci domáceho dopytu pokračoval rast spotrebiteľského dopytu. Konečná spotreba domácností v 2. štvrťroku vzrástla tretí štvrťrok za sebou, čo by mohlo naznačovať trvalejšiu obnovu súkromnej spotreby. Hlavný impulz pre súkromnú spotrebu predstavoval vysoký rast reálnych miezd a zvýšenie zamestnanosti. Podobne aj zlepšujúce sa nálady domácností podporovali rast spotrebiteľských výdavkov, najmä na tovary dlhodobej spotreby.

V rámci spotreby domácností rástli najmä výdavky na potraviny a dopravu. Výdavky na dopravu

Graf 3 Súkromná spotreba (medziročná zmena v %) a spotrebiteľská dôvera (saldá odpovedí)


Zdroj: ŠÚ SR a Európska komisia.

podporili domácnosti kúpou áut. To dokumentuje vývoj dovozov automobilov a registrácií nových áut, ktoré v 2. štvrťroku 2014 medziročne vzrástli o 10 %. V potravinách možno pozorovať orientáciu domácností na drahšie tovary (najmä z domácej produkcie).

Graf 4 Štruktúra rastu súkromnej spotreby (medziročný rast, príspevky v p. b.)


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: Imputované investície bývajúcich vlastníkov sú investície majiteľov bytov a domov, ktoré sú vykonávané svojpomocne.

...AKO AJ VO VEREJNOM SEKTORE...

V 1. polroku 2014 sa zrýchlil rast konečnej spotreby verejnej správy. Rýchlejšie sa vyvíjali najmä kompenzácie zamestnancom verejnej správy, kde sa nenaplnili predpoklady z predchádzajúcej predikcie o úsporných opatreniach, najmä v oblasti zamestnanosti, ktorá rástla predovšetkým v centrálnej vláde. Zároveň výraznejšie oproti očakávaniam rástli aj výdavky na medzispotrebu a naturálne sociálne dávky.

...PRI VÝRAZNOM RASTE INVESTÍCIÍ.

Investičný dopyt v 2. štvrťroku výrazne vzrástol a bol ťahaný najmä podnikmi a vládou. Podniky investovali do obnovy zariadení a do budov a stavieb. Zdroje pre investovanie pochádzali najmä z vlastných rezerv a čiastočne z úverov. Dlhodobé úvery v 2. štvrťroku mierne vzrástli a prispeli k tomu priaznivé podmienky financovania, keď banky zmiernili prísne úverové štandardy pri nízkych nominálnych úrokových sadzbách. Vysoký počet dokončených bytov sa prejavil v náraste investícií do budov, na druhej strane však zároveň pokles počtu začatých bytov môže indikovať pravdepodobné spomalenie investícií do budov v krátkom a strednom horizonte. Investície verejnej správy v 2. štvrť-

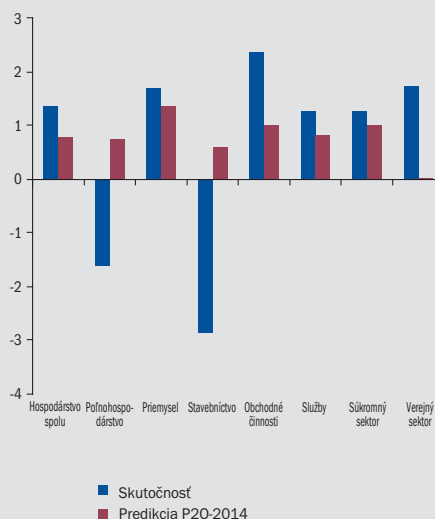
roku zrýchlili dynamiku, ich nárast bol primárne ťahaný rastom investícií v centrálnej vláde, kým v samospráve sa zatiaľ nenaplnil očakávaný efekt ich dynamickejšieho rastu v dôsledku konania komunálnych volieb v novembri 2014.

V súvislosti s poklesom exportu sa adekvátne znížili aj dovozy, a to aj napriek pomerne robustnému domácejmu dopytu. Pravdepodobne tak došlo k pokrytiu domáceho dopytu vysokými dovozmi z predchádzajúceho štvrťroka a rozpustením zásob.

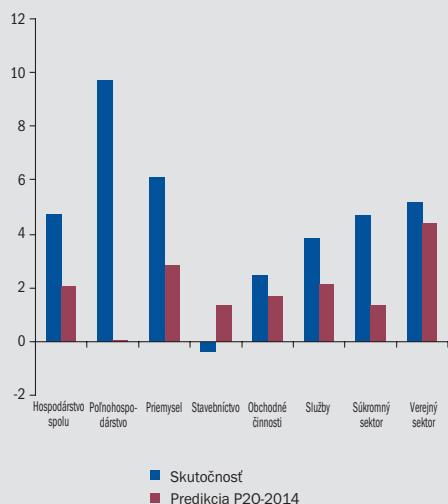
ROBUSTNÝ DOMÁCI DOPYT GENEROVAL NOVÉ PRACOVNÉ MIESTA.

Na trhu práce došlo k pozitívnemu vývoju, keď sa zvýšila zamestnanosť a pomerne rýchlo rástli aj mzdy. Rast zamestnanosti prekonal aj očakávanie z predchádzajúcej predikcie. Silný domáci dopyt vytvoril nové pracovné miesta najmä v službách a obchode. Takisto sa darilo zvýšiť zamestnanosť v priemysle. Vládou avizované šetrenie vo verejnej správe sa nerealizovalo a zamestnanosť na rozdiel od očakávanej stagnácie vzrástla. Priaznivý vývoj očakávajú firmy zatiaľ aj pre najbližšie obdobie. V súlade s rastom zamestnanosti došlo k poklesu miery nezamestnanosti na najnižšiu úroveň od 2. štvrťroka 2011.

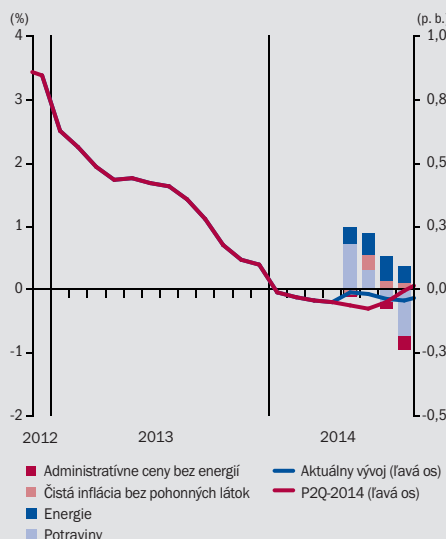
Pozitívne trendy na trhu práce boli zaznamenané aj pri mzdovom vývoji. V 2. štvrťroku 2014

Graf 5 Medziročná dynamika zamestnanosti (ESA) v 2. štvrťroku 2014 (%)


Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 6 Medziročná dynamika priemerných nominálnych miezd v 2. štvrtroku 2014 (%)


Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 7 Vývoj inflácie a porovnanie s predpokladmi (medziročné zmeny v %, príspevky v p. b.)


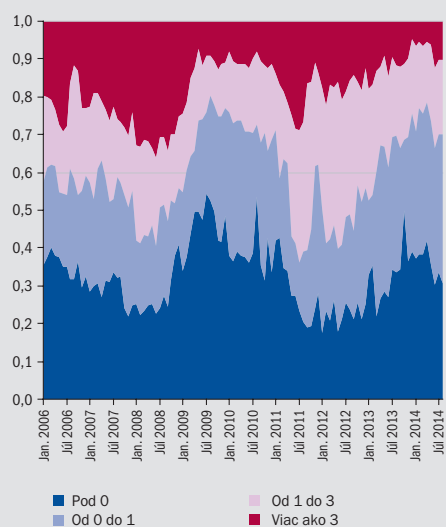
Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

pokračovali mzdy v dynamickom raste výrazne nad očakávaniami z predchádzajúcej predikcie. Mzdy výraznejšie vzrástli naprieč všetkými odvetvami s výnimkou stavebníctva, ktoré je ešte stále v kríze. Odhladiadnuc od poľnohospodárstva (malý podiel na pridanej hodnote) rástli najviac mzdy v priemysle. V náraste miezd v súkromnom sektore sa pravdepodobne prejavil naakumulovaný rast produktivity z predchádzajúceho obdobia, ktorý spolu so stagnáciou spotrebiteľských cien vytvoril priestor pre 4,3 % nárast nominálnych miezd za 1. polrok 2014. Výraznejší nárast miezd bol zaznamenaný aj vo verejnom sektore, kde rástli mzdy ešte rýchlejšie ako v súkromnom sektore.

STABILIZÁCIA INFLÁCIE NA MIERNE ZÁPORNEJ ÚROVNI.

Spotrebiteľské ceny merané HICP pokračovali v 2. štvrtroku v miernom medziročnom poklese na úrovni približne -0,1 %. Trajektória inflácie sa mierne odlišovala od očakávaní z predchádzajúcej predikcie, kedy sa predpokladal v 2. štvrtroku výraznejší pokles cien a následne rýchlejší návrat do kladných hodnôt. Rozdiel spočíval najmä v odhade vývoja cien potravín, ktoré výraznejšie poklesli až začiatkom 3. štvrtroka. Ceny energií vzrástli mierne rýchlejšie ako očakávaná, čo bolo spôsobené zvýšením cien pohonných látok. Ostatné položky sa odchyľovali od predpokladov len marginálne.

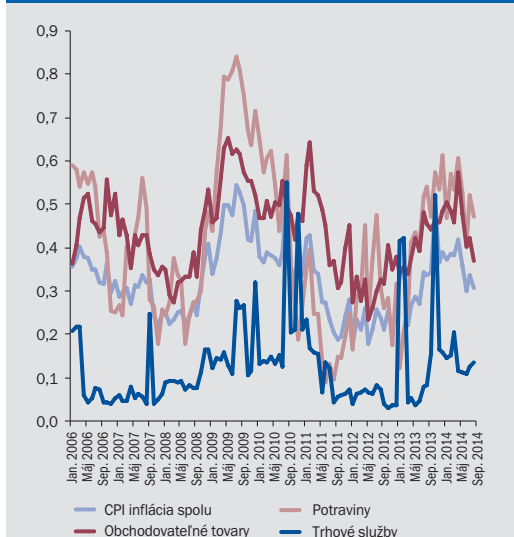
Bližší pohľad do štruktúry spotrebného koša a vývoj cien jeho jednotlivých položiek ukazuje, že začiatkom tohto roka došlo k nárastu váženého počtu položiek spotrebného koša CPI (bez položiek regulovaných cien) so zápornou polročnou dynamikou. Po kulminácii je postupne badateľná mierna korekcia nadol a zvýšenie počtu položiek

Graf 8 Vývoj podielov intervalov polročných zmien cien


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Klesajúce ceny pod 0 %, rastúce ceny od 0 do 1 % atď.

**Graf 9 Podiel položiek CPI inflácie
s medziročnou dynamikou pod 0 %**



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

s rastom cien. Toto by malo znamenať znižovanie rizika deflácie a postupné zvyšovanie inflácie, čo však môže byť ovplyvnené momentálne nejednoznačnými dopadmi vzájomných opatrení EÚ a Ruskej federácie.

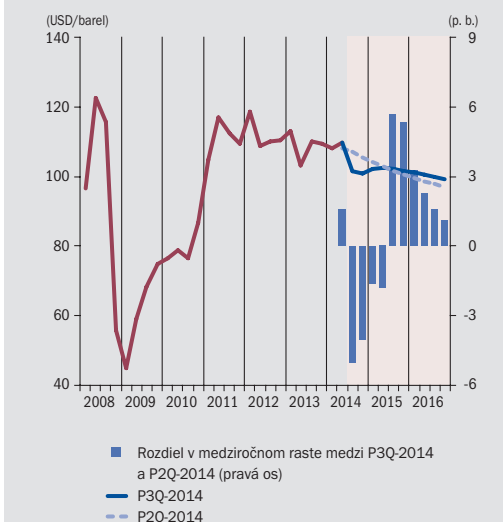
Najvyšší podiel váženého počtu položiek s dynamikou pod 0 percent je viditeľný najmä u cien potravín ovplyvnených aktuálne prepadnutými cenami zeleniny a ovocia vplyvom dobrej úrody. Významný podiel s klesajúcimi cenami je u cien obchodovateľných tovarov pod vplyvom nízkych importných cien.

3 TECHNICKÉ PREDPOKLADY¹

Od zverejnenia poslednej prognózy až do prvej polovice júla bol **výmenný kurz** eura voči americkému doláru relatívne stabilný a pohyboval sa okolo úrovne 1,36 USD/EUR. V ďalšom období však začal depreciačný trend výmenného kurzu a začiatkom septembra sa kurz dostal až k úrovni 1,31 USD/EUR. K ďalšej výraznejšej korekcii až na úroveň 1,29 USD/EUR došlo po septembrovom zasadnutí Rady guvernérov ECB. Aktuálna prognóza predpokladá v roku 2014 priemernú úroveň kurzu 1,34 USD/EUR² a v rokoch 2015 a 2016 úroveň 1,29 USD/EUR, to znamená, že by mal byť v porovnaní s predchádzajúcou strednodobou predikciou slabší o cca 3 % v roku 2014 a o cca 6 % v rokoch 2015 a 2016.

Od polovice mája až do začiatku septembra znamenala **cena ropy** Brent výraznejšie fluktuácie, keď sa jej cena pohybovala v pásme 99 – 115 USD/barel. Na začiatku uvedeného obdobia sa ropa obchodovala na úrovni cca 110 USD/barel a jej vývoj ovplyvňovalo predovšetkým pretrvávajúce napätie medzi Ruskom a Ukrajinou, nepriaznivá perspektíva dodávok z Líbye a pozitívne informácie z americkej ekonomiky. V druhej polovici júna však eskalácia násilí v Iraku spôsobila nárast ceny ropy až na 115 USD/

Graf 11 Cena ropy Brent v USD/barel

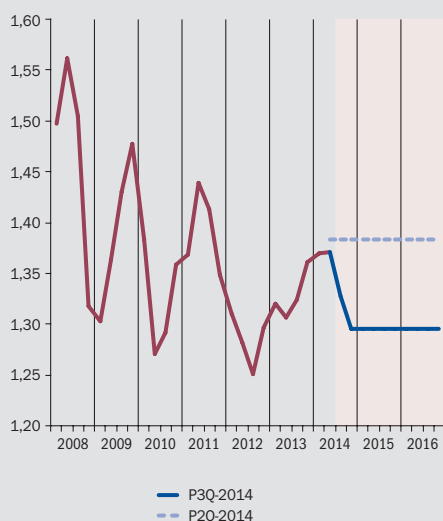


Zdroj: NBS a ECB.

barel. Následne cena ropy začala klesať v reakcii na zníženie obáv o bezpečnosť dodávok z Iraku a na obnovený export z Líbye a začiatkom septembra sa obchodovala na úrovni cca 100 USD/barel. Podľa aktuálnej prognózy by v roku 2014 mala cena ropy dosiahnuť 105,1 USD/barel, v roku 2015 by mala poklesnúť na 102,1 USD/barel a v roku 2016 na 100,2 USD/barel. V eurovom vyjadrení by mala cena ropy dosiahnuť 78,3 EUR/barel v roku 2014, v roku 2015 úroveň 78,9 EUR/barel a 77,4 EUR/barel v roku 2016. V porovnaní s predchádzajúcou prognózou je cena ropy v USD mierne nižšia v roku 2014, takmer rovnaká v roku 2015 a mierne vyššia v roku 2016. V dôsledku slabšieho výmenného kurzu je cena ropy v EUR vyššia, hlavne v rokoch 2015 a 2016.

Ceny neenergetických komodít od zverejnenia poslednej prognózy klesali, pričom výraznejšie na ne vplývali ceny potravinových komodít, ktoré sa znižovali v dôsledku pozitívnej globálnej úrody. Rovnako ceny kovov až do júna klesali v dôsledku previsu ponuky nad dopytom a očakávaného nižšieho dopytu zo strany Číny. Sprísené podmienky na strane ponuky však klesajúci trend cien kovov zastavili. Podľa aktuálnej prog-

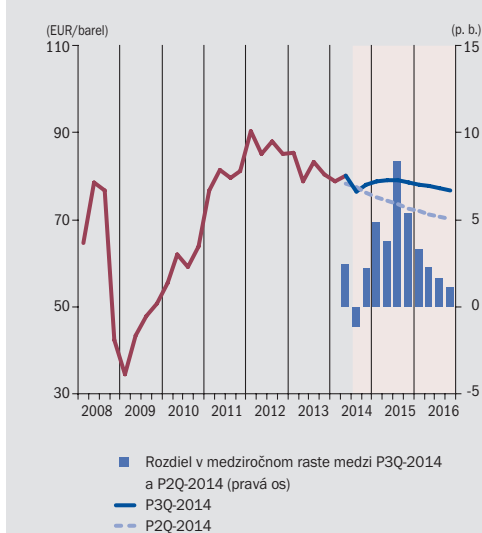
Graf 10 Výmenný kurz USD/EUR



Zdroj: NBS a ECB.

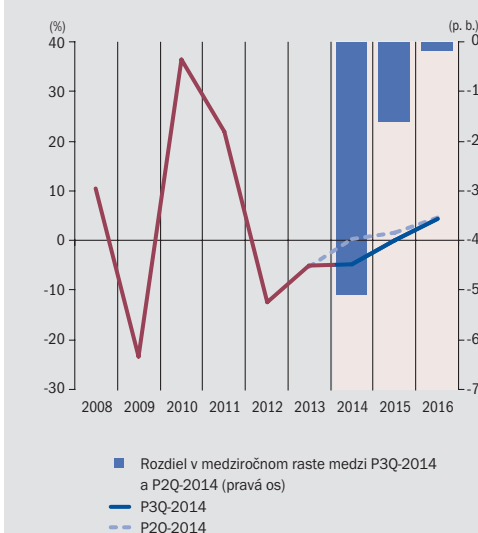
- 1 Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu“ zo septembra 2014 s dátumom uzávierky 13. augusta 2014. Výnimkou je výmenný kurz USD/EUR, ktorý bol v prognóze zafixovaný na úrovni z 5. 9. 2014, teda po septembrovom rozhodnutí Rady guvernérov ECB, ktoré sa prejavilo v oslabení kurzu. Rovnako boli aktualizované aj očakávané ceny ropy Brent.
- 2 Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz USD/EUR zostane od 5. 9. 2014 nezmenený na úrovni 1,29.

Graf 12 Cena ropy Brent v EUR/barel



Zdroj: NBS a ECB.

Graf 13 Ceny neenergetických surovín (medzioročná zmena v %)



Zdroj: NBS a ECB.

nózy by v roku 2014 mali ceny neenergetických komodít klesnúť o 4,8 %, v rokoch 2015 a 2016 by mali vzrásť o 0,1 %, resp. 4,4 %. V porovnaní s predchádzajúcou prognózou nedošlo k výraznejším zmenám.

Priemerná úroveň **krátkodobých úrokových sadzieb**³ (3-mesačný EURIBOR) by mala dosiahnuť 0,2 % v roku 2014, 0,2 % v roku 2015 a 0,3 % v roku 2016.

³ Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaníach trhu s dátumom uzávierky 13. augusta 2014. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.

4 PROGNOZA EXTERNÉHO PROSTREDIA⁴

Rast globálnej ekonomiky⁵ by sa mal zrýchliť z 3,1 % v roku 2013 na 3,4 % v roku 2014. V ďalších rokoch 2015 a 2016 by mal akcelerovať na 3,9 %, resp. 4,0 %. V prípade vyspelých krajín sú riziká ich dopadu na globálny ekonomický rast vyvážené, nakoľko uvedené krajiny realizovali politiky, ktoré v krátkodobom horizonte obmedzili riziká tlmiace ekonomickú aktivitu. Väčšina rizík sa tak koncentruje na rozvíjajúce krajiny, ktoré sú charakteristické externými a internými nerovnováhami a sú tak náchylné na prípadnú zmenu sentimentu na finančných trhoch, ako aj na externé šoky. Riziko pre globálnu ekonomiku predstavuje aj ekonomický vývoj v Číne založený na silnom úverovom raste. Navyše pretrvávajúce geopolitické napätie medzi Ukrajinou a Ruskom zvyšuje neistotu ohľadom výhľadu pre tento región a následne aj pre svetovú ekonomiku. V súčasnosti tak hlavne rozvíjajúce sa krajiny predstavujú riziko smerom nadol pre globálny ekonomický rast.

Rast HDP eurozóny by mal byť v roku 2014 mierny a v rokoch 2015 a 2016 predpokladá predikcia jeho mierne zrýchlenie. Oživenie hospodárskej aktivity podporí zvýšenie domáceho dopytu aj v dôsledku akomodačného nastavenia menovej politiky, neutrálneho nastavenia fiškálnej politiky po období výrazných reštrikcií, ako aj návrat k neutrálnym podmienkam v ponuke úverov. Zároveň by mala súkromná spotreba prosperovať z nárastu reálneho disponibilného príjmu vzhľadom na priaznivý vplyv nízkej inflácie cien komodít a rýchlejšieho rastu miezd. Súkromné investície na bývanie a ostatné investície by mal podporiť útlm náprav bilancií, ako aj efekt dobiehania investícií po rokoch útlmu. Hospodársku aktivitu v strednodobom horizonte podporí vo zvyšujúcej sa miere aj postupný rast zahraničného dopytu, ako aj nedávna deprecia efektívneho výmenného kurzu eura a predchádzajúci rast konkurencieschopnosti. Súčasne na oživenie ekonomiky bude nepriaznivo vplývať viacero faktorov. Výhľad súkromnej spotreby v niektorých krajinách negatívne ovplyvní vysoká miera nezamestnanosti, ktorá sa bude v horizonte prognózy znižovať len postupne. Zároveň prebytok produkčných kapacít v niektorých krajinách a možná obmedzená ponuka pracovných

síl v iných krajinách by mohli pokračovať v tlmení investičnej spotreby. V krátkodobom horizonte výhľad investícií a exportov nepriaznivo ovplyvňuje geopolitické napätie. V roku 2014 sa očakáva rast HDP o 0,9 %, v roku 2015 o 1,6 % a v roku 2016 by sa mala dynamika rastu hospodárstva eurozóny zvýšiť na 1,9 %⁶.

Inflácia v eurozóne sa naďalej pohybuje na nízkych úrovniach, keď v 2. štvrťroku dosiahla 0,6 %. V ďalších dvoch mesiacoch bol cenový vývoj tlmený ponukovými faktormi, keď v auguste inflácia dosiahla 0,4 %. Augustový vývoj odráža pokles cien energií, potravín, ako aj tlmený vývoj cien priemyselných tovarov bez energií a služieb. V horizonte prognózy by priemerná **inflácia v eurozóne** meraná HICP mala v 3. štvrťroku klesnúť na 0,4 % a následne v poslednom štvrťroku 2014 mierne vzrásť na 0,7 %. V roku 2014 by mala dosiahnuť 0,6 %, v roku 2015 úroveň 1,1 % a v roku 2016 by sa mala zrýchliť na 1,4 %⁷. Rast inflácie v horizonte prognózy by mala podporiť v kontexte mierneho oživovania zužujúca sa produkčná medzera, čo by malo viesť k rastu cien neenergetických komodít, ako aj cien dovozov v dôsledku slabšieho výmenného kurzu eura. Inflácia cien potravín by mala v 3. štvrťroku 2014 zostať blízko nuly, avšak mala by sa oživiť v nasledujúcich štvrťrokoch až do polovice roku 2015, kedy by mal vyprchať tlmiaci vplyv počasia na ceny nespracovaných potravín, ako aj tlmiaci bázičkový efekt. Následne by mali ceny potravín rásť, avšak výraznejšie a na konci horizontu prognózy dosiahnuť úroveň 2 %. HICP inflácia bez potravín a energií by mala v horizonte prognózy rásť z 0,9 % v roku 2014 na 1,2 % v roku 2015 a následne na 1,5 % v roku 2016, odrážajúc tak oživenie hospodárskej aktivity, zužujúcu sa produkčnú medzeru a rast miezd a ziskov. HICP inflácia bez cien potravín, energií a zmien nepriamych daní by mala v horizonte prognózy vzrásť z 0,8 % v roku 2014 na 1,2 % v roku 2015 a na 1,5 % v roku 2016.

V rámci domácich cenových tlakov v eurozóne by malo zlepšovanie podmienok na trhu práce viesť k miernemu zrýchleniu kompenzácií na zamestnanca z 1,6 % v roku 2014 na 1,8 % v roku

4 Predpoklady vývoja medzinárodnej ekonomiky vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu“ zo septembra 2014 a sú založené na údajoch dostupných k 21. augustu 2014.

5 Váhy HDP boli aktualizované na základe parity kúpnej sily, ktorá sa používa pri zostavovaní agregátnych hodnôt svetovej produkcie. Podrobnejšie informácie na www.ecb.int

6 Uvádzané hodnoty odhadu rastu HDP predstavujú stredy intervalov. V roku 2014 predpokladá prognóza ECB rast HDP v intervale 0,7 % až 1,1 %, v roku 2015 v intervale 0,6 % až 2,6 % a v roku 2016 v intervale 0,6 % až 3,2 %.

7 Uvádzané hodnoty odhadu HICP predstavujú stredy intervalov. V roku 2014 predpokladá prognóza ECB HICP medzi 0,5 % až 0,7 %, v roku 2015 medzi 0,5 % až 1,7 % a v roku 2016 medzi 0,7 % až 2,1 %.

2015 a na 2,2 % v roku 2016. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal zmierniť z 1,0 % v roku 2014 na 0,8 % v roku 2015 v dôsledku miernej dynamiky kompenzácií na zamestnanca kombinovanej s posilňujúcim sa rastom produktivity práce. Následne sa v roku 2016 rast jednotkových nákladov práce mierne oživí na 1,1 % v dôsledku zrýchlenia rastu kompenzácií na zamestnanca v prostredí stagujúceho rastu produktivity.

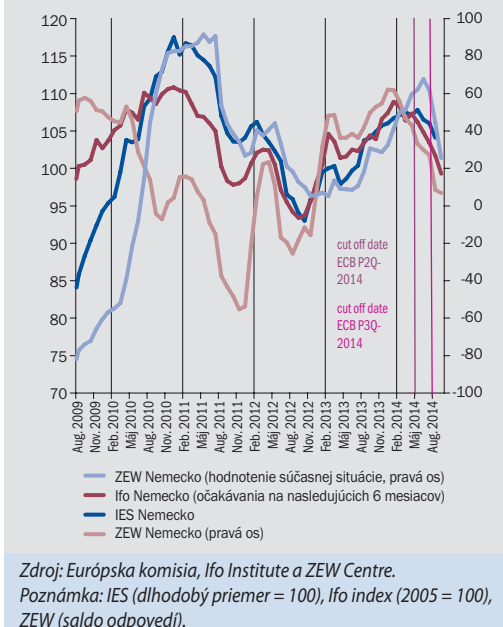
Ziskové marže (merané ako rozdiel medzi deflátorom HDP v cenách výrobných faktorov a rastom jednotkových nákladov práce) by mali po miernom znížení v roku 2014 v horizonte prognózy vzrásť, keď tento vývoj podporí cyklické oživenie ekonomiky.

Rastúca investičná aktivita vo vyspelých krajinách by mala pozitívne ovplyvniť postupné oživenie **globálneho obchodu**. Svoju úlohu však budú zohrávať aj štrukturálne faktory vrátane spomaľujúcej sa integrácie prostredníctvom globálnych ponukových reťazcov. Z uvedeného dôvodu sa predpokladá nižšia elasticita svetového obchodu na ekonomickej aktivite v porovnaní s hodnotami dosahovanými pred globálnou finančnou krízou. Naďalej sa však predpokladá akcelerácia svetového obchodu z 2,7 % v roku 2013 na 3,9 % v roku 2014, 5,3 % v roku 2015 až 5,8 % v roku 2016.

Rast **exportných trhov Slovenska** by mal v roku 2015 v porovnaní s rokom 2014 mierne spomaliť zo 4,3 % na 4,1 %, vplyvom horšieho aktuálneho vývoja a očakávaní pomalšieho rastu ekonomík slovenských obchodných partnerov. V roku 2016 by mal aj v dôsledku doznenia fiškálnej konsolidácie akcelerovať na 5,6 %.

Z doterajšieho vývoja a pretrvávajúceho napätia v ekonomicko-politických vzťahoch medzi Ruskom a Európou je zrejmé, že slovenská ekonomika nie je zatiaľ významne ovplyvňovaná cez priame ekonomické väzby s Ukrajinou a Ruskom. Naopak, kľúčovým sa javí byť nepriamy vplyv ekonomických sankcií s dopadom na ekonomiky hlavných obchodných partnerov SR. V aktuálnej predikcii

Graf 14 Predstihové indikátory Nemecka



bol v porovnaní s predchádzajúcou predikciou prehodnotený rast exportných trhov SR koncom tohto a začiatkom nasledujúceho roka smerom k nižším úrovňam, a to na základe najnovších údajov zohľadňujúcich stagnáciu ekonomickej aktivity v eurozóne v 2. štvrtroku 2014 a najmä zhoršovania dostupných predstihových indikátorov (ovplyvnených aj geopolitickým napätím).

Vzhľadom na pokračovanie zhoršovania ekonomického sentimentu (reflektujúceho neistotu spojenú s dopadom a vývojom vzťahov s Ruskou federáciou) najmä v Nemecku aj po dátume uzávierky technických predpokladov ECB pre P3Q-2014 bol zahraničný dopyt SR ešte dodatočne expertne znížený. Rast exportných trhov slovenskej ekonomiky by sa tak mohol spomaliť o -0,2 percentuálneho bodu v aktuálnom a o -0,6 percentuálneho bodu v budúcom roku. Takéto spomalenie zahraničného dopytu predstavuje utlmenie rastu ekonomiky SR približne o -0,1 percentuálneho bodu v roku 2014 a do -0,4 percentuálneho bodu v roku 2015.

5 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

5.1 EKONOMICKÝ RAST

DOČASNÉ SPOMALENIE EXPORTNEJ VÝKONNOSTI.

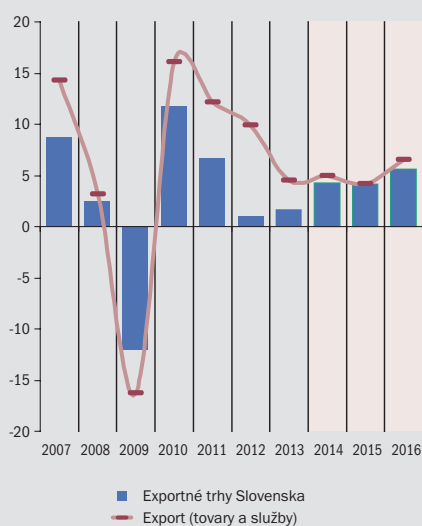
Aktuálne zhoršenie dostupných predstihových indikátorov eurozóny (ovplyvnených aj geopolitickým napätím) sa expertne premietlo do revízie zahraničného dopytu smerom nadol v najbližších štvrťrokoch, čo spomalí medziročnú dynamiku exportu najmä v roku 2015. Aj napriek oživeniu exportu z mesačných júlových údajov bolo toto prevážené údajmi o exportných očakávaniach, ktoré naznačujú obavy firiem v najbližšom období. Ku koncu strednodobého horizontu sa predpokladá odznenie geopolitického napätia, pozitívny vplyv posledných menovopolitických

opatrení ECB a teda opätovné zrýchlenie našej exportnej výkonnosti. Zároveň by sa mal obnoviť mierny predstih rastu našich exportov pred rastom zahraničného dopytu. Tým by slovenská ekonomika mala získavať tržové podiely na zahraničnom obchode.

OŽIVENIE INVESTÍCIÍ BY MALO POKRÁČOVAŤ, AVŠAK MIERNEJŠOU DYNAMIKOU.

Po pomerne výraznom oživení investičného dopytu v tomto roku, ktorý vychádzal zo zlepšovania nálad a z potreby po dlhšom čase obnoviť stroje a zariadenia, sa očakáva v nasledujúcom roku jeho mierne pribrzdzenie. Aktuálne indikátory z eurozóny naznačujú určitú korekciu a zhoršený sentiment môže ovplyvniť investičné rozhodnutia podnikov aj na Slovensku. Stavebníctvo zatiaľ nenaznačuje výraznejšie oživenie, napriek historicky najlepšej dostupnosti bývania (od roku 2006). V oblasti rezidenčných nehnuteľností dochádza k prepadu počtu začatých bytov a domov, čo negatívne ovplyvní investície v ďalšom období. Firmy sú naďalej opatrné pri rozširovaní výroby v dôsledku pozastavenia ekonomického oživenia v eurozóne. Takisto aktuálna geopolitická situácia by sa mala prejavovať v opätovnom oddaľovaní investícií. Na konci horizontu predikcie sa predpokladá v dôsledku zvýšenia ekonomickej aktivity a odznenia faktorov zhoršovania sentimentu v eurozóne mierne zrýchlenie investícií, ktoré by malo byť podporené uvoľnenou menovou politikou. V dôsledku očakávaného vývoja v čerpaní eurofondov sa predpokladá iba pomalý nábeh nového programového obdobia. To znamená, že aktuálny silný rast vládnych investícií bude postupne v prognózovanom horizonte slabnúť, pričom v roku 2016 sa očakáva ich medziročný pokles.

Graf 15 Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb (medziročná zmena v %, s. c.)

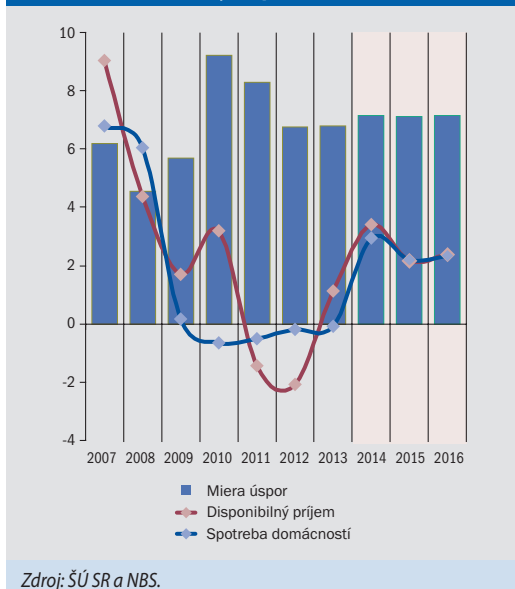


Zdroj: ŠÚ SR, ECB a výpočty NBS.

Tabuľka 1 Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu (medziročná zmena v %)

	2013	2014	2015	2016
Tvorba hrubého fixného kapitálu spolu	-4,3	5,2	3,4	3,6
– súkromný sektor	-3,3	5,0	3,2	4,2
– očistené o jednorazovú investíciu v automobilovom priemysle	-4,7	8,9	3,2	4,2
– verejný sektor	-14,0	7,6	5,0	-2,5

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 16 Vývoj príjmov, spotreby (medziročná zmena v %) a miery úspor domácností (%)


POKRAČOVANIE OŽIVENIA SÚKROMNEJ SPOTREBY.

V posledných troch štvrtrokoch došlo k obnoveniu spotrebiteľského dopytu. K tomuto vývoju výrazne prispel dostatok reálnych príjmov a zlepšenie nálad u spotrebiteľov. V roku 2014 totiž došlo k materializácii viacerých podporujúcich faktorov. V prvom rade to bolo zastavenie rastu cien a naakumulovaná produktivita práce z predchádzajúceho obdobia. Predpokladá sa, že oživenie spotreby by malo pokračovať v celom horizonte predikcie, hoci mierne pomalšie v porovnaní s rokom 2014. Dôvodom by mal byť postupný rast cien a stabilizácia vzťahu medzi vývojom nominálnych príjmov a produktivity práce. Miera úspor by mala zostať konštantná v celom horizonte predikcie.

VEREJNÉ VÝDAVKY ZNAMENAJÚ DOPYTOVÝ STIMUL PRE NAJBLIŽŠIE OBDOBIE.

Vplyvom aktuálneho vývoja došlo k zvýšeniu očakávaných výdavkov na konečnú spotrebu

verejnej správy. V rámci kompenzácií zamestnancom verejnej správy bol prehodnotený predpoklad o znižovaní počtu zamestnancov verejnej správy, pričom aktuálna predikcia predpokladá ich mierny nárast v rokoch 2014 až 2016. Kompenzácie na zamestnanca by mali pokračovať v dynamickom raste celý tento rok, po roku 2014 by následne mala dynamika ich rastu mierne spomaliť, avšak stále sa bude držať okolo úrovne 3 %. Vplyvom aktuálneho vývoja došlo k zvýšeniu aj naturálnych sociálnych transferov v celom horizonte prognózy. Pri výdavkoch na medzispotrebu sa nepredpokladá, že by si uchovali aktuálne dynamické tempo rastu aj v budúcom roku, pričom sa očakáva ich nárast iba na polovičnej úrovni roka 2014 (odhad vplyvu dlhovej brzdy). V roku 2016 by však výdavky na medzispotrebu mali opäť akcelerovať v dôsledku očakávaných výdavkov spojených s organizovaním predsedníctva EÚ.

DOVOZY V SÚLADE S VÝVOJOM EXPORTNEJ VÝKONNOSTI.

V tomto roku zaznamená dovoz rýchlejšiu dynamiku ako vývoz, čo bude spôsobené vyšším domácim dopytom. V ďalších rokoch sa očakáva rast dovozov v súlade s dovoznou náročnosťou ekonomiky. Dovozné a vývozné ceny by mali rásť podobným tempom, preto sa nepredpokladá ich efekt na zahraničný obchod. V nominálnom vyjadrení by mal mierne narastať prebytok na bežnom účte platobnej bilancie v horizonte predikcie.

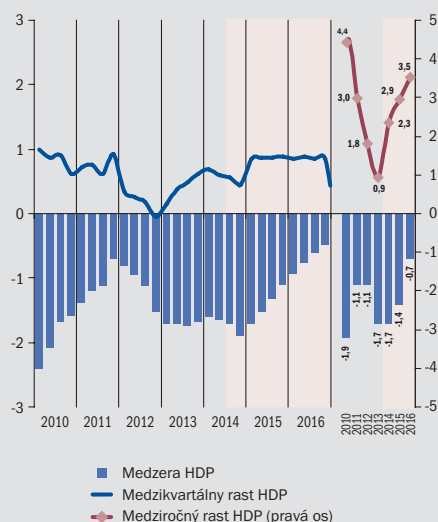
ZRÝCHLOVANIE RASTU EKONOMIKY V STREDNODOBOM HORIZONTE.

Po dlhom období, kedy našu ekonomiku ťahal najmä export, nastala v tomto roku zmena. Hlavným zdrojom rastu ekonomiky je domáci dopyt so všetkými tromi najdôležitejšími zložkami. Relatívne vysoké príspevky dosiahne ako investičný, tak aj spotrebný dopyt (súkromná aj verejná spotreba). **Rast HDP by mal dosiahnuť tento**

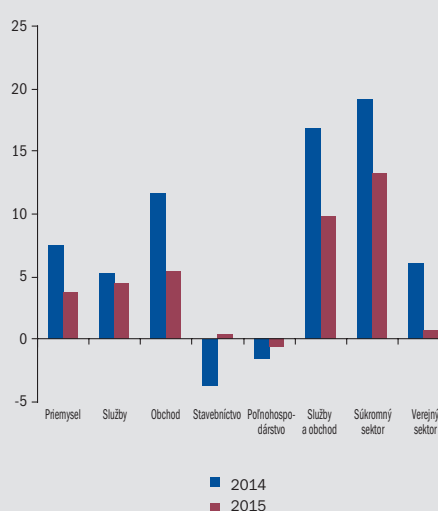
Tabuľka 2 Predikcia verejnej spotreby a verejných investícií (medziročná zmena v %)

	2013	2014	2015	2016
Konečná spotreba verejnej správy (s. c.)	1,4	4,1	1,4	1,2
Vládne investície (s. c.)	-14,0	7,6	5,0	-2,5
Príspevok vládnej spotreby a vládnych investícií k rastu HDP (p. b.)	-0,1	0,8	0,3	0,1

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 17 Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 18 Zamestnanosť podľa odvetví (zmena v tis. osôb)


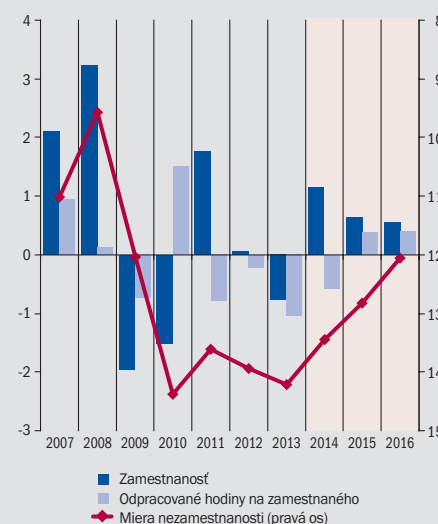
Zdroj: ŠÚ SR.

rok 2,3 %. Následne sa očakáva jeho postupné zrýchlenie na 2,9 % v roku 2015 a na 3,5 % v roku 2016. V horizonte predikcie by už mal byť motorom rastu export, avšak aj domáci dopyt by si mal zachovať prorastový vplyv. Produkčná medzera by sa mala mierne otvoriť v 2. polroku tohto roka v dôsledku prechodného spomalenia ekonomiky, avšak v strednodobom horizonte by sa mala uzatvárať.

5.2 TRH PRÁCE

ZLEPŠOVANIE NA TRHU PRÁCE POKRAČUJE.

Ekonomický rast založený viac na obnovenom domácom dopyte dokázal vygenerovať pomerne veľa nových pracovných miest. Zamestnanosť by sa tak mala zvýšiť až o 1,1 %. Výrazný rast nových pracovných miest z 1. polroka by sa však v 2. polroku nemal zopakovať, najmä vplyvom predpokladaného mierneho spomalenia rastu ekonomiky. Očakávania podnikov však zatiaľ zostávajú pomerne optimistické, takže zamestnanosť by mohla pokračovať v miernej raste. V horizonte predikcie sa predpokla-

Graf 19 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín (medziročná zmena v %) a miery nezamestnanosti (%)


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

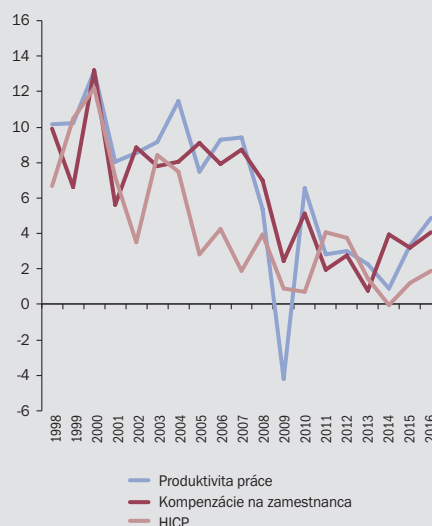
dá rast zamestnanosti v súlade s akceleráciou ekonomickej aktivity. Toto sa prejaví v poklese miery nezamestnanosti.

5.3 NÁKLADY PRÁCE A CENOVÝ VÝVOJ

VÝRAZNEJŠÍ RAST NÁKLADOV PRÁCE V TOMTO ROKU.

Jednotkové náklady práce by mali vzrásť v tomto roku o 2,7 %, čo bude najrýchlejší rast za posledných 5 rokov. Vysoký rast nákladov práce nebude vyplývať z poklesu produktivity práce, ako tomu bolo v krízovom roku 2009, ale naopak z rastu nominálnych kompenzácií. Tie v tomto roku výrazne predbehnú rast produktivity práce. V ďalších rokoch sa očakáva spomalenie jednotkových nákladov práce na približne 1 %, čo by po dlhšom období mohlo pri mierne vyššom raste cien v ekonomike začať vytvárať ziskové marže. Tým by sa mohol vytvoriť priestor pre rast investícií firiem.

Graf 20 Vývoj nominálnych veličín (medziročné zmeny v %)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Tabuľka 3 Jednotkové náklady práce (medziročný rast v %)

	2013	2014	2015	2016
Nominálne kompenzácie, ESA	0,8	4,0	3,2	4,1
Reálna produktivita	1,7	1,2	2,3	3,0
Jednotkové náklady práce	-0,9	2,7	0,9	1,1
Deflátor HDP	0,5	-0,3	1,0	1,8

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Tabuľka 4 Mzdy (medziročný rast v %)

	2013	2014	2015	2016
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita)	2,2	0,8	3,3	4,8
Celá ekonomika, nominálne	2,4	4,3	2,7	4,1
Celá ekonomika, reálne	1,0	4,3	1,4	2,1
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, nominálne	3,6	5,1	3,2	3,4
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, reálne	2,1	5,1	2,0	1,5
Súkromný sektor, nominálne	2,0	4,1	2,4	4,2
Súkromný sektor, reálne	0,6	4,1	1,2	2,3

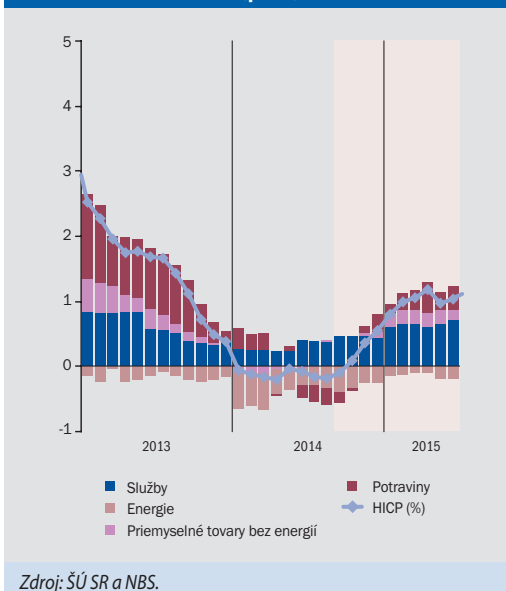
Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Deflované CPI. Rast nominálnych miezd vo verejnom sektore (ESA S.13) sa očakáva na úrovni 4,4 % v roku 2014, 2,7 % v roku 2015 a 3,3 % v roku 2016.

V TOMTO ROKU BY MALI CENY STAGNOVAŤ.

Medziročný pokles cien by mal pokračovať ešte aj v 3. štvrtroku 2014. Koncom roka sa už očakáva mierny rast cien, keď by mali mierne vzrásť ceny potravín a priemyselných tovarov bez energií. Tie by mali odzrkadľovať postupný nárast dovozných cien z technických predpokladov. V ďalších rokoch sa očakáva zrýchlenie inflácie vplyvom pokračujúceho rastu domáceho a zahraničného dopytu. Predpokladá sa zrýchlenie cien služieb a odznenie tlmiaceho efektu cien potravín, v súlade s technickými predpokladmi a rastom trhových očakávaní. Na základe technických predpokladov sa naďalej očakáva pokles cien energií v celom horizonte predikcie.

Graf 21 Očakávaná štruktúra medziročnej inflácie v roku 2014 (p. b.)



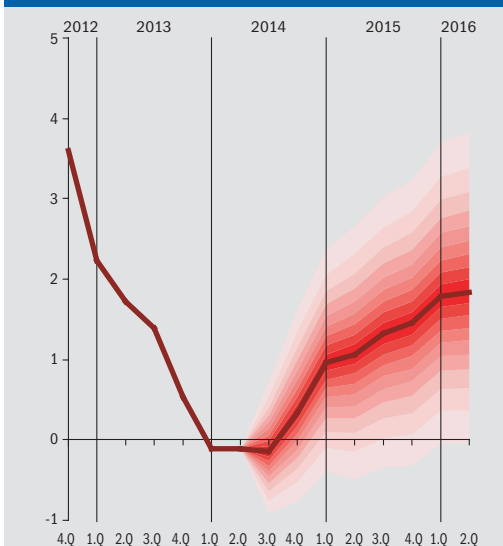
6 RIZIKÁ PROGNÓZY

Na základe dostupných informácií a vzhľadom na zakomponovanie expertného odhadu zníženia zahraničného dopytu vplyvom klesajúcich indikátorov sentimentu v eurozóne je riziko vo vývoji ekonomiky a cien vybilancované. Prípadná eskalácia geopolitického napätia však predstavuje riziko pre rast ekonomiky smerom nadol.

V tomto roku slabší zahraničný dopyt by mohol byť vykompenzovaný lepším domácim dopytom, najmä súkromnou spotrebou. V roku 2016 predstavuje riziko smerom nadol zahraničný dopyt. Naopak, ekonomiku by mohol nad rámec základného scenára podporiť rast verejných výdavkov a opätovné výraznejšie získavanie trhových podielov.

V inflácii predstavuje v rokoch 2015 a 2016 riziko smerom nahor vyššia úroveň ceny ropy, resp. slabší výmenný kurz eura. Naopak, veľmi dobrá úroda a zahraničná inflácia tlmia riziko rastu cien, pričom v roku 2016 by mal pôsobiť tlmiačo aj zahraničný dopyt.

Graf 22 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Tabuľka 5 Riziká predikcie

	2014	2015	2016
HDP	↓ Exportná výkonnosť (geopolitické riziká) ↑ Súkromná spotreba		↓ Zahraničný dopyt ↑ Exportná výkonnosť, verejná správa
Inflácia		↑ Ropa, výmenný kurz ↓ Potraviny (dobrá úroda), zahraničná inflácia	↑ Ropa ↓ Zahraničný dopyt

Zdroj: NBS.

Box 1

NOVÁ METODIKA ESA 2010

Špecifické riziko pre prognózu úrovne HDP, jeho štruktúru, tempá rastu jednotlivých komponentov, ako aj ich prognózovanie predstavujú metodické zmeny (ESA 2010). Výsledkom ich implementácie budú revidované národné účty, ktoré budú zverejnené Eurostatom 17. 10. 2014.

Európsky systém národných a regionálnych účtov ESA 2010 nahradí tak doteraz používaný ESA 95. Zmeny v metodike ESA 2010 povedú k prehĺbeniu a zlepšeniu celého systému národných účtov. Nová metodika reaguje na zvyšujúci sa podiel medzinárodných transakcií vykonaných nadnárodnými spoločnosťami,

keď sa cezhraničné transakcie uskutočňujú medzi materskými, dcérskymi spoločnosťami a pobočkami. Bude dôslednejšie uplatňovať princíp zmeny vlastníctva, výdavky na výskum a vývoj sa budú považovať za investície, mení sa prístup k zaznamenaniu vojenských výdavkov na zbrojné systémy, dochádza k zmenám v klasifikácii inštitucionálnych sektorov, nefinančných a finančných aktív, transakcií a ostatných tokov.

Dôjde aj k revízií údajov o tvorbe hrubého národného produktu (HDP) do minulosti podľa tejto uvedenej metodiky. Metodika ESA 2010

prinesie vyšší objem HDP, ale aj zmenenú štruktúru HDP z hľadiska produkčnej metódy (zmení sa produkcia aj medzispotreba), výdavkovej metódy (ovplyvní všetky výdavkové zložky, najviac objemy investícií), ako aj dôchodkovej metódy (zmení sa najmä prevádzkový prebytok a zmiešané dôchodky). Všetky tieto zmeny povedú k tomu, že objem vytvoreného HDP by sa mohol zrevidovať smerom nahor približne o 2 %. Narastie aj objem a podiel konečnej spotreby domácností a verejnej správy. Dôslednejšie uplatňovanie princípu zmeny vlastníctva spôsobí na druhej strane pokles objemu exportov, ako aj zmeny objemov importov.

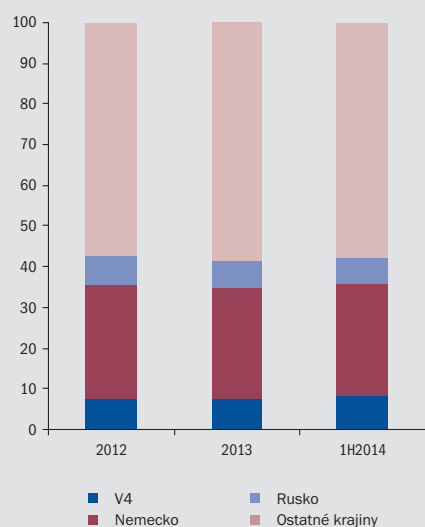
Box 2

RIZIKO NEGATÍVNEHO EFEKTU SANKCIÍ NA EKONOMIKU SR

Prípadný zákaz vývozu európskych automobilov a príslušenstva do Ruska by pre Slovensko znamenal priamy výpadok exportu v objeme vyše 270 mil. € štvrťročne, čo je 1,5 % zo slovenského ESA vývozu tovarov a služieb a 6 %

z vývozu vozidiel a súčiastok podľa štatistiky zahraničného obchodu. Pri 50 %-nej dovoznej náročnosti by sa saldo zahraničného obchodu z tohto dôvodu znížilo o 135 mil. €. Trojmesačný výpadok vývozu áut do Ruska by za predpokladu približne rovnakého rastu dovozných a vývozných cien áut a súčiastok (+0,4 medzikvartálne) znamenal pokles medzikvartálneho rastu HDP o 0,7 percentuálneho bodu.

Graf A Štruktúra vývozu automobilov a príslušenstva (%)



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Tabuľka A Priemerný mesačný objem vývozu áut a príslušenstva (mil. EUR)

	2012	2013	1. polrok 2014
Autá a príslušenstvo	1 223,6	1 334,0	1 369,6
z toho:			
AT	22,8	21,3	43,5
CZ	44,3	50,9	58,2
DE	344,8	362,2	374,4
HU	18,8	18,8	20,7
PL	28,3	30,1	34,1
RU	87,8	90,5	90,1
UA	5,2	6,9	1,5

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNOZOU

V rámci technických predpokladov došlo v roku 2015 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou k zníženiu zahraničného dopytu. Očakáva sa slabší výmenný kurz, čo sa premietne aj do vyšších cien ropy v eurovom vyjadrení. Zároveň sa predpokladá mierne nižšia zahraničná inflácia.

EKONOMICKÝ RAST BOL REVIDOVANÝ SMEROM NADOL, AVŠAK ZÁKLADNÉ TENDENCIE ZOSTÁVAJÚ ZACHOVANÉ.

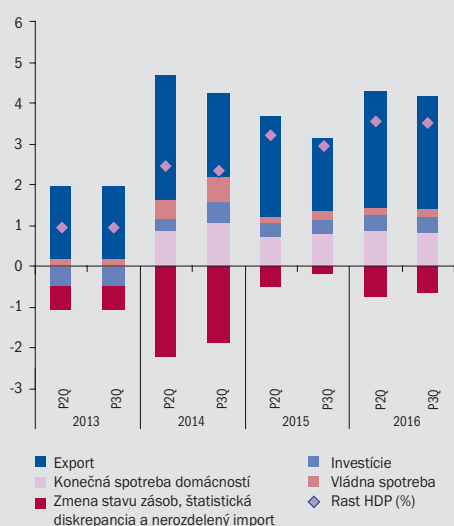
Dva protichodné faktory ovplyvnili revíziu výhľadu slovenskej ekonomiky v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, pričom horší zahraničný dopyt prevážil akcelerujúci domáci dopyt. Aktuálne zhoršenie dostupných predstihových indikátorov eurozóny (ovplyvnených aj geopolitickým napätím) sa expertne premietlo do revízie zahraničného dopytu smerom nadol v najbližších štvrtrokoch, čo spomalí medziročnú dynamiku exportu najmä v roku 2015 (dopad

zhoršenia zahraničného dopytu do HDP v horizonte predikcie by mal predstavovať približne -0,4 percentuálneho bodu). Ekonomika by mala rásť v roku 2014 pomalšie o 0,1 percentuálneho bodu a v roku 2015 o 0,3 percentuálneho bodu v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Pomalší rast exportnej výkonnosti sa prejaví v nižšej produktivite práce s následným dopadom aj do ceny práce. Národné účty poukázali na pokles exportu, ktorý bol následne zapracovaný do krátkodobej predikcie. Na strane druhej, tento negatívny vplyv na strane exportu bol čiastočne vykompenzovaný aktuálnymi lepšími údajmi z domácej časti ekonomiky.

ZAMESTNANOSŤ A MZDY BY SA MALI ZRÝCHLIŤ IBA V TOMTO ROKU.

Predikcia trhu práce reflektovala v tomto roku aktuálne lepšie ako očakávané údaje v 2. štvrtroku. V dôsledku toho sa pristúpilo k zvýšeniu rastu zamestnanosti o 0,5 percentuálneho bodu a k zrýchleniu miezd o 1,5 percentuálneho bodu. Zamestnanosť by sa mala vyvíjať rýchlejšie v porovnaní s pôvodnými odhadmi, najmä v odvetviach závislých od domáceho dopytu (obchod, služby). Mierne rýchlejšie v porovnaní

Graf 23 Porovnanie štruktúry rastu HDP¹⁾ (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)

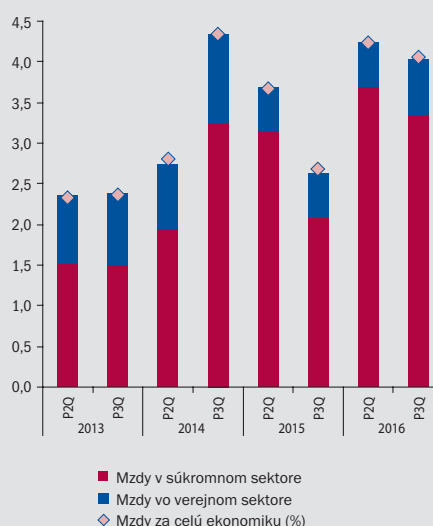


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: V položke „Zmena stavu zásob a štatistická diskrepancia“ je aj nerozdelený import, ktorý zostal po rozpočítaní dovoznej náročnosti.

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 60 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Graf 24 Porovnanie miezd (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR.

s predchádzajúcou predikciou by mal generovať nové pracovné miesta aj priemysel. Výrazné prehodnotenie nastalo vo verejnom sektore, kde došlo k podstatnému zvýšeniu zamestnanosti. V mzdách sa pristúpilo k prehodnoteniu miezd k vyšším rastom najmä v priemysle, obchode a službách.

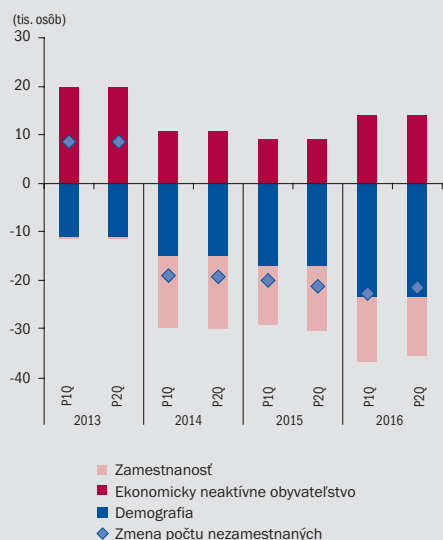
V strednodobom horizonte sa pohľad na trh práce výraznejšie nezmenil. Zamestnanosť zostala na rovnakej trajektórii. Mierne nižší rast miezd vyplýva najmä zo slabšieho zahraničného dopytu, ktorý sa cez nižšiu exportnú výkonnosť a pomalší rast produktivity práce prejaví v spomalení rastu miezd. Predikcia miery nezamestnanosti sa výraznejšie nezmenila, mierne lepší vývoj by mal byť vykompenzovaný horším výhľadom pre ekonomicky neaktívne obyvateľstvo. Príchod väčšieho počtu pôvodne neaktívnych osôb do ekonomickej aktivity spôsobil, že aj pri zlepšení

predikcie zamestnanosti miera nezamestnanosti sa výraznejšie nezmenila.

CENOVÝ VÝVOJ BOL V TOMTO A BUDÚCOM ROKU REVIDOVANÝ SMEROM NADOL.

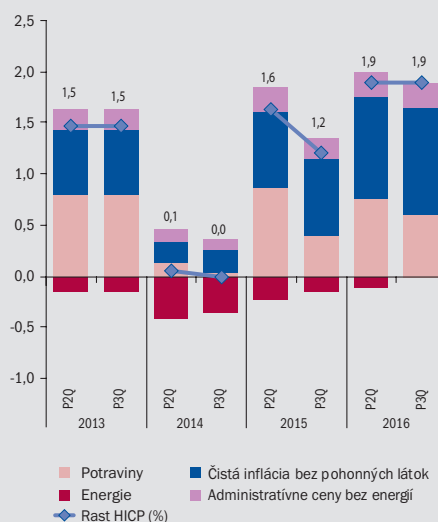
Aktuálny cenový vývoj v 3. štvrtroku a nižšie predpoklady cien agrokomodít spôsobili revíziu rastu cien pre roky 2014 a 2015. V roku 2014 sa očakáva v dôsledku nižších cien potravín nepatrne pomalšia inflácia. V roku 2015 by mal byť tlmiaci efekt výraznejší a celková inflácia by mala byť o 0,4 percentuálneho bodu nižšia ako v predchádzajúcej predikcii. Napriek rýchlejšie rastúcim cenám ropy v strednodobom horizonte sa neočakáva, že by ceny energií mohli vykompenzovať tlmiaci vplyv prehodnotenia vývoja cien potravín. V dôsledku vyšších cien ropy v eurách sa prehodnotil tlmiaci vplyv cien energií v horizonte predikcie.

Graf 25 Porovnanie ukazovateľov trhu práce (príspevky k nezamestnanosti)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 26 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

8 VPLYV MAKROEKONOMICKEJ PREDIKCIE P3Q-2014 NA VEREJNÉ FINANČIE

Zapracovaním aktuálneho výhľadu makroekonomického vývoja P3Q-2014 do predpokladov uvažovaných IFP v rámci septembrového 2014 zasadnutia Výboru pre daňové prognózy (a septembrového Výboru pre makroekonomické prognózy), by očakávané daňové a odvodové príjmy boli vyššie o 53 mil. € (0,1 % HDP) v roku 2014, 60 mil. € (0,1 % HDP) v roku 2015 a 87 mil. € (0,1 % HDP) v roku 2016. Priaznivejšie očakávania ohľadom plnenia daňových a odvodových príjmov v roku 2014 súvisia najmä s optimistickjším výhľadom vývoja mzdovej bázy a vývojom vládnej medzispotreby a investícií v tomto roku v porovnaní s predpokladmi IFP. Predpokla-

daná vyššia vládna spotreba a vládne investície v P3Q-2014 oproti predpokladom IFP sa premietli do vyšších očakávaných príjmov DPH aj v ďalších rokoch prognózy. Naopak, očakávaný nižší rast mzdovej bázy v P3Q-2014 v rokoch 2015 a 2016 sa odrazil v nižšom predpokladanom plnení dani z príjmu fyzických osôb a sociálnych a zdravotných odvodov oproti aktuálnym predpokladom IFP. Vplyvom nižšieho HDP v P3Q-2014 oproti očakávaniam schváleného rozpočtu na roky 2014 až 2016 by vytýčené rozpočtové ciele (stanovené v % HDP) boli dosiahnuté pri nižších úrovniach deficitu (vyššej konsolidácii).

Tabuľka 6 Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR (mil. EUR, ak nie je uvedené inak)

Rozdiel aktuálneho výhľadu plnenia daní pri makroekonomických predpokladoch P3Q-2014 oproti predpokladom IFP	2014	2015	2016
Daň z príjmov fyzických osôb	5	-2	-4
Daň z príjmov právnických osôb	0	6	5
Daň vyberaná zrážkou	4	-10	16
Daň z pridanej hodnoty	26	76	88
Spotrebné dane	0	1	-1
Sociálne a zdravotné poistenie	19	-11	-17
Spolu (vplyv daní a odvodov)	53	60	87
Spolu (vplyv daní a odvodov, % HDP)	0,1	0,1	0,1
Vplyv zmeny nominálneho HDP na cieľový deficit ¹⁾	-18	-35	-18
SPOLU (mil. EUR)	36	25	69
SPOLU (% HDP)	0,0	0,0	0,1

Zdroj: NBS – na základe výpočtov z kalkulačky IFP (zostavenej podľa predpokladov Výboru pre daňové prognózy – september 2014) odhadu vplyvu makroekonomického vývoja na saldo verejnej správy. HDP v metodike ESA 2010.

1) Zmena nominálneho deficitu v dôsledku zmeny HDP za predpokladu dodržania rozpočtového cieľa stanoveného v % HDP (- znamená nominálne zlepšenie deficitu, + znamená zhoršenie nominálneho deficitu).



Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P3Q-2014) základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P3Q-2014				Zmena oproti P2Q-2014		
		2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Cenový vývoj									
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	1,5	0,0	1,2	1,9	-0,1	-0,4	0,0	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	1,4	0,0	1,2	1,9	-0,1	-0,4	0,0	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	0,5	-0,3	1,0	1,8	-0,2	-0,4	-0,1	
Ekonomická aktivita									
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	0,9	2,3	2,9	3,5	-0,1	-0,3	0,0	
Konečná spotreba domácností	medziročný rast v %, s. c.	-0,1	3,0	2,2	2,4	0,5	0,2	-0,1	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	1,4	4,1	1,4	1,2	0,9	0,4	0,0	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	-4,3	5,2	3,4	3,6	2,3	-0,1	-0,1	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	4,5	5,0	4,2	6,5	-2,4	-1,5	-0,1	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	2,9	6,1	4,0	6,0	-2,2	-1,6	-0,2	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	9 528	9 373	9 898	10 845	-1 006	-1 256	-1 181	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-1,7	-1,7	-1,4	-0,7	-0,1	-0,4	-0,4	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	72 134	73 619	76 557	80 711	-517	-1 415	-1 873	
Trh práce									
Zamestnanosť	v tis. osôb, ESA 95	2 192	2 217	2 231	2 244	9,2	10,7	9,3	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 95	-0,8	1,1	0,6	0,6	0,5	0,0	0,0	
Počet nezamestnaných	v tis. osôb, VZPS ¹⁾	386	365	347	325	-2,1	0,2	1,3	
Miera nezamestnanosti	%	14,2	13,4	12,8	12,1	-0,1	0,0	0,0	
Medzera v nezamestnanosti ²⁾	p. b.	1,7	1,1	0,9	0,6	0,3	0,3	0,3	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	1,7	1,2	2,3	3,0	-0,6	-0,3	0,0	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	2,2	0,8	3,3	4,8	-1,3	-1,3	-0,4	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 95	0,8	4,0	3,2	4,1	1,0	-0,5	-0,2	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	2,4	4,3	2,7	4,1	1,5	-1,0	-0,2	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	1,0	4,3	1,4	2,1	2,1	-0,6	-0,2	
Domácnosti									
Disponibilný dôchodok	s. c.	1,1	3,4	2,2	2,4	1,3	0,3	0,0	
Miera úspor	% z disponibilného dôchodku	6,8	7,1	7,1	7,1	0,7	0,8	0,9	
Platobná bilancia									
Bilancia tovarov	% HDP	5,9	5,8	5,8	6,4	-1,2	-1,9	-2,0	
Bežný účet	% HDP	2,1	1,8	2,0	2,1	-1,2	-2,0	-2,1	
Externé prostredie a technické predpoklady									
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	1,7	4,3	4,1	5,6	0,4	-1,0	0,0	
Výmenný kurz USD/EUR ⁷⁾	úroveň	1,33	1,34	1,29	1,29	-2,8	-6,4	-6,4	
Cena ropy v USD	úroveň	108,8	105,1	102,1	100,2	-2,0	-0,1	2,01	
Cena ropy v USD	medziročný rast v %	-2,8	-3,5	-2,8	-1,9	-1,9	1,8	2,0	
Cena ropy v EUR	medziročný rast v %	-5,9	-4,4	0,6	-1,9	0,9	5,4	2,0	
Ceny neergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-5,0	-4,8	0,1	4,4	-5,1	-1,6	-0,2	
EURIBOR – 3M ⁸⁾	% p. a.	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,2	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	3,2	2,3	2,1	2,4	-0,5	-1,0	-1,1	

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 95

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 13. augusta 2014.

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele

http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2014/protected/P3Q-2014.xls