



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  
26. januára 2016.

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-2015</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>TECHNICKÉ PREDPOKLADY</b>	<b>5</b>
	<b>ZOZNAM BOXOV</b>	
	Box 1 Investícia spoločnosti Jaguar Land Rover na Slovensku	<b>7</b>
	<b>ZOZNAM GRAFOV</b>	
	Graf 1 Štruktúra rastu HDP	<b>5</b>
	Graf 2 Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	<b>6</b>
	Graf 3 Porovnanie štruktúry cenového vývoja	<b>7</b>
	<b>ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH</b>	
	Graf A Odhad dynamiky rastu HDP s JLR	<b>8</b>
	<b>ZOZNAM TABULIEK</b>	
	Tab. 1 Aktualizácia strednodobej predikcie P4QA-2015 základných makroekonomických ukazovateľov	<b>9</b>
	<b>ZOZNAM TABULIEK V BOXOCH</b>	
	Tab. A Vplyv JLR na ekonomiku – modelová simulácia dopadu na dynamiku	<b>8</b>



# 1 AKTUALIZÁCIA STREDNODOBEJ PREDIKCIE P4Q-2015<sup>1</sup>

Aktualizácia decembrovej predikcie vychádza zo spresnených údajov o štruktúre rastu ekonomiky v 3. štvr roku 2015 a novších údajov o výraznejšom erpaní EÚ fondov v roku 2015.

alej sa zoh adnili aktuálne mesa né ukazovatele z reálnej ekonomiky vo 4. štvr roku 2015 a vývoj predstihových indikátorov<sup>2</sup> nazna ujúce smerovanie ekonomiky v krátkodobom horizonte.

V rámci technických predpokladov došlo k najvýznamnejšej revízii v porovnaní s predchádzajúcou predikciou pri **cenách ropy**. Vplyvom pozitívneho ponukového šoku by malo dôjs k zlepšeniu dopytu po slovenských exportoch, avšak tento vývoj je vykompenzovaný negatívnejším výh adom ínskej ekonomiky. **Zahrani - ný dopyt sa tak v porovnaní s decembrovou predikciou nezmenil.**

Aktuálny vývoj nazna il, že v roku 2015 došlo k mimoriadne vysokému rastu investí ného dopytu, ktorý vychádzal z rýchleho do erpávania EÚ fondov. Tento pozitívny efekt je jedno-razového charakteru a ovplyvnil odhad rastu ekonomiky za minulý rok. V dôsledku toho bol rast HDP revidovaný mierne nahor. V aktuálnom roku by mal pokles využívania EÚ fondov na štandardnú úroveň naopak pôsobi tlmíaco na rast HDP, avšak za íatok výstavby novej automobilky a vyššia súkromná spotreba v aka nižšej in ácii to vykompenzuje. **V roku 2016 by**

**mala ekonomika vzrás o 3,2 % a v roku 2017 o 3,3 %.** V obidvoch rokoch by mal by rast ekonomiky nepatrne rýchlejší ako v decembrovej predikcii.

V aktuálnom pozitívnom vývoji na trhu práce v poslednom štvr roku 2015 sa premietol okrem fundamentov aj do asný faktor, a to do erpávania EÚ fondov. Zamestnanos tak rástla pomerne rýchlo a predpokladá sa, že v roku 2016 spomalí na 1,4 % a v roku 2017 na 1,0 %. Predikcia zamestnanosti sa prehodnotila mierne smerom nahor vplyvom zlepšenia domáceho dopytu, rastu zamestnanosti vo verejnom sektore ako aj v súvislosti s príchodom novej automobilky. Mzdový vývoj zostáva nezmenený, avšak v reálnom vyjadrení by mali domácnostiam príjmy vzrás .

K výraznejšej zmene došlo v predikcii in ácie na rok 2016. Nižšie ceny ropy by sa mali premietnu do cien pohonných látok. Rovnako aktuálne pomalší vývoj cien potravín sa premietol do revízie predikcie in ácie smerom nadol ešte pre tento rok. In ácia by tak mala dosiahnu v tom roku 0,4 % a v roku 2017 by sa mala za predpokladu rastúcich cien komodít a obnoveného domáceho dopytu zrýchli na 1,8 %.

V odhadoch škálneho de citu nedošlo k výrazným zmenám, keď lepší vývoj dani z príjmov bol kompenzovaný vyššími kapitálovými výdavkami.

1 Aktualizácia strednodobej predikcie P4Q-2015 je alej v texte ozna ená skratkou P4QA-2015. Potreba aktualizácie decembrovej strednodobej predikcie vychádza z dôvodu pôsobenia NBS vo Výbore pre makroekonomické prognózy, ktorý na základe Ústavného zákona o rozpo tovej zodpovednosti je povinný vypracova makroekonomickú a da ovú prognózu do 15. februára. Aktualizácia decembrovej strednodobej prognózy sa pripravuje od roku 2013.

2 Predikcia je založená na údajoch dostupných k 8. januáru 2016.

## 2 TECHNICKÉ PREDPOKLADY<sup>3</sup>

V rámci P4QA-2015 boli zapracované technické predpoklady, ktoré vychádzajú tak zo zverejnenia externých údajov (ceny ropy a úroveň výmenného kurzu), ako aj z expertných odhadov pracovníkov NBS (vývoj zahraničného dopytu a regulovaných cien).

**Výmenný kurz<sup>4</sup>** eura voči americkému doláru zaznamenával od uzávierky poslednej prognózy depreciačný trend, následne však došlo k jeho korekcii. V dôsledku toho sa v horizonte prognózy predpokladá priemerná úroveň kurzu **1,09 USD/EUR**, čo je takmer totožná hodnota v porovnaní s decembrovou strednodobou predikciou P4Q-2015 (okávaný kurz je iba o 0,1 % silnejší).

Voči predpokladom decembrovej predikcie došlo k výraznejšiemu poklesu **cien ropy** hlavne v dôsledku pretrvávajúceho previsu ponuky nad dopytom, ako aj kvôli spomaľujúcemu ekonomickému rastu. V roku 2016 predpokladá aktualizácia predikcie na základe vývoja cien futures cenu ropy Brent na úrovni v priemere 37,2 USD/barel (so spotovou cenou na úrovni približne **33,5 USD/barel** ku dňu uzávierky) a v roku 2017 na úrovni 44,2 USD/barel. Okávaná cena ropy v USD je tak v roku 2016 nižšia o 29 % a v roku 2017 o 23 %. Relatívne zmeny v cene ropy v EUR v porovnaní s predchádzajúcou predikciou sú v dôsledku okávanej úrovne výmenného kurzu takmer zhodné so zmenami v USD.

### PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA

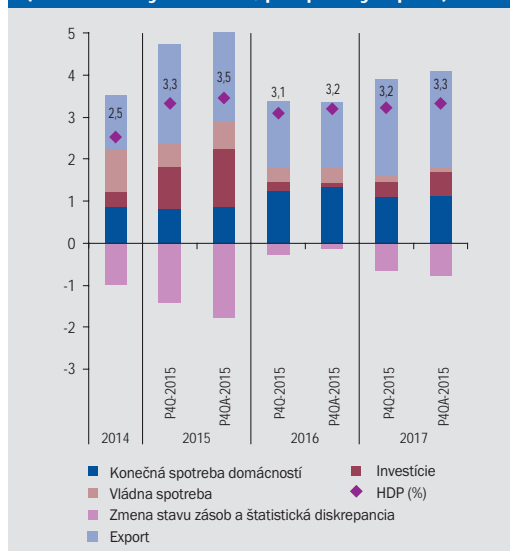
Aktuálne predstihové indikátory zaznamenali v novembri a decembri mierne zlepšenie a naznačujú v najbližších štyroch rokoch pokračovanie ekonomického rastu eurozóny v súlade s predpokladmi predchádzajúcej predikcie. Výraznejší pokles v okávaných cenách ropy v USD v porovnaní s predchádzajúcou prognózou by v horizonte prognózy mohol pôsobiť cez príjmový kanál na rýchlejší rast **exportných trhov Slovenska**. Na druhej strane však dopyt po slovenských exportoch môže tlmíť zvyšujúce sa riziko pomalšieho hospodárskeho rastu a jeho prípadný dopad na ďalšie rozvíjajúce sa ekonomiky. Takis-

to sú asná cena ropy môže znižovať investície do produkcie energií v USA. To môže nepriamo cez našich obchodných partnerov tlmíť rast zahraničných trhov Slovenska. V dôsledku kompenzácie vplyvu týchto faktorov sú tak predpoklady rastu exportných trhov SR nezmenené, tzn. 4,0 % v roku 2016 a 4,8 % v roku 2017.

### MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

Aktualizácia decembrovej predikcie vychádza zo spresnených údajov o štruktúre rastu ekonomiky v 3. štvrti roku 2015 a novších údajov o operatívnej EÚ fondov v roku 2015. Z technických predpokladov bola predikcia najvýraznejšie ovplyvnená predovšetkým poklesom cien ropy. Do aktualizácie predikcie sa tiež zakomponoval príchod novej automobilky s odhadovaným dopadom 0,3 percentuálneho bodu do ekonomiky SR v horizonte predikcie<sup>5</sup>. **Aktuálna predikcia tak predpokladá rast ekonomiky na úrovni 3,5 % v roku 2015, 3,2 % v roku 2016 a 3,3 % v roku 2017**, vyššie o 0,2 percentuálneho bodu v roku 2015 a o 0,1 percentuálneho bodu v rokoch 2016 aj 2017.

Graf 1 Štruktúra rastu HDP (medziroční 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 nárokov.

3 Technické predpoklady P4QA-2015, ako aj predpoklady vývoja zahraničného dopytu, sú založené na údajoch dostupných k 8. januáru 2016.

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

5 Blížšie informácie v boxe 1.

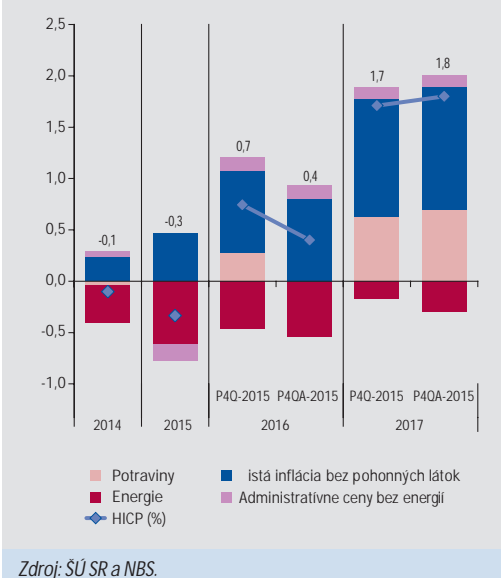


chodom novej automobilky. Miera nezamestnanosti by tak mala klesať mierne rýchlejšie ako v predchádzajúcej predikcii. V mzdovom vývoji nedošlo k zmenám. V reálnom vyjadrení by mzdy mali byť mierne vyššie v roku 2016, nakoľko sa predpokladá nižšia inflácia.

Okrem zakomponovania príchodu novej automobilky došlo v aktualizácii predikcie k najväčšej zmene v cenovom vývoji. Pomalší rast cien o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2016 vyplýva z ďalšieho poklesu cien ropy, ktorý sa prejaví v znížení cien pohonných látok a iasto ne odzrkadľuje aj pomalší ako predpokladaný vývoj cien v decembri 2015 (najmä potravín). Zároveň bol do predikcie zakomponovaný výraznejší prenos zníženia DPH na vybrané potraviny<sup>6</sup>. Efekt nízkych cien energetických komodít by sa mal prejavovať do cien aj v roku 2017, keď by mali regulované ceny energií poklesnúť ešte výraznejšie ako v predchádzajúcej predikcii. Celková inflácia by sa však nemala výraznejšie zmeniť v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, keďže pokles cien energií by mal byť eliminovaný rastom cien ostatných zložiek inflácie vplyvom rastu dovezenej inflácie a rastu spotrebiteľského dopytu.

Riziká pre HDP sú z hľadiska vonkajších faktorov vybilancované (pozitívny príjmový efekt z nižšej ceny ropy by mal byť vykompenzovaný rizikom

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



horšieho ekonomického vývoja rozvíjajúcich sa ekonomík). Z domácich faktorov je v roku 2015 prarastové riziko vyšších investícií financovaných z eurofondov. Vplyvom bazického efektu by potom výraznejší prepad verejných investícií predstavoval riziko smerom nadol v roku 2016. V inflácii sú i boli riziká smerom nadol vplyvom pokračujúceho poklesu cien ropy.

### Box 1

#### INVESTÍCIA SPOLOČNOSTI JAGUAR LAND ROVER NA SLOVENSKU

Spoločnosť Jaguar Land Rover potvrdila svoj zámer vybudovať novú automobilku na Slovensku v horizonte 5 rokov (2016 - 2020) a preinvestovať 1,4 mld. €. Zo spresnenia predpokladov investície JLR vyplýva, že do roku 2020 by mali vyrobiť 150 tisíc áut ročne (pôvodný odhad bol 300 tisíc), pričom v nasledujúcich rokoch je možné ďalšie rozšírenie produkcie. Podľa makroekonomického modelu NBS by táto investícia, na základe spresnených predpokladov, mohla zrýchliť rast HDP kumulatívne o 1,8 percentuálneho bodu a vytvoriť celkovo do cca 9 tisíc nových pracovných miest ku koncu horizontu.

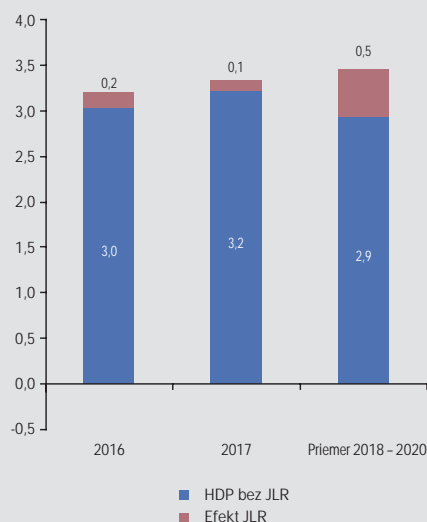
V modelovom odhade je zahrnutý impulz vo forme priameho vplyvu výstavby a výroby automobilky a dodatočne nepriamo generovaná, ako aj indukovaná produkcia. Výroba áut na seba viaže dodávateľov autopríslušenstva a násobí dopyt v samotnom automobilovom priemysle. Ten vytvára spomedzi všetkých odvetví najvýznamnejší dopyt po dodávkach iných odvetví, a teda nepriamo generuje produkciu najmä výroby kovov, elektroniky, gumy a plastov, textilíí, energií, dopravných a obchodných služieb. Zvýšená produkcia naprieč celou ekonomikou prináša aj dodatočne zarobené mzdy, vďaka ktorým rastie dopyt po

<sup>6</sup> P4Q-2015 predpokladala prenos z príspevkov do inflácie -0,12 percentuálneho bodu, zatiaľ čo aktualizácia -0,17 percentuálneho bodu.

spotrebných tovaroch a službách, z dvoch tretín produkovaných doma. Dodatočné mzdy sú zdrojom indukovanej produkcie.

Pri odhade priameho vplyvu na HDP a zamestnanosť predpokladáme etapovitú realizáciu investície, v roku 2016 koncentrovanú na stavebné investície s podporným vplyvom na domáce stavebníctvo. Obdobie rokov 2017 - 2018 považujeme za ažiskovú investičnú etapu s prelínaním stavebných a dovezených strojových investícií a know-how. To zvýši nároky na dovozy, síce v momente dovozu bez vplyvu na HDP, avšak v strednodobom horizonte s vplyvom na rast produktivity. Nábeh produkcie prvého modelu auta bol na asovaný na základe dostupných informácií na september 2018 a druhého modelu na jún 2019. Priamo v automobilke má byť zamestnaných 2 800 zamestnancov ku koncu horizontu. Príchod novej automobilky bol zakomponovaný do rastu potenciálneho produktu a rovnako priamo a aj iasto ne nepriamo by vytvorené nové pracovné miesta mali mať dopad do potenciálnej zamestnanosti.

**Graf A Odhad dynamiky rastu HDP s JLR (%)**



Zdroj: Výpočty NBS.

**Tabuľka A Vplyv JLR na ekonomiku – modelová simulácia dopadu na dynamiku (p. b.)**

	2016	2017	2018	2019	2020	Kumulatívne
HICP	0,00	0,02	0,04	0,04	0,05	0,15
Spotreba domácností	0,01	0,07	0,11	0,17	0,16	0,50
Investície	1,27	1,71	0,46	-1,40	-0,49	1,54
Export	0,01	-0,01	0,97	2,79	0,79	4,54
Import	0,14	0,32	0,98	1,88	0,35	3,68
HDP	0,17	0,11	0,19	0,84	0,53	1,84
Zamestnanosť	0,01	0,04	0,08	0,15	0,10	0,39
Zamestnanosť (v tis. osobách)	0,19	1,01	1,98	3,62	2,29	9,09

Zdroj: Výpočty NBS.

Poznámka: Kumulatívny dopad nie je súčtom ročných dopadov v dôsledku zaokrúhľovania v jednotlivých rokoch.





Tabu ka 1 Aktualizácia strednodobej predikcie P4QA-2015 základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skuto nos				Zmena oproti P4Q-2015		
		2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Cenový vývoj</b>								
Index meraná HICP	medziro ný rast v %	-0,1	-0,3	0,4	1,8	0,0	-0,3	0,1
Index meraná CPI	medziro ný rast v %	-0,1	-0,3	0,4	1,9	0,0	-0,3	0,1
Deflátor HDP	medziro ný rast v %	-0,2	-0,3	0,9	2,2	-0,1	-0,4	-0,1
<b>Ekonomická aktivita</b>								
Hrubý domáci produkt	medziro ný rast v %, s. c.	2,5	3,5	3,2	3,3	0,2	0,1	0,1
Konečná spotreba domácností	medziro ný rast v %, s. c.	2,3	2,3	3,6	3,0	0,1	0,3	0,1
Konečná spotreba verejnej správy	medziro ný rast v %, s. c.	5,9	3,7	2,0	0,9	0,4	0,2	0,0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziro ný rast v %, s. c.	3,5	12,9	0,8	4,9	3,6	-1,4	1,7
Vývoz tovarov a služieb	medziro ný rast v %, s. c.	3,6	6,7	4,2	6,1	0,0	-0,1	0,0
Dovoz tovarov a služieb	medziro ný rast v %, s. c.	4,3	8,2	3,7	6,0	0,1	-0,4	0,3
istý vývoz	mil. EUR v s. c.	4 733	4 070	4 583	4 974	-41	174	-30
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-1,7	-0,9	-0,8	-0,5	0,1	0,0	0,0
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	75 560	77 964	81 154	85 720	84	-171	-119
<b>Trh práce</b>								
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 223	2 267	2 299	2 322	0,4	2,9	6,6
Zamestnanosť	medziro ný rast v %, ESA 2010	1,4	2,0	1,4	1,0	0,0	0,1	0,1
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS <sup>1)</sup>	359	315	280	253	-0,4	-2,9	-6,7
Miera nezamestnanosti	%	13,2	11,5	10,2	9,3	0,0	-0,2	-0,2
Medzera v nezamestnanosti <sup>2)</sup>	p. b.	2,1	1,3	0,7	0,2	0,1	0,1	0,0
Produktivita práce <sup>3)</sup>	medziro ný rast v %	1,1	1,5	1,8	2,3	0,2	0,0	0,0
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) <sup>4)</sup>	medziro ný rast v %	1,0	1,0	2,6	4,5	0,3	-0,4	-0,1
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziro ný rast v %, ESA 2010	1,8	2,0	3,6	3,9	-0,1	-0,1	0,1
Nominálne mzdy <sup>5)</sup>	medziro ný rast v %	4,1	2,7	3,6	3,9	0,0	0,0	0,1
Reálne mzdy <sup>6)</sup>	medziro ný rast v %	4,2	3,0	3,3	2,1	0,0	0,4	0,1
<b>Domácnosti</b>								
Disponibilný dôchodok	s. c.	3,2	2,6	3,7	3,0	0,1	-0,1	0,1
Miera úspor	% z disponibilného dôchodku	8,0	8,4	8,5	8,5	-0,5	-0,9	-0,8
<b>Sektor verejnej správy (S.13)</b>								
Saldo verejných financií <sup>7)</sup>	% HDP	-2,8	-2,8	-2,5	-1,7	0,0	0,0	0,1
Hrubý dlh	% HDP	53,5	52,5	52,5	52,3	-0,2	0,0	-0,1
Celkové príjmy	% HDP	38,9	41,4	39,4	38,7	0,5	0,1	0,2
Celkové výdavky	% HDP	41,6	44,1	41,9	40,4	0,5	0,1	0,0
<b>Platobná bilancia</b>								
Bilancia tovarov	% HDP	3,8	2,3	2,6	2,4	0,0	0,7	0,5
Bežný účet	% HDP	0,1	-0,5	-1,4	-1,4	0,2	0,5	0,2



Tabu ka 1 Aktualizácia strednodobej predikcie P4QA-2015 základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P4Q-2015 akt.				Zmena oproti P4Q-2015		
		2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	
Externé prostredie a technické predpoklady									
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročné rast v %	4,6	2,9	4,0	4,8	0,0	0,0	0,0	
Výmenný kurz USD/EUR <sup>8)</sup>	úroveň	1,33	1,11	1,09	1,09	-0,1	0,1	0,1	
Cena ropy v USD <sup>8)</sup>	úroveň	98,9	52,9	37,2	44,2	-1,6	-28,8	-23,2	
Cena ropy v USD	medziročné rast v %	-9,1	-46,6	-29,7	18,7	-0,9	-26,8	8,6	
Cena ropy v EUR	medziročné rast v %	-9,2	-36,0	-28,3	18,7	-1,0	-27,5	8,6	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročné rast v %	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	0,0	0,0	0,0	
EURIBOR – 3M	% p. a.	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	
	%	2,1	0,9	0,9	1,2	0,0	0,0	0,0	

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

1) VZPS – výberové zisovanie pracovných síl.

2) Rozdiel medzi mierou nezamestnanosti a NAIRU (mierou nezamestnanosti, ktorá nezrýchľuje ináciu). 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 štvrťročného štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

5) Priemerné mesačné mzdy zo štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

6) Mzda zo štatistického výkazníctva deňovaná ináciou CPI.

7) B.9N – isté pôžičky poskytnuté (+) / prijaté (-)

8) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele

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