



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

2. Q
2017

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

20. júna 2017.

Všetky práva vyhradené.

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

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



Obsah

1	ZHRNUTIE	4
2	AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR	5
3	TECHNICKÉ PREDPOKLADY	6
3.1	Komodity, výmenný kurz	6
3.2	Zahraničný dopyt	6
4	MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR	7
4.1	Ekonomický rast	7
4.2	Trh práce	8
4.3	Cenový vývoj	9
5	FIŠKÁLNY VÝHLAD	11
6	RIZIKÁ PROGNÓZY	13
7	POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU	14
ZOZNAM BOXOV		
Box 1	Postačuje súčasná investičná aktivita pre udržateľný ekonomický vývoj?	15
ZOZNAM GRAFOV		
Graf 1	Vývoj zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	7
Graf 2	Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	8
Graf 3	Vývoj HDP a produkčnej medzery	8
Graf 4	Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti	9
Graf 5	Štruktúra medzioročnej inflácie	10
Graf 6	Dopytová inflácia a produkčná medzera	10
Graf 7	Rozklad salda verejných financií	11
Graf 8	Fiškálna pozícia	11
Graf 9	Predikcia inflácie HICP	13
Graf 10	Štruktúra rastu HDP	14
Graf 11	Vývoj priemernej mzdy v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora	14
Graf 12	Vývoj zamestnanosti v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora	14
Graf 13	Porovnanie štruktúry cenového vývoja	15
ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH		
Box 1		
Graf A	Podiel investícií na HDP	15
Graf B	Podiel investícií na HDP	16
Graf C	Accelerator model pre súkromné nerezidenčné investície	16
Graf D	SVAR model, príspevky k medzioročnému rastu súkromných nerezidenčných investícií, odchýlky od dlhodobého priemeru	17
ZOZNAM TABULIEK		
Tab. 1	Vývoj HDP a inflácie	4
Tab. 2	Investície	7
Tab. 3	Mzdy	9
Tab. 4	Vývoj jednotlivých zložiek inflácie	9
Tab. 5	Fiškálny vývoj	12
Tab. 6	Riziká predikcie	13
Tab. 7	Strednodobá predikcia (P2Q-2017) základných makroekonomických ukazovateľov	18

1 ZHRNUTIE

Slovenská ekonomika si udržala začiatkom tohto roka solídne tempo rastu najmä vplyvom domáceho dopytu. Priaznivý vývoj na trhu práce podporoval súkromnú spotrebu a obnovili sa aj investície. Zahraničný dopyt potiahol export, avšak dočasné spomalenie produkcie v automobilovom priemysle ho mierne tlmilo.

Z aktuálneho vývoja, ako aj z nových predpokladov o vývoji zahraničného dopytu nevyplývala potreba prehodnotenia základných vývojových tendencií, a preto sa výhľad v reálnej ekonomike nezmenil. Nižšie ceny ropy a potravín sa premietli do revízie celkovej inflácie smerom nadol. Na trhu práce by mali pôsobiť v krátkodobom horizonte pozitívne očakávania zamestnávateľov a v ďalšom období aj prílev pracovníkov zo zahraničia, v dôsledku čoho by sa vytvoril priestor pre ďalší rast zamestnanosti.

Pozitívny trend by mal pokračovať aj v nasledujúcom období. Ekonomika by mala vzrásť v tomto roku o 3,2 % s následnou akceleráciou na 4,2 % v roku 2018 a na 4,6 % v roku 2019. Rast ekonomiky by mal byť založený na zvyšujúcom sa vplyve exportu v dôsledku nábehu nových produkčných kapacít v automobilovom priemysle. Príspevok domáceho dopytu by

mal rásť, keď súkromnej spotrebe bude pomáhať zlepšujúca sa situácia na trhu práce s dynamickým rastom miezd a zároveň sa postupne obnovia v poslednom čase veľmi slabé investície.

Silný rast ekonomiky vytvorí predpoklady pre tvorbu nových pracovných miest. Tie sa budú ťažšie zaplňať, a preto sa predpokladá spomaľovanie rastu zamestnanosti a nárast platov. Nesúlad medzi ponukou a dopytom na pracovnom trhu sa bude pravdepodobne riešiť aj dovozom pracovných síl a vyšším počtom odpracovaných hodín. Miera nezamestnanosti by mala poklesnúť koncom horizontu predikcie na historicky najnižšie úrovne – približne 7 %.

Inflácia by sa mala v horizonte prognózy zrýchliť, k čomu by mali prispievať najmä ceny potravín a služieb. S vyšším domácim dopytom by mali začať výraznejšie rásť okrem cien služieb aj ceny priemyselných tovarov bez energií. Mierne prehrievanie ekonomiky aj trhu práce by malo pôsobiť proinflačne v horizonte predikcie a inflácia by sa mala pohybovať blízko 2 %.

V reálnej ekonomike, ako aj v inflácii sú riziká vybilancované.

Tabuľka 1 Vývoj HDP a inflácie (medziročná zmena v %)

	P2Q-2017			Rozdiel oproti P1Q-2017		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
HDP	3,2	4,2	4,6	0,0	0,0	0,0
HICP	1,2	1,9	2,0	-0,2	-0,1	-0,1
Dopytová inflácia ¹⁾	1,6	2,4	2,8	0,0	0,1	0,0

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

1) HICP inflácia bez cien potravín, energií a administratívnych cien. Lepšie tak odráža domáce cenové tlaky ako celková inflácia HICP a v prípade odznenia externých šokov lepšie naznačuje budúci vývoj inflácie.



2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

RAST EUROZÓNY V 1. ŠTVRTROKU 2017 NA ÚROVNI PREDCHÁDZAJÚCEHO ŠTVRTROKA¹

Ekonomika eurozóny podľa rýchleho odhadu Eurostatu v 1. štvrtroku 2017 medzikvartálne vzrástla o 0,5 %, čím si eurozóna zachovala tempo rastu z predchádzajúceho štvrtroka. Rýchlejší rast stavebníctva naznačuje priaznivý vývoj investičného dopytu. Dostupné informácie z národných štatistických úradov indikujú rozdiely vo vývoji exportov a importov v rámci krajín. Signály z dostupných predstihových indikátorov sú v súčasnosti veľmi priaznivé a indikujú možné zrýchlenie rastu ekonomiky v 2. štvrtroku. V rámci cenovej oblasti bola inflácia meraná HICP podľa rýchleho odhadu v máji na úrovni 1,4 % a po akcelerácii v prvých mesiacoch roka (až k úrovni 2 %) sa spomalila najmä vplyvom miernejšieho rastu cien energií a čiastočne aj potravín.

SLOVENSKÚ EKONOMIKU ŤAHALA NAJMÄ SÚKROMNÁ SPOTREBA²

Tempo rastu slovenskej ekonomiky sa udržalo aj začiatkom tohto roka na vysokej úrovni

(0,8 %) a potvrdilo tak očakávania z predchádzajúcej predikcie. Mesačné údaje naznačili, že hlavným zdrojom rastu bol domáci dopyt. Podporou pre súkromnú spotrebu bolo pokračovanie priaznivého vývoja na trhu práce. Veľmi slabé investície sa čiastočne obnovili a podporilo ich aj rozbehnutie úverových aktivít v sektore nefinančných spoločností.

Na základe údajov za 1. štvrtrok došlo k spomaleniu rastu zamestnanosti. Miera nezamestnanosti klesla na historické minimum, čo spôsobuje znižovanie počtu disponibilných uchádzačov, ktorí by mohli obsadiť voľné pracovné pozície. Mzdový vývoj pokračoval v doterajších zvyšných dynamikách.

Inflácia sa v prvých mesiacoch tohto roka dostala cez 1 %, avšak v apríli sa tempo rastu cien zvolnilo a inflácia sa znížila na 0,8 %. Spomalenie bolo zrejme dočasné, keďže vyplynulo z efektu Veľkej noci³ a zároveň poklesu cien komodít.

¹ Podrobnejšie informácie sú v publikácii „Správa o medzinárodnej ekonomike, jún 2017“.

² Podrobnejšie informácie možno nájsť v publikácii „Správa o ekonomike SR, jún 2017“.

³ Zatiaľ čo v minulom roku bola Veľká noc v marci, v tomto roku bola v apríli, čo spôsobilo pri poklese vybraných cien (najmä potravín) v predsviatočnom období volatilitu v medziročnej inflácii v spomenutých mesiacoch.

3 TECHNICKÉ PREDPOKLADY⁴

3.1 KOMODITY, VÝMENNÝ KURZ

Výmenný kurz⁵ eura voči americkému doláru od uzávierky poslednej prognózy zaznamenal apreciačný vývoj. V horizonte prognózy sa predpokladá priemerná úroveň kurzu 1,09 USD/EUR, čo predstavuje silnejší kurz (o 3,4 %) oproti marcovej predikcii. Nominálny efektívny kurz (počítaný na báze 15 najvýznamnejších obchodných partnerov SR) je v porovnaní s predchádzajúcou predikciou mierne silnejší o 0,1 %.

Nárast produkcie v USA a obavy nižšieho globálneho dopytu vplývali na pokles **ceny ropy**. V dôsledku toho sa v porovnaní s predchádzajúcou prognózou očakávajú nižšie úrovne cien ropy. Na základe vývoja cien futures júnová predikcia predpokladá cenu ropy Brent v roku 2017 na úrovni 51,6 USD/barel, v roku 2018 na úrovni 51,4 USD/barel a v roku 2019 na úrovni 51,5 USD/barel. Očakávaná cena ropy v eurách by tak mala byť v porovnaní s predchádzajúcou prognózou nižšia o 5,9 % v roku 2017, o 6,2 % v roku 2018 a o 5,3 % v roku 2019.

3.2 ZAHRANIČNÝ DOPYT

Júnové makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu⁶ predpokladajú pokračovanie oživenia ekonomickej aktivity

v eurozóne. Rast HDP eurozóny by mal dosiahnuť 1,9 % v roku 2017 a následne by v rokoch 2018 a 2019 mal dosiahnuť 1,8 %, resp. 1,7 %. Podľa očakávaní by malo v horizonte prognózy hospodársky rast podporovať viacero priaznivých faktorov. Akomodatívne nastavenie menovej politiky sa naďalej priaznivo premieta do ekonomického vývoja, ako aj očakávaní trhu týkajúcich sa budúcich úrokových sadzieb. Pokračujúce zotavovanie úverovania nefinančných spoločností je podporované nízkymi úrokovými sadzbami, rastom dopytu po úveroch a priaznivými podmienkami pre poskytovanie úverov. Domáci dopyt by mal byť tiež podporovaný zlepšovaním podmienok na trhu práce a znižovaním potreby oddlžovania. Predpokladané globálne oživenie by malo v horizonte prognózy podporiť exporty eurozóny.

Na základe priaznivého vývoja zahraničného dopytu Slovenska začiatkom roka, ako aj pokračujúceho pozitívneho vývoja krátkodobých predikcií ekonomického rastu eurozóny, bol rast zahraničného dopytu Slovenska v roku 2017 (v porovnaní s predchádzajúcou predikciou) upravený smerom nahor o 0,3 percentuálneho bodu na 4,2 % a v roku 2018 o 0,1 percentuálneho bodu na 4,3 %. V roku 2019 zostal predpoklad rastu zahraničného dopytu nezmenený (4,1 %).

4 Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu“ z júna 2017 s dátumom uzávierky 16. 5. 2017.

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

6 June 2017 Eurosystem staff macro-economic projections for the euro area.

4 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

4.1 EKONOMICKÝ RAST

EXPORT BUDE ZRÝCHLOVAŤ VPLYVOM RASTU AUTOMOBILOVÉHO PRIEMYSLU

Zahraničný dopyt by mal pokračovať v raste približne 4 % ročne. Avšak rast slovenských exportov by sa mal v horizonte predikcie dynamicky zrýchliť vplyvom nábehu produkcie z nových investícií v automobilovom priemysle. Navyše naďalej sa predpokladá získavanie trhových podielov aj bez spomenutých ziskov

plynúcich z nových exportov automobilového priemyslu.

INVESTÍCIE BY SA MALI OBNOVIŤ

Celkové investície by sa mali po prepade v minulom roku postupne obnoviť. Súkromný investičný dopyt by mal byť naďalej podporovaný nízkymi nominálnymi úrokovými sadzbami a pozitívnym vývojom na trhu nehnuteľností. V horizonte predikcie by mali k rastu investícií prispievať rýchlejší rast ekonomiky, ako aj postupné výraznejšie čerpanie prostriedkov z eurofondov.

Graf 1 Vývoj zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb (medziročná zmena v %, s. c.)



Zdroj: ŠÚ SR, ECB a výpočty NBS.

DYNAMICKÝ RAST SÚKROMNEJ SPOTREBY

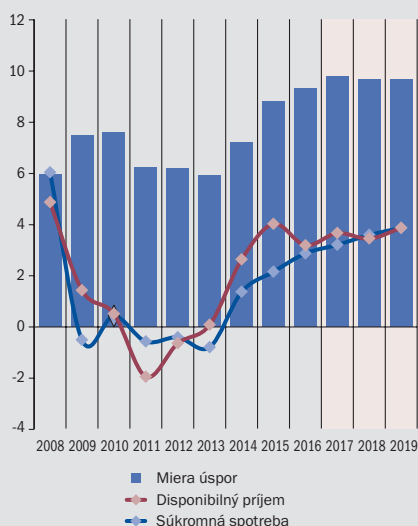
Zlepšujúca sa situácia na trhu práce by mala generovať dodatočné zdroje, ktoré by sa mali pretaviť do akcelerácie súkromnej spotreby. Rast nominálnych miezd v súkromnom sektore by sa mal zrýchliť, predovšetkým v dôsledku nedostatku vhodných pracovných síl v niektorých odvetviach. Dokumentujú to vyjednané silné nárasty miezd vo veľkých podnikoch. Vo verejnom sektore sa predpokladá rýchlejší nárast miezd ako v súkromnej sfére, ktorý je vo veľkej miere spôsobený dohodnutým zvyšovaním miezd v školstve a administratíve. Rast disponibilného príjmu by mal byť natoľko silný, že aj pri predpoklade akcelerácie súkromnej spotreby, by si mali domácnosti zachovať relatívne vysokú mieru úspor.

Tabuľka 2 Investície (medziročná zmena v %, s. c.)

	2016	2017	2018	2019
Tvorba hrubého fixného kapitálu spolu	-9,3	3,1	8,0	4,4
– súkromný sektor	4,0	2,8	5,2	4,2
– verejný sektor	-44,4	4,7	21,7	5,3
– verejný sektor vrátane PPP	-44,4	6,7	24,7	5,0

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Graf 2 Vývoj príjmov, spotreby (medziročná zmena v %, s. c.) a miery úspor domácností (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

AKCELERUJÚCA EKONOMIKA V HORIZONTE PREDIKCIE

Export by mal opäť tvoriť hlavný motor rastu slovenskej ekonomiky v horizonte predikcie. Nad rámec nárastu zahraničného dopytu po našich výrobkoch a službách bude export odzrkadľovať aj efekt nábehu nových produkčných kap-

cít v automobilovom priemysle a akcelerovať takmer k 9 % na konci horizontu predikcie. Domáci dopyt by sa mal zvyšovať. Akcelerujúcu súkromnú spotrebu doplní aj obnovený investičný dopyt a domáci dopyt by tak mal rásť tempom približne 3,5 %ročne ku koncu prognózy. **Rast ekonomiky by tak mal dosiahnuť v tomto roku 3,2 % s následnou akceleráciou na 4,2 % v roku 2018 a na 4,6 % v roku 2019.** Na konci tohto roku by mala ekonomika fungovať na svojej rovnováhe, pričom v ďalšom období sa očakáva v dôsledku rýchleho rastu ekonomiky narastajúce prehrievanie, čo by mohlo pôsobiť **inflačne** na nominálne veličiny v ekonomike.

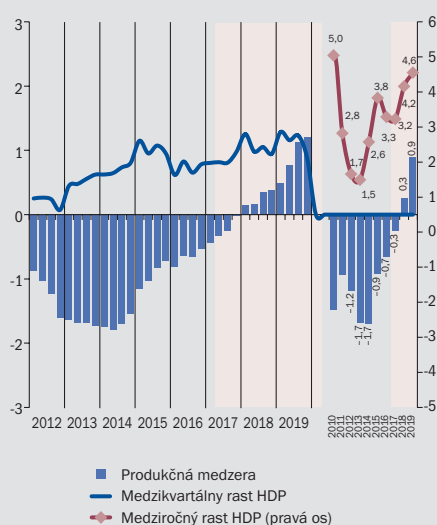
4.2 TRH PRÁCE

SITUÁCIA NA TRHU PRÁCE BY SA MALA NAĎALEJ ZLEPŠOVAŤ

Napriek slabšiemu 1. štvrtroku, v porovnaní s očakávaniami, by mal pokračovať rast zamestnanosti v tomto roku svižným tempom. Očakávaná zamestnávateľov sú naďalej priaznivé a počty voľných pracovných miest vysoké. Ekonomika by mala generovať nové pracovné miesta aj v horizonte predikcie, avšak pri pomalšom obsadzovaní by mal rast zamestnanosti mierne spomaľovať. Predpokladá sa, že pri nízkej miere nezamestnanosti by malo dochádzať k prílevu zahraničných pracovníkov pravdepodobne rýchlejšie ako v predchádzajúcich rokoch. Rovnako sa očakáva zvyšovanie participácie, keď by sa mali zamestnávať vo väčšej miere aj matky na rodičovskej dovolenke a ľudia v dôchodkovom veku. Zároveň by mali rásť v dôsledku prehľbujúceho sa nesúladu ponuky a dopytu po pracovnej sile aj odpracované hodiny na zamestnaného, keď firmy môžu nedostatok zamestnancov riešiť vyšším počtom nadčasov. Pretrvávajúci dopyt po pracovnej sile by mal zostať impulzom pre rastúci mzdový vývoj a tak zvyšovať domáce dopytové tlaky v inflačnom vývoji.

V súlade s rastom zamestnanosti by mala miera nezamestnanosti pokračovať v klesajúcom trende. Očakáva sa jej pokles k takmer 7 % v roku 2019 napriek mierne tlmiacemu vplyvu rastu participácie, ďalej predpokladu o návrate časti Slovákov pracujúcich v zahraničí a prílevu zahraničných pracovníkov.

Graf 3 Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)



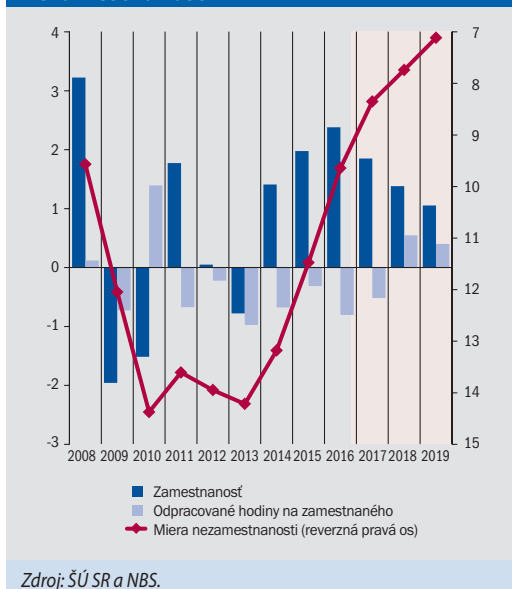
Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Tabuľka 3 Mzdy (medziročný rast v %)

	2016	2017	2018	2019
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita)	0,4	2,2	4,7	5,9
Celá ekonomika, nominálne	3,3	4,4	4,8	4,9
Celá ekonomika, reálne	3,8	3,2	2,8	2,7
Súkromný sektor, nominálne	2,6	4,3	4,6	4,9
Súkromný sektor, reálne	3,1	3,1	2,6	2,7
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, nominálne	5,6	4,9	5,6	5,1
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, reálne	6,2	3,7	3,6	2,9

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámky: Deflované CPI. Odvetvie Verejná správa, školstvo a zdravotníctvo predstavuje sekcie O, P a Q klasifikácie SK NACE Rev. 2. Rast nominálnej priemernej mzdy vo verejnom sektore (ESA S.13) sa očakáva na úrovni 5,3 % v roku 2017, 5,6 % v roku 2018 a 5,1 % v roku 2019.

Graf 4 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín (medziročná zmena v %) a miery nezamestnanosti


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

4.3 CENOVÝ VÝVOJ

MIERNE RASTÚCA INFLÁCIA V HORIZONTE PREDIKCIE

V tomto roku by mala inflácia zrýchliť, k čomu prispievajú najmä ceny potravín a z domácej strany ceny služieb a čiastočne aj ceny priemyselných tovarov bez energií. V ďalšom období by mal rast cien ešte mierne zrýchliť, keď odznejú nízke ceny energií. Naďalej by mali rásť ceny potravín. Domáci dopyt by mal podporiť akceleráciu cien služieb a rastúce ceny priemyselných tovarov bez energií by mali odzrkadľovať pri rastúcich dovozných cenách aj zvyšujúci sa domáci dopyt. Inflácia by sa tak mala pohybovať okolo úrovne 2 %.

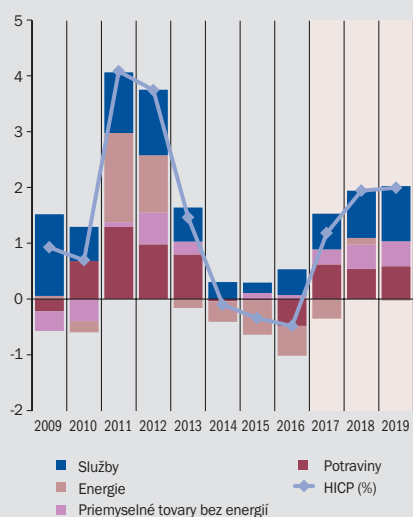
Tabuľka 4 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročný rast v %)

	Priemer 2004 – 2008 (predkrízové obdobie)	Priemer 2010 – 2014 (pokrízové euro obdobie)	2015	2016	2017	2018	2019
HICP	4,1	2,0	-0,3	-0,5	1,2	1,9	2,0
Potraviny	3,6	3,1	-0,1	-2,0	2,4	2,1	2,3
Priemyselné tovary bez energií	0,2	0,3	0,4	0,2	1,0	1,5	1,6
Energie	8,3	2,3	-3,9	-3,5	-2,5	0,8	-0,2
Služby	5,3	2,5	0,6	1,5	2,0	2,7	3,1
Dopytová inflácia	1,8	1,0	0,9	0,9	1,6	2,4	2,8

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

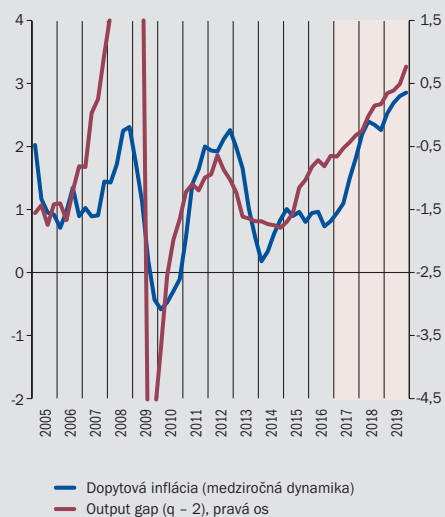
Poznámka: „Neutrálna úroveň“ rastu cien (tzv. beta-konvergencia) je pre Slovensko odhadovaná na úrovni približne 2,6 %.

Graf 5 Štruktúra medziročnej inflácie (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 6 Dopytová inflácia a produkčná medzera (%)



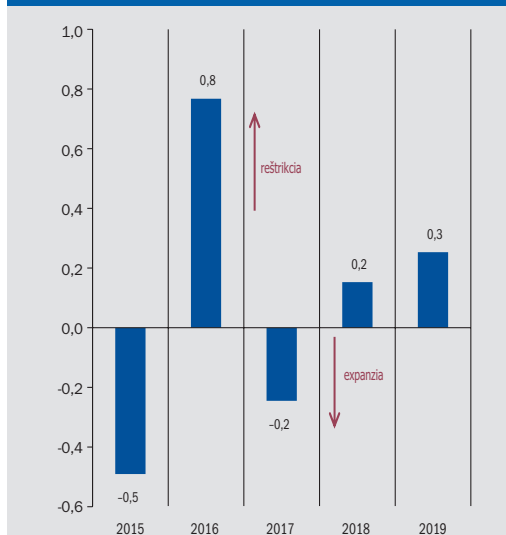
Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

5 FIŠKÁLNY VÝHLAD

PRIAZNIVÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ A POKLES ÚROKOVÝCH NÁKLADOV BUDÚ PRISPIEVAŤ K POSTUPNÉMU ZLEPŠOVANIU HOSPODÁRENIA VEREJNEJ SPRÁVY

Deficit verejnej správy by mal v tomto roku medziročne klesnúť o 0,2 percentuálneho bodu a dosiahnuť tak úroveň 1,5 % HDP. Za poklesom deficitu by mal byť najmä rast daňových príjmov vplyvom priaznivých makroekonomických podmienok, pokles úrokových nákladov z dôvodu nízkych úrokových mier, ako aj umiernený rast sociálnych výdavkov a medzispotreby. Tieto faktory by mali byť čiastočne kompenzované obnovením investičnej činnosti po minuloročnom výraznom prepade. Pozitívne faktory by mali prispievať k poklesu deficitu aj v horizonte prognózy, pričom ten by mal dosiahnuť 0,9 % HDP v budúcom roku a 0,4 % HDP v roku 2019. K zlepšovaniu hospodárenia prispievajú aj niektoré príjmové opatrenia (predĺženie osobitného odvodu v regulovaných odvetviach, zvýšenie sadzby osobitného odvodu finančných inštitúcií, zrušenie stropov pre zdravotné poistenie a ich zvýšenie v prípade niektorých

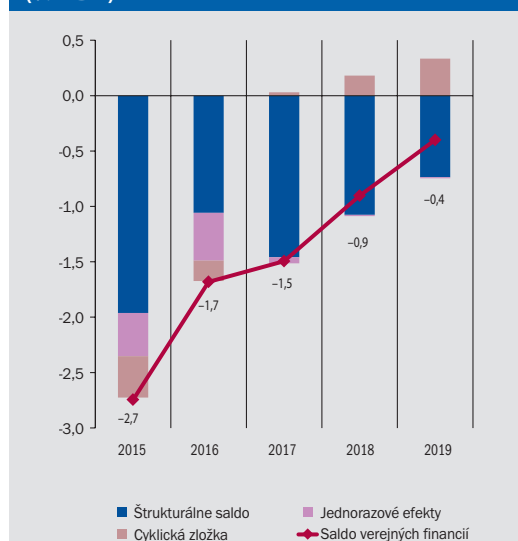
Graf 8 Fiškálna pozícia (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda upravená o vplyv PPP projektov mimo bilancie verejného sektora. Bez vplyvu eurofondov.

Graf 7 Rozklad salda verejných financií (% HDP)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: Jednorazové faktory zahŕňajú necyklické efekty, ktoré dočasne menia saldo verejnej správy, pričom v budúcnosti má dôjsť k ich odbúraniu.

sociálnych príspevkov, zdaňovanie dividend). Naopak, zníženie sadzby DPPO, ako aj zrušenie daňových licencií, by malo príjmy znížiť. Na výdavkovej strane by okrem dynamického nárastu investícií mala na hospodárenie negatívne pôsobiť valorizácia plátov zamestnancov verejnej správy.

Po výrazne reštriktívnom vplyve v minulom roku by v tomto roku mala fiškálna politika pôsobiť mierne expanzívne. Vzhľadom na príjmové opatrenia, ako aj umiernený vývoj niektorých výdavkov, by v horizonte prognózy mala domáca fiškálna politika pôsobiť mierne proticyklicky.

DOČASNÉ SPOMALENIE KONEČNEJ SPOTREBY VEREJNEJ SPRÁVY V ROKU 2017

V roku 2017 sa predpokladá zníženie dynamiky konečnej spotreby, ktoré súvisí najmä s aktuálnym spomalením platieb za zdravotnú starostlivosť a dynamickejšim cenovým vývojom, ktorý spomaľuje nárast výdavkov v reálnom vyjadrení. V horizonte prognózy by sa zvýšenie platieb za



Tabuľka 5 Fiškálny vývoj (medziročná zmena v %, s. c., ak nie je uvedené inak)

	2016	2017	2018	2019
Konečná spotreba verejnej správy	1,6	1,1	1,4	1,6
Vládne investície	-44,4	4,7	21,7	5,3
Saldo verejnej správy (% HDP)	-1,7	-1,5	-0,9	-0,4
Fiškálna pozícia (medziročná zmena v p. b.) ¹⁾	0,8	-0,2	0,2	0,3
Dopytový impulz (p. b.) ²⁾	-2,4	0,2	0,2	0,0
Hrubý dlh (% HDP)	51,9	51,9	50,4	48,8

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

1) Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda upravená o vplyv PPP projektov mimo bilancie verejného sektora. Bez vplyvu eurofondov. Negatívna hodnota znamená expanziu.

2) Vrátane vplyvu EÚ fondov a PPP projektov mimo bilancie verejného sektora. Pozitívna hodnota vyjadruje expanzívny vplyv.

zdravotnú starostlivosť a nákup tovarov a služieb malo naopak pretaviť do postupnej akcelerácie konečnej spotreby.

Po výraznom prepade investičnej aktivity, ktorý súvisel s pomalým čerpaním EÚ fondov z nového programového obdobia, sa predpokladá mierne obnovenie investičnej aktivity v tomto roku. Nábeh čerpania EÚ fondov a súvisiacej investičnej aktivity by sa mal prejaviť najmä v roku 2018, vrátane investícií municipalít. Predpokladá sa, že k vyššej investičnej aktivite by mali

prispievať aj investície financované z vlastných zdrojov.

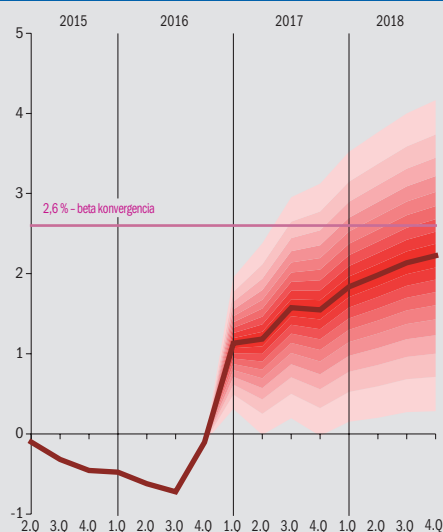
PRIMÁRNY PREBYTOK A EKONOMICKÝ RAST ZRÝCHLIA ZNIŽOVANIE VEREJNÉHO DLHU

Verejný dlh by mal v tomto roku zotrvať na úrovni 51,9 % HDP. Zlepšujúca sa primárna bilancia verejného rozpočtu a klesajúce úrokové náklady by v horizonte prognózy mali viesť k poklesu dlhu na 50,4 % HDP v roku 2018 a 48,8 % HDP v roku 2019.

6 RIZIKÁ PROGNÓZY

Riziká v reálnej ekonomike, ako aj v inflácii, sú vybilancované. V najbližšom období bude zaujímavé sledovať na trhu práce dynamiku rastu miezd a v oblasti investícií nábeh čerpania eurofondov.

Graf 9 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: Graf je vypočítaný na základe historických predikčných chýb inflácie a dotazníka rizík. Podrobnejší popis konštrukcie grafu na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/pris_04.pdf, alebo http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/Hucek_Gavura09-07-Biatec.pdf

Tabuľka 6 Riziká predikcie

	2017	2018	2019
HDP	Vybilancované	Vybilancované	Vybilancované
Inflácia	Vybilancované	Vybilancované	Vybilancované

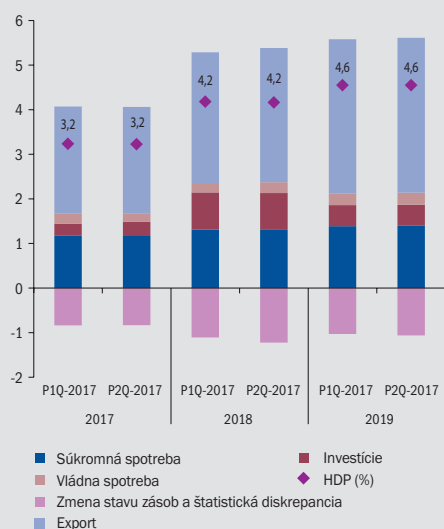
Zdroj: NBS.

7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNOZOU

VÝHLAD RASTU EKONOMIKY BEZ VÝRAZNEJŠÍCH ZMIEN

Vývoj ekonomiky v 1. štvrtroku tohto roku bol v súlade s očakávaniami. Zahraničný dopyt bol nepochybne zvýšený, čo sa prejavilo v mierne lepšej exportnej výkonnosti. V rámci domáceho dopytu sa zvýšil rast investičného dopytu v tomto roku, čo však bolo kompenzované nárastom dovozov a čiastočne znížením verejnej spotreby. Ani z technických predpokladov, ani z aktuálneho vývoja nevyplývala potreba revízie ekonomického vývoja.

Graf 10 Štruktúra rastu HDP⁷ (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



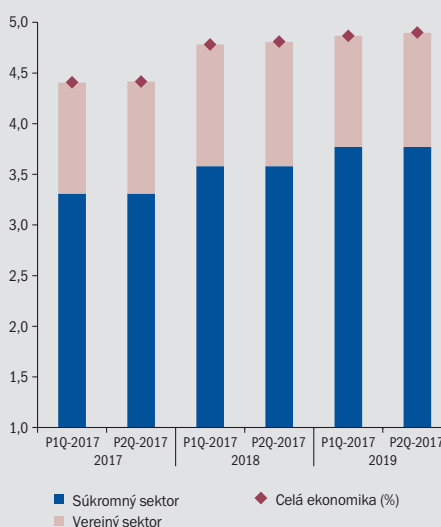
Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

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

ZLEPŠENÝ VÝHLAD NA TRHU PRÁCE

Rast zamestnanosti bol začiatkom roka mierne pomalší, ako sa čakalo, vplyvom čoho došlo k jeho miernemu zníženiu v tomto roku. Predpokladá sa, že slabší rast zamestnanosti, ako naznačujú očakávania zamestnávateľov, bol len dočasný a v ďalšom období sa opätovne zrýchlili obsadzovanie voľných pracovných miest aj vďaka výraznejšiemu prílevu zahraničných pra-

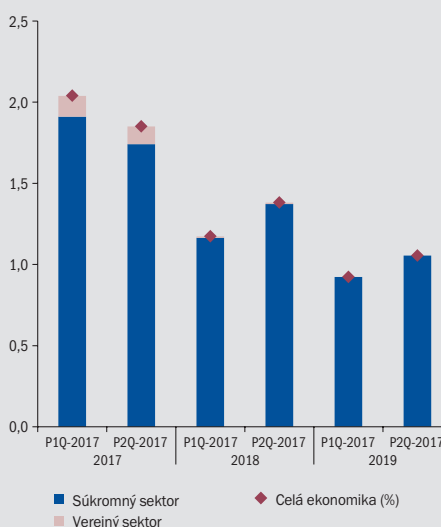
Graf 11 Vývoj priemernej mzdy v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: Verejný sektor predstavuje sekcie O, P a Q klasifikácie SK NACE Rev. 2.

Graf 12 Vývoj zamestnanosti v ekonomike a príspevkov súkromného a verejného sektora (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Poznámka: Verejný sektor predstavuje sekcie O, P a Q klasifikácie SK NACE Rev. 2.

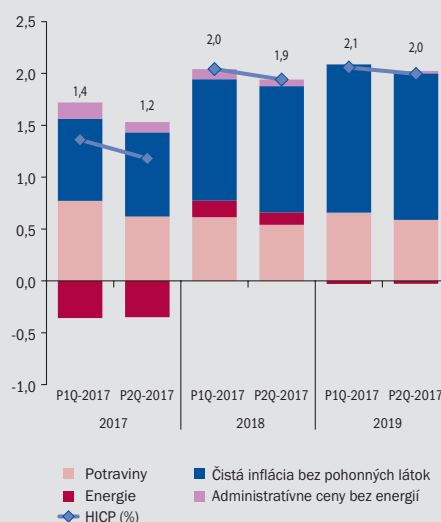
⁷ Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovozných nárokov. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovozných nárokov jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 62,5 %). Zvyšok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

covníkov. To by sa malo prejavíť v mierne rýchlejšom raste zamestnanosti v ďalších rokoch pri nezmenenej miere nezamestnanosti v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Aktuálny vývoj miezd spolu s informáciami z kolektívnych vyjednávaní zatiaľ nenaznačili potrebu revízie predikcie miezd.

MIERNE NIŽŠIA INFLÁCIA VPLYVOM TECHNICKÝCH PREDPOKLADOV

Aktuálny vývoj naznačil, že inflácia by mala rásť v tomto roku mierne pomalšie ako v predchádzajúcej predikcii. Najväčší vplyv by mal mať pomalší rast cien potravín a nižších cien farmaceutických tovarov. V ďalších rokoch sa prehodnotila inflácia mierne nadol. Tlmiaci vplyv by však opäť mali mať ceny potravín.

Graf 13 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

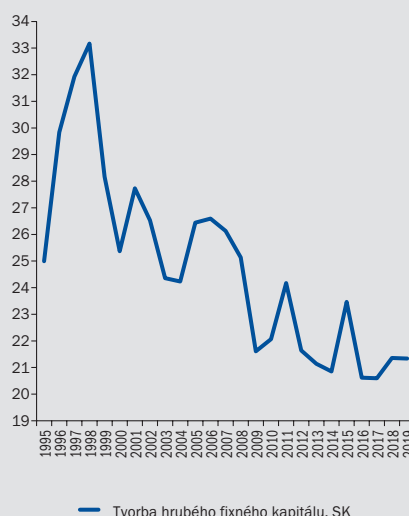
Box 1

POSTAČUJE SÚČASNÁ INVEŠČIČNÁ AKTIVITA PRE UDRŽATEĽNÝ EKONOMICKÝ VÝVOJ?

Napriek postupnému ožiovaniu, ktoré prichádza po minuloročnom prepade investícií v dôsledku výpadku eurofondmi financovaných projektov, podiel celkových investícií na HDP dosahuje (z historického pohľadu) nízke hodnoty. Jeho pokrízové maximá sa nedokážu vyrovnať ani najnižším hodnotám z obdobia pred krízou.⁸ Graf A ilustruje skutočnosť, že po kríze podiel investícií na HDP osciluje okolo hodnoty o niekoľko percentuálnych bodov nižšej ako pred rokom 2009.

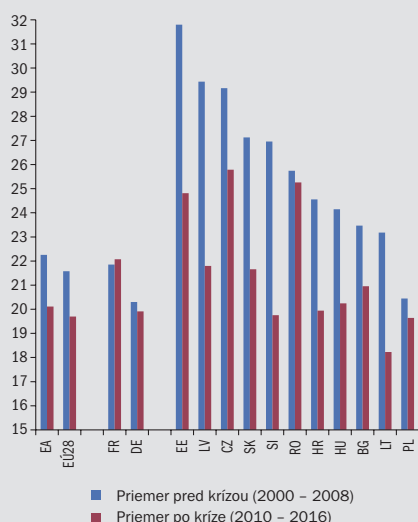
Z medzinárodného porovnania vyplýva, že podobný vývoj možno pozorovať vo väčšine krajín strednej a východnej Európy, no nie vo vyspelých krajinách jadra Únie (Nemecko, Francúzsko). Graf B naznačuje, že niektoré aspekty ekonomického vývoja v SR a jej podobných ekonomikách mohli vyústiť do nižšej investičnej miery (podiel investícií na HDP),

Graf A Podiel investícií na HDP (%)



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

⁸ Dokonca aj napriek tomu, že časť súkromných investícií bola v posledných rokoch prefinancovaná eurofondmi.

Graf B Podiel investícií na HDP (%)


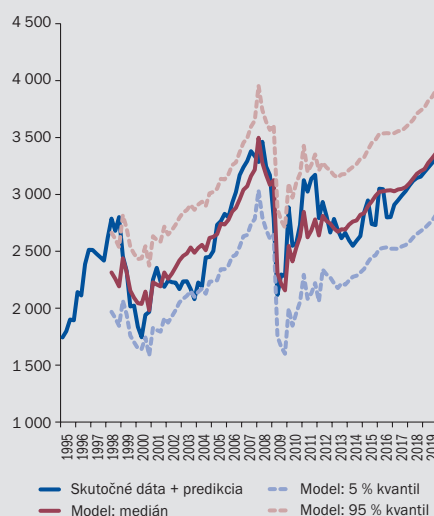
Zdroj: Eurostat.

v istom zmysle reprezentujúcej nový rovnovážny stav. Je možné, že po kríze postačuje na *danú výkonnosť* ekonomiky menšia obslužná investičná aktivita ako v predkrízovom období.⁹ Abstrahujúc od vývoja verejných investícií, ktoré podliehajú mnohým jednorazovým vplyvom, sa totiž podľa nižšie uvedených modelových prístupov investičná aktivita slovenského súkromného sektora skutočne javí byť viac-menej v súlade s agregátnou ekonomickou výkonnosťou.

Pomerne jednoduchý prístup k zhodnoteniu adekvátnosti investičnej aktivity ponúka tzv. *accelerator model*, ktorý opisuje investície ako funkciu oneskorených zmien optimálnej zásoby kapitálu: $I_t = \alpha + \sum_{i=0}^N \omega_i \Delta K_{t-i}^* + \delta K_{t-1}$, kde I označuje investície a K zásobu kapitálu. Za predpokladu, že zmeny optimálnej zásoby kapitálu sú priamo úmerné zmenám HDP (t.j. $\Delta K_t^* = c \Delta Y_t$), je možné accelerator model zapísať a odhadnúť v tvare $\frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^N \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \delta + e_t$, kde e_t predstavuje náhodnú chybu, δ je nepriamym odhadom miery depreciácie a $\beta_i = \omega_i c$. Súčasná hodnota rastu HDP nie je v rovnici zahrnutá kvôli problému endogenosti.

Graf C prezentuje výsledky odhadu accelerator modelu pre slovenské súkromné nerezidenčné investície¹⁰ (sektorovo zodpovedajúcu, súkromnú nerezidenčnú zásobu kapitálu) na horizonte 1995q1-2016q4¹¹. Výsledky naznačujú, že kumulovaná zmena ekonomickej výkonnosti dokáže celkom dobre vysvetliť dynamiku investícií na odhadovanom horizonte, pričom ani na jeho konci nie je pozorovateľný výrazný odklon od modelom indikovaných úrovní (skutočné hodnoty sa nachádzajú v 90%-nom intervale spoľahlivosti).

Detailnejší pohľad na determinanty vývoja investícií umožňuje štrukturálny VAR model opisujúci dynamiku vývoja zahraničného dopytu, ekonomickej neistoty, súkromnej spotreby, hrubého prevádzkového prebytku a zmiešaného dôchodku, súkromných nerezidenčných investícií, úrokovej miery a ekonomického sentimentu¹². Výsledky tohto modelu, odhadnutého na horizonte 1997q1-2016q4, ukazujú, že **hlavným ťahúňom investícií na Slovensku je zahraničný dopyt**, no pomerne veľká časť ich variácie ostáva faktormi zahrnutými v modeli nevysvetlená. Veľmi **nízka vysvetľujúca schopnosť ukazovateľa ziskovosti** môže súvisieť s rozsiahlejším zapojením slovenské-

Graf C Accelerator model pre súkromné nerezidenčné investície (mil. EUR)


Zdroj: Výpočty NBS.

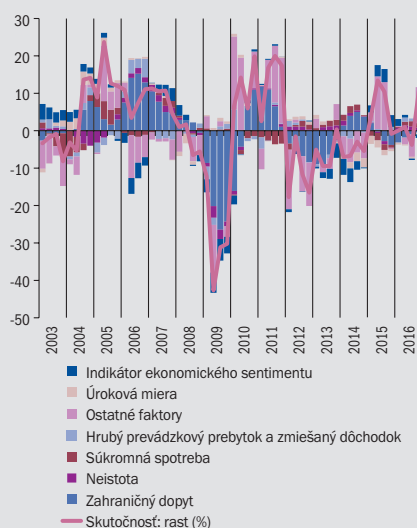
9 Podrobnejšie informácie o vývoji investícií sú v publikácii „Správa o ekonomike SR – marec 2017, box 2“ (http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/SESR/2017/protected/SESR_0317sk.pdf)

10 Súkromné investície bez investícií do nehnuteľností na bývanie.

11 Model bol odhadnutý pre $N=12$.

12 Model bol odhadnutý pre uvedené poradie premenných a oneskorenie rádu 4.

Graf D SVAR model, príspevky k medziročnému rastu súkromných nerezidenčných investícií, odchýlky od dlhodobého priemeru (p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

ho priemyslu do globálnych hodnotových reťazcov. Príspevky jednotlivých štrukturálnych šokov k dynamike investícií sú znázornené na grafe D, ktorý ukazuje, že faktory pôsobiace v posledných dvoch rokoch negatívne na vývoj investícií pomaly miznú. Ku koncu historického horizontu je evidentný hlavne odznievajúci negatívny vplyv nízkeho zahraničného dopytu. Posledné dva roky investície rastú na úrovni alebo dokonca nad úrovňou dlhodobého priemeru (1,95 %).

Pri jednoduchom pohľade sa môže agregovaná investičná aktivita v slovenskom hospodárstve po kríze javiť neprimerane utlmená. Prezentované modelové prístupy však naznačujú, že prinajmenšom jej súkromná produktívna zložka (súkromné nerezidenčné investície) sú aj po kríze viac-menej v súlade s ekonomickou výkonnosťou Slovenska a uvažovanými determinantami investičnej aktivity.



Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P2Q-2017) základných makroekonomických ukazovateľov									
Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P2Q-2017				Zmena oproti P1Q-2017		
		2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
Cenový vývoj									
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	-0,5	1,2	1,9	2,0	-0,2	-0,1	-0,1	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	-0,5	1,2	2,0	2,1	-0,2	-0,1	-0,1	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	-0,4	1,1	1,9	2,3	-0,1	0,0	0,	
Ekonomická aktivita									
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	3,3	3,2	4,2	4,6	0,0	0,0	0,0	
Súkromná spotreba	medziročný rast v %, s. c.	2,9	3,2	3,6	3,9	-0,1	0,0	0,1	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	1,6	1,1	1,4	1,6	-0,2	0,2	0,0	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	-9,3	3,1	8,0	4,4	0,6	-0,1	0,0	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	4,8	6,4	7,8	8,7	0,0	0,2	0,0	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	2,9	6,8	7,7	8,1	0,3	0,1	0,1	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	5 790	5 854	6 397	7 515	-258,5	-207,3	-228,4	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-0,7	-0,3	0,3	0,9	-0,1	0,0	-0,1	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	80 958	84 477	89 693	95 947	-107,1	-130,8	-61,9	
Trh práce									
Zamestnanosť	tis. osôb, ESA 2010	2 321	2 364	2 397	2 422	-4,4	0,6	3,6	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 2010	2,4	1,9	1,4	1,1	-0,1	0,2	0,2	
Počet nezamestnaných	tis. osôb, VZPS ¹⁾	266	231	215	198	-0,7	1,1	0,1	
Miera nezamestnanosti	%	9,6	8,4	7,7	7,1	0,0	0,0	0,0	
Medzera v nezamestnanosti ²⁾	p. b.	0,4	-0,3	-0,7	-1,1	0,1	0,0	0,0	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	0,9	1,4	2,7	3,5	0,2	-0,3	-0,1	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	0,4	2,2	4,7	5,9	0,0	-0,3	0,0	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 2010	1,8	4,3	4,8	4,9	0,0	0,0	0,0	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	3,3	4,4	4,8	4,9	0,0	0,0	0,0	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	3,8	3,2	2,8	2,7	0,2	0,1	0,1	
Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam									
Disponibilný dôchodok	medziročný rast v %, s. c.	3,2	3,7	3,4	3,9	0,0	-0,1	0,2	
Miera úspor ⁷⁾	% z disponibilného dôchodku	9,3	9,8	9,7	9,7	0,0	0,0	0,1	
Sektor verejnej správy ⁸⁾									
Celkové príjmy	% HDP	40,0	39,9	40,0	39,5	-0,2	-0,2	-0,2	
Celkové výdavky	% HDP	41,6	41,4	40,9	39,9	-0,3	-0,2	-0,2	
Saldo verejných financií ⁹⁾	% HDP	-1,7	-1,5	-0,9	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	
Cyklický komponent	% trendového HDP	-0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,0	
Štrukturálne saldo	% trendového HDP	-1,1	-1,5	-1,1	-0,7	0,1	-0,1	0,0	
Cyklicky očistené primárne saldo	% trendového HDP	0,2	0,0	0,3	0,6	0,1	-0,1	0,0	
Fiškálna pozícia ¹⁰⁾	medziročná zmena v p. b.	0,8	-0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	
Hrubý dlh	% HDP	51,9	51,9	50,4	48,8	0,0	-0,1	-0,4	

**Tabuľka 7 Strednodobá predikcia (P2Q-2017) základných makroekonomických ukazovateľov (pokračovanie)**

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P2Q-2017				Zmena oproti P1Q-2017		
		2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
Platobná bilancia									
Bilancia tovarov	% HDP	2,8	2,2	2,2	3,0	-0,6	-0,7	-0,8	
Bežný účet	% HDP	-0,7	-0,3	-0,1	0,9	-0,5	-0,7	-0,8	
Externé prostredie a technické predpoklady									
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	3,6	4,2	4,3	4,1	0,3	0,1	0,0	
Výmenný kurz USD/EUR ¹¹⁾	úroveň	1,11	1,08	1,09	1,09	2,5	3,4	3,4	
Cena ropy v USD ¹¹⁾	úroveň	44,0	51,6	51,4	51,5	-3,6	-3,0	-2,0	
Cena ropy v USD	medziročný rast v %	-15,9	17,1	-0,4	0,3	-4,3	0,6	1,0	
Cena ropy v EUR	medziročný rast v %	-15,7	19,5	-1,1	0,3	-7,5	-0,2	1,0	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-3,9	6,4	2,0	4,5	-6,8	-1,5	-0,1	
EURIBOR – 3M	% p. a.	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	0,5	1,1	1,3	1,6	0,0	-0,1	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) Miera úspor = hrubé úspory / (hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok) *100, pričom Hrubé úspory = hrubý disponibilný dôchodok + úpravy vyplývajúce zo zmeny nároku na dôchodok – súkromná spotreba.

8) S.13; fiškálny výhľad.

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

10) Medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda. Kladná hodnota znamená reštrikciu.

11) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele

http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2017/protected/P2Q-2017.xls