



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



Strednodobá predikcia P3Q-2017

Odbor ekonomických a menových analýz



Celkový vývoj v súlade s predpokladmi, zahraničný dopyt mierne vyšší (efekt histórie), verejné investície nižšie.

Rast HDP by mal naďalej dosiahnuť v tomto roku 3,3 % a akcelerovať na 4,2 % v roku 2018 a na 4,6 % v roku 2019. Hlavným zdrojom by mal byť export, prorastovo bude pôsobiť súkromná spotreba a v ďalších rokoch snád aj investície.

Silný trh práce by mal pokračovať a podporovať spotrebiteľský dopyt. Rast zamestnanosti sa spomalí (nesúladi medzi ponukou a dopytom na trhu práce), vyššia participácia, prílev zahraničných pracovníkov bude pomáhať obsadzovať pracovné miesta. Miera nezamestnanosti klesne k 7 %.

Impulzy z trhu práce sa premietnu do inflácie (2 % v rokoch 2018 a 2019), rastúca dopytová inflácia ale čiastočne tlmená silnejším výmenným kurzom.

Riziká vybilancované.



- MPE ECB predpokladá pokračovanie **oživenia hospodárskeho rastu** eurozóny.
- Podporiť by ho mali:
 - akomodatívne nastavenie menovej politiky ECB,
 - priaznivé podmienky financovania,
 - silná domáca spotreba,
 - progres v oddlžovaní jednotlivých sektorov,
 - pokračujúce zlepšovanie podmienok na trhu práce,
 - priaznivý vplyv svetového oživenia rastu na export eurozóny.
- **Celková inflácia** by sa mala v krátkodobom horizonte znížiť, najmä pôsobením základných efektov v rámci energetickej zložky a následne by mala v r. 2019 stúpnuť. **HICP inflácia bez energií a potravín** je tlmená nedávnym zhodnocovaním výmenného kurzu eura, avšak v horizonte prognózy bude postupne rásť v súlade s očakávanou absorpciou nevyužitých kapacít.
- **Riziká** pre výhľad hospodárskeho rastu eurozóny zostávajú celkovo vyvážené.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu

(ročné percentuálne zmeny)	September 2017 MPE				Jún 2017 BMPE				Revízie od júna 2017*		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Reálny HDP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7	0,3	0,0	0,0
HICP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
HICP bez energií a potravín	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2

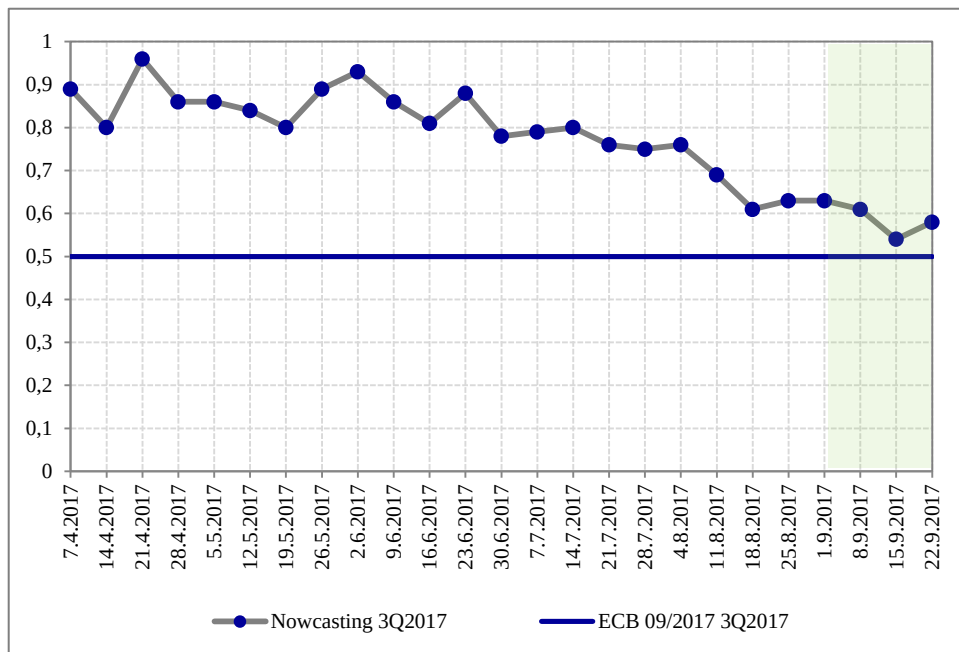
* revízie sa počítajú zo zaokrúhlených hodnôt



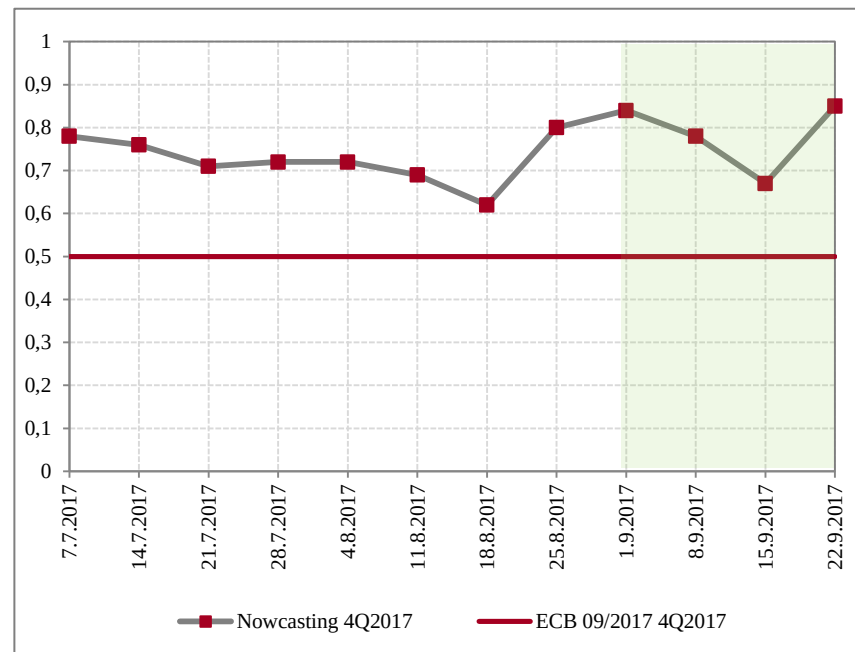
- Rast zahraničného dopytu upravený smerom nahor v roku 2017 a 2018 najmä na základe aktuálneho priaznivého vývoja, ako aj v dôsledku pozitívnych signálov z predstihových indikátorov eurozóny potvrdzujúcich pokračujúci pozitívny vývoj.

	2017	2018	2019
Zahraničný dopyt SR (%)	5,6	4,4	4,1
Revízia (p. b.)	1,4	0,1	0,0

Odhad rastu HDP EA v 3Q 2017 (medzištvrt'ročný rast v %)



Odhad rastu HDP EA v 4Q 2017 (medzištvrt'ročný rast v %)



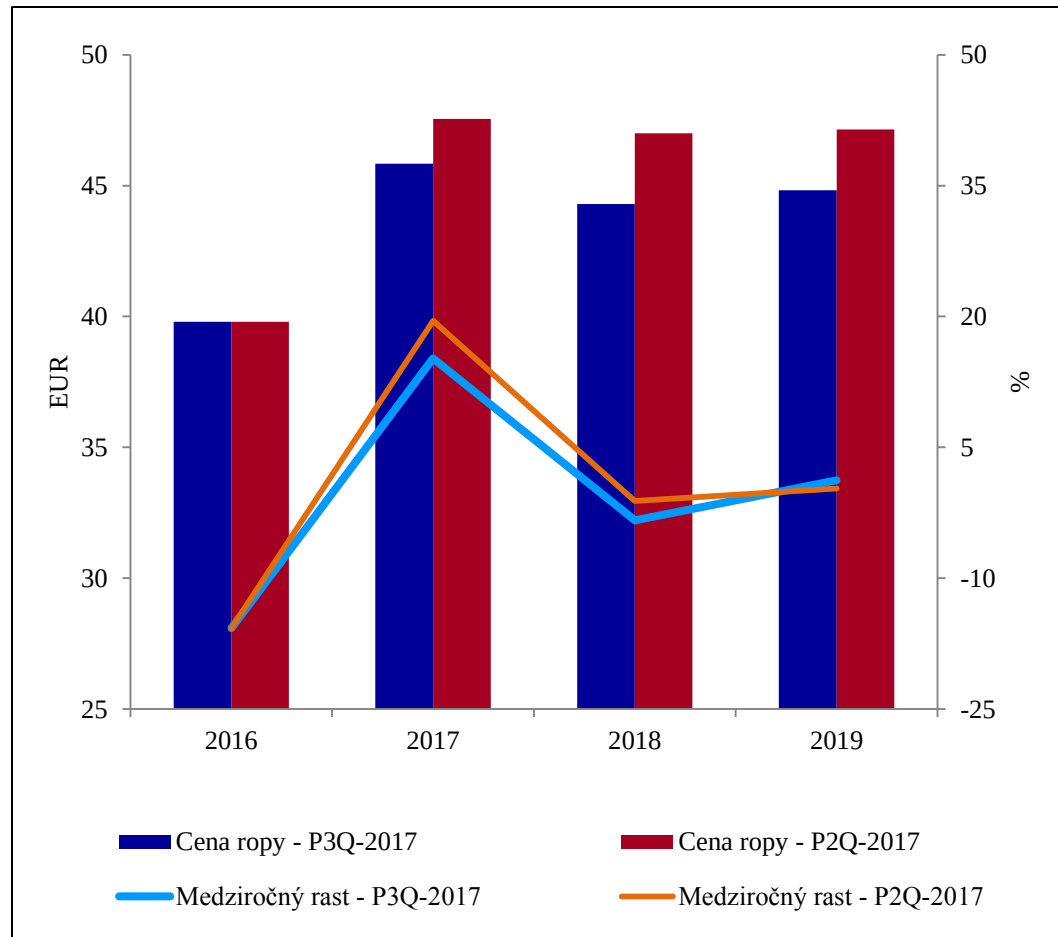
Zdroj: Now-casting.com, ECB (Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu – september 2017).



V porovnaní s P2Q-2017:

- **Cena ropy** v EUR – **nižšia** v dôsledku silnejšieho kurzu (o 3,6 % v roku 2017, o 5,8 % v roku 2018 a o 4,9 % v roku 2019). Posilnenie eura viac ako kompenzovalo rast cien ropy v USD.
- **Výmenný kurz** USD/EUR výrazne silnejší – takmer o 10 %, ale dôležitejší pre ekonomiku SK **NEER** (efektívny kurz) **iba mierne silnejší o 1,1 %** (menšie zastúpenie USD, posilňujúca CZK).

Cena ropy (EUR) a medziročný rast (%)





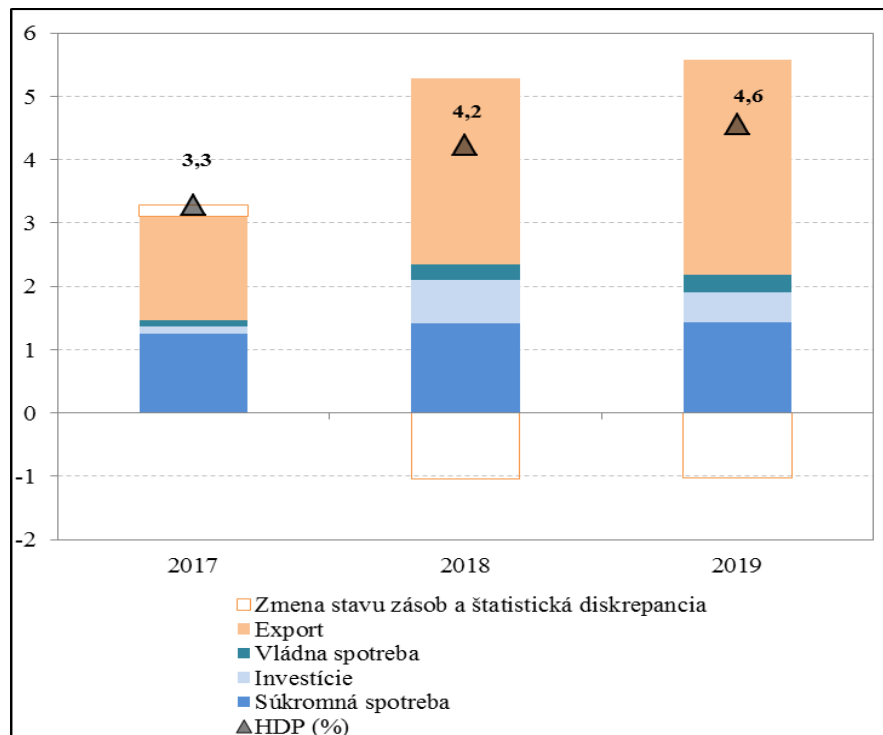
- V porovnaní s júnovou strednodobou predikciou NBS bilaterálny výmenný kurz eura voči americkému doláru aprecioval takmer o 10 %.
- Dôležitejší nominálny efektívny kurz SK však posilnil oveľa menej ako kurz v eurozóne.
- Tento rozdiel je daný teritoriálnou štruktúrou obchodu. Váha USD v NEER SR je pomerne nízka (2,2 % vs. 13,6 % v EA). Naopak, váha CZK je oveľa väčšia (13,7 % v SR vs. 4,1 % v EA) a CZK voči EUR posilňovalo.
- Teritoriálna štruktúra ako aj váhy v NEER SR zohľadňuje najvýznamnejších obchodných partnerov aj z eurozóny, zatiaľ čo v NEER EA sú zahrnuté iba krajiny mimo EA. V prípade, že v NEER SR uvažujeme iba s krajinami mimo EA (NEER SR extra), tak tento sa zhodnotil viac, avšak v porovnaní s NEER EA len polovične.
- Doterajšie výrazné zhodnotenie eura voči americkému doláru tak nebude mať výrazný dopad na rast ekonomiky SR.

Vývoj ekonomiky SR - potvrdená trajektória rastu



	2016	2017	2018	2019
HDP (%)	3,3	3,3	4,2	4,6
Revízia (p. b.)	0,0	0,1	0,0	0,0

Štruktúra rastu HDP (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



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

- Vývoj v 2Q 2017 v súlade s očakávaniami, odlišná štruktúra – slabšie investície (infraštruktúra) a export (prechodné odstávky).
- **Export** napriek prechodnému spomaleniu hlavným zdrojom rastu v horizonte predikcie.
- **Súkromná spotreba** v prostredí zlepšujúceho sa trhu práce naďalej stabilným zdrojom rastu.
- Výraznejšiemu oživeniu **investícií** aktuálne bránia vládne investície, v nasledujúcich rokoch sa predpokladá ich akcelerácia. Dôvod prečo sme nezvyšovali odhad rastu.

Box: Porovnanie aktuálneho ekonomického rastu v krajinách V4



- Rast SR v bol v 1. polroku v porovnaní s ostatnými krajinami V4 pomalší.
- Kumulatívny polročný rast slovenskej ekonomiky zaostával za poľským a maďarským hospodárstvom o 0,6 percentuálneho bodu a za českým o 2,4 percentuálneho bodu.
- SR bola jedinou krajinou, kde medzištvrtročne klesli investície v 2. štvrtroku. Oproti P2Q-2017 boli vládne investície v 2. štvrtroku 2017 nižšie o približne 80 mil. EUR. V prípade, že by sa naplnili očakávania, tak by mohol byť rast HDP v rokoch 2017-2019 vyšší o 0,1-0,2 p.b.
- Mzdy tiež rástli pomalšie.

	1Q2017	2Q2017	1. polrok 2017
HDP	medzištvrtročný rast		kumulatívny rast
CZ	1,5	2,5	4,0
HU	1,4	0,9	2,2
PL	1,1	1,1	2,2
SK	0,8	0,8	1,6
Hrubá tvorba fixného kapitálu			
CZ	1,2	6,3	7,6
HU	6,9	4,3	11,4
PL	0,3	0,5	0,9
SK	5,3	-4,6	0,5
Spotreba domácností a neziskových inštitúcií			
CZ	0,9	1,8	2,7
HU	0,7	1,2	1,9
PL	1,3	1,3	2,7
SK	0,8	0,9	1,7
Spotreba verejnej správy			
CZ	0,2	0,4	0,6
HU	-0,5	0,3	-0,2
PL	0,1	1,5	1,7
SK	0,1	0,2	0,4

	1Q2017	2Q2017
Priemerná nominálna mzda	medziročný rast	
CZ	5,4	7,6
HU	11,0	14,0
PL	4,1	5,0
SK	3,5	4,8

Zdroj: Národné štatistické úrady a prepočty NBS.

Poznámka: Zelená farba označuje najrýchlejšie tempá rastu, červená najpomalšie.

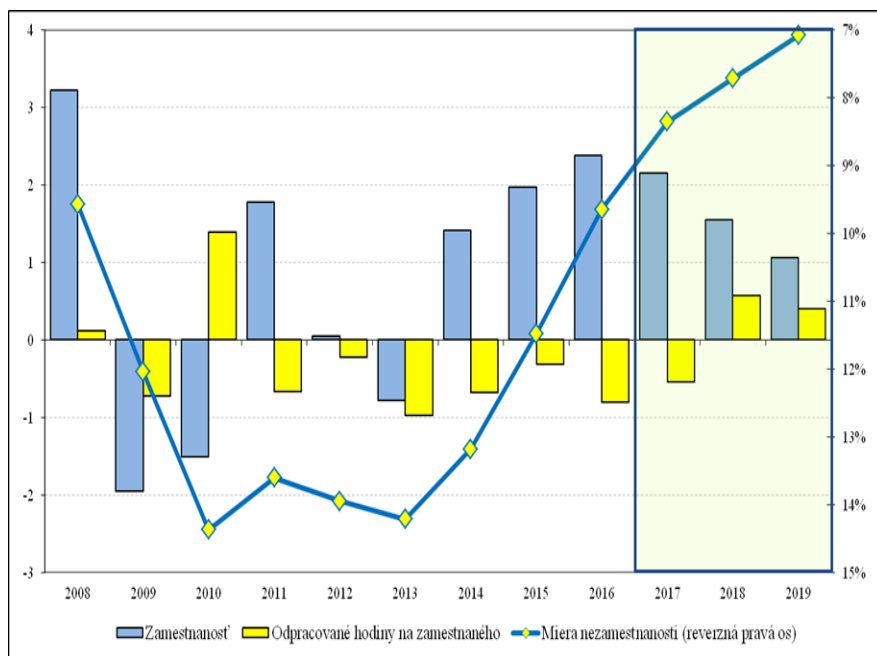
Zdroj: Macrobond, prepočty NBS. Poznámka: Zelená farba označuje najrýchlejšie tempá rastu, červená najpomalšie.

Zamestnanosť- aktuálny vývoj je dynamický, bude ťažké ho udržať



	2016	2017	2018	2019
Zamestnanosť (%)	2,4	2,1	1,5	1,1
Revízia (p. b.)	0,0	0,2	0,1	0,0

Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti (medziročný rast v %, resp. úroveň miery nezamestnanosti)



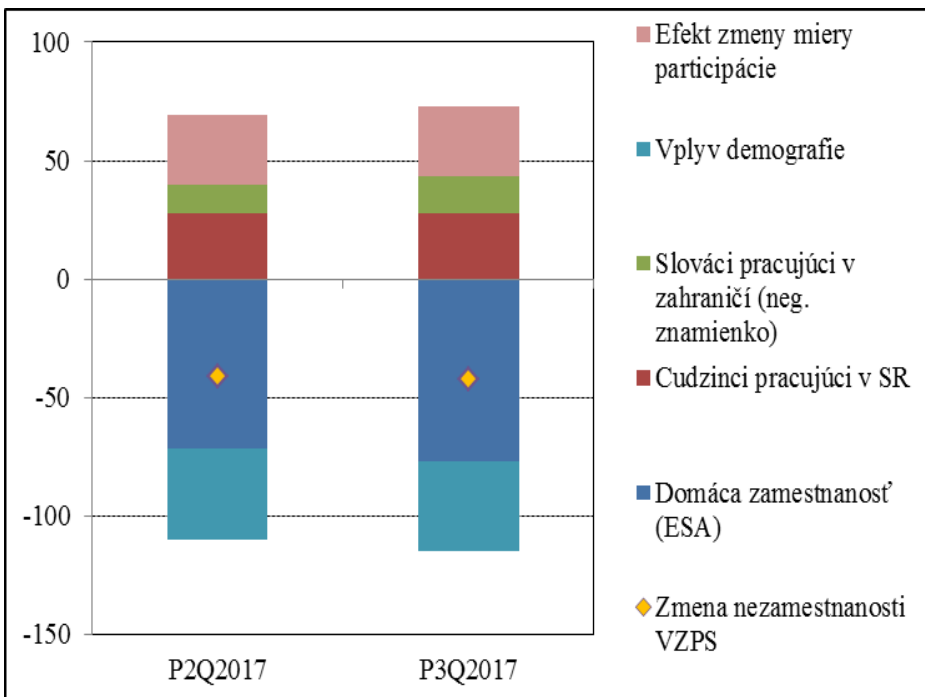
- Druhý štvrťrok potvrdil **priaznivý vývoj** zamestnanosti vo väčšine odvetví.
- V krátkodobom horizonte by mal pokračovať (na základe predstihových indikátorov), čo je dôvodom **mierneho prehodnotenia predikcie nahor**.
- Postupom času sa však môže prejavíť **nesúlad medzi ponukou a dopytom** po pracovnej sile. Zamestnávateľom chýbajú vhodní uchádzači o prácu, demografický vývoj je nepriaznivý.

Nezamestnanosť - bez zmeny



	2016	2017	2018	2019
Miera nezamestnanosti (%)	9,6	8,4	7,7	7,1
Revízia (p. b.)	0,0	0,0	0,0	0,0

Pohyb na trhu práce a jeho vplyv na počet nezamestnaných (za obdobie 2017 Q3 – 2019 Q4; tis. osôb)



- Očakávame pokles nezamestnanosti (metodika VZPS) **k 7 %** ku koncu horizontu.
- V rokoch 2017 - 2019 by sa malo vytvoriť spolu **približne 100 tis. pracovných miest**, pričom domácu nezamestnanosť by to malo **znížiť o 58 tis. osôb**.
- V strednodobom horizonte sa predpokladá, že dodatočná zamestnanosť oproti minulej predikcii sa pokryje **nižšou emigráciou zo SR do zahraničia** (už viditeľná v reálnych dátach) a mierne **vyššou úrovňou miery participácie**.
- Časť rastu zamestnanosti bude pokrytá aj **zamestnávaním cudzincov**.

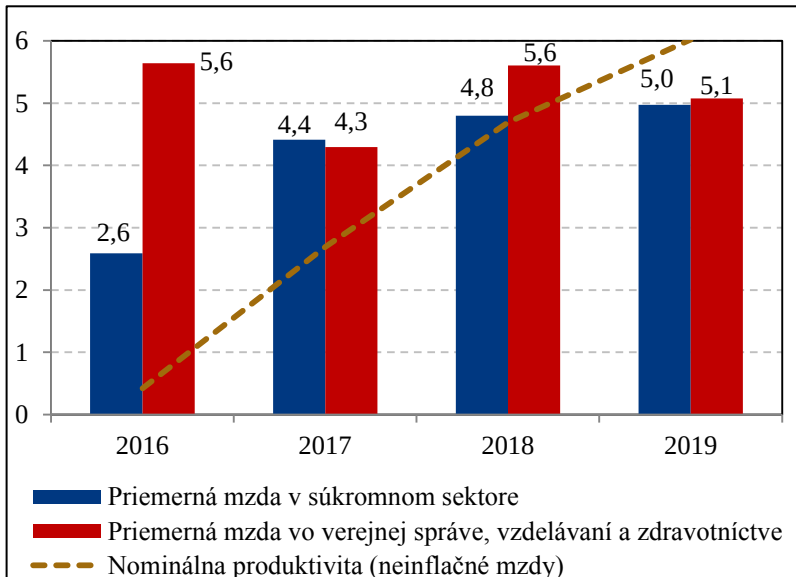
Mzdy – očakáva sa akcelerácia



	2016	2017	2018	2019
Mzda nominálna (%)	3,3	4,4	4,9	5,0
Revízia (p. b.)	0,0	0,0	0,1	0,1

	2016	2017	2018	2019
Mzda reálna (%)	3,8	3,2	2,9	2,8
Revízia (p. b.)	0,0	0,0	0,1	0,1

Medziročný rast miezd (%)



- Pozitívne na rast miezd vplýva **postupne vyššia inflácia a rast produktivity práce** (súvisiaci s novými investíciami v ekonomike), ako aj **silnejúci domáci dopyt**.
- Mzdy naďalej podporované **pnutím na trhu práce** v prostredí nadmerného dopytu po nových zamestnancoch (dodatočná 2% dynamika v raste).
- Výrazné zvýšenie **minimálnej mzdy** v budúcom roku.
- Tieto faktory podporujú **revíziu rastu miezd** mierne **nahor** na horizonte prognózy.

Inflácia – dočasný efekt cien energií a potravín, naďalej zrýchľovanie vplyvom dopytovej inflácie

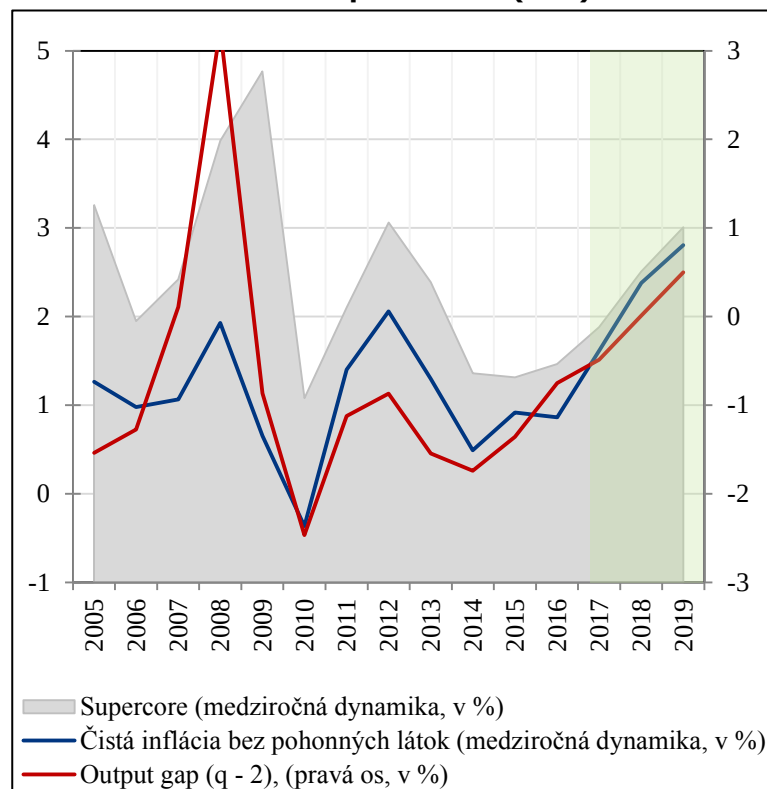


	2016	2017	2018	2019
HICP (%)	-0,5	1,3	2,0	2,0
Revízia (p. b.)	0,0	0,1	0,1	0,0

	2016	2017	2018	2019
Dopytová inflácia (%)	0,9	1,5	2,1	2,7
Revízia (p. b.)	0,0	-0,1	-0,3	-0,1

Pozn.: Dopytová inflácia (čistá inflácia bez pohonných látok) predstavuje infláciu očistenú o vplyv administratívnych cien, energií a potravín.

Reflácia nastala a bude pokračovať (v %)

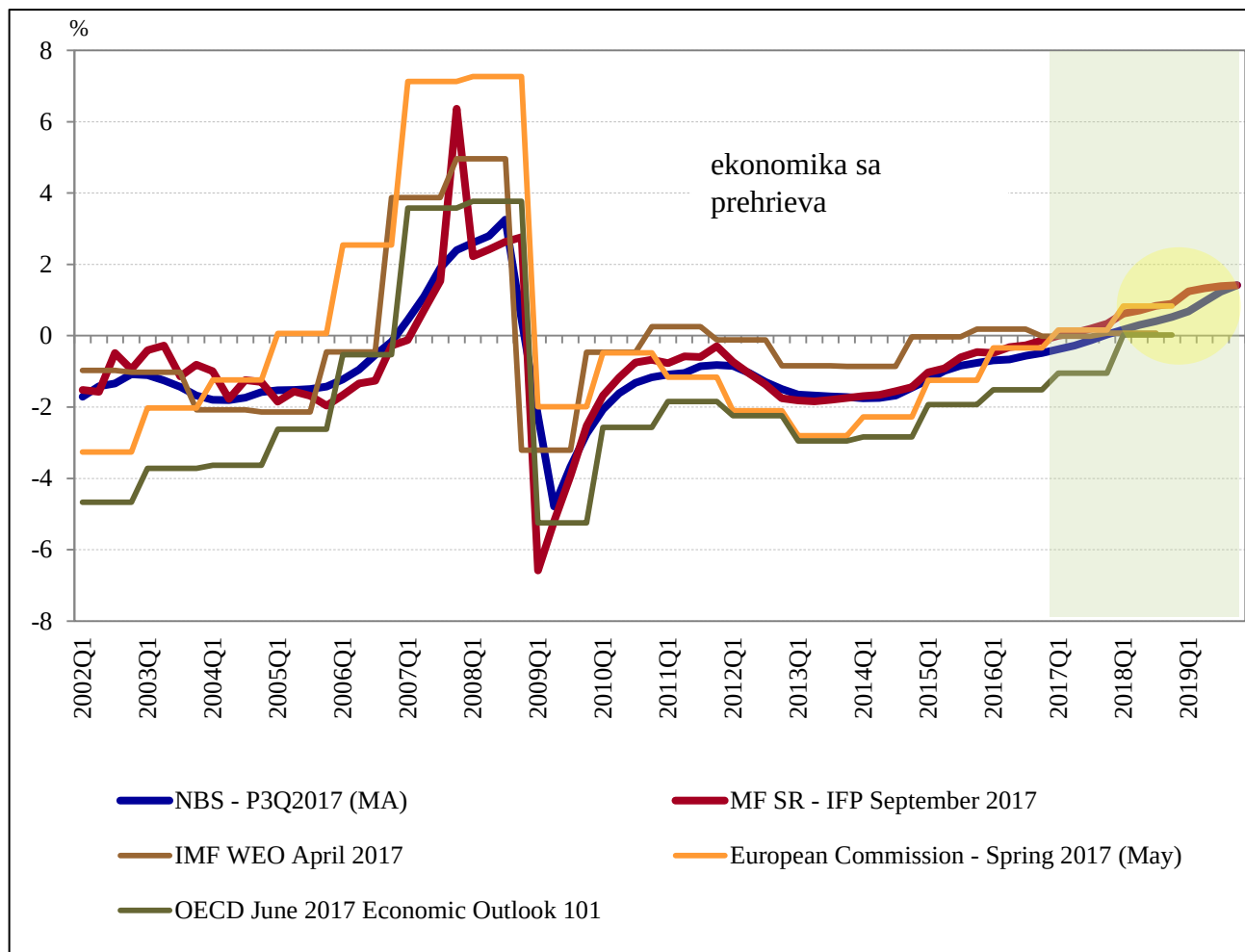


- Po troch rokoch klesajúcich cien sa inflácia dostala v tomto roku do kladných hodnôt.
- Zvyšujúce sa ceny komodít sa prejavujú v akcelerácii cien potravín (najmä spracovaných), ako aj celkovej inflácii.
- Dopytová inflácia a rast miezd sa zrýchľuje (predpoklad reflácie sa naplňa).
- Dopytová inflácia sa zrýchľuje mierne pomalšie (ako v P2Q-2017) kvôli silnejšiemu euru – ceny tovarov.
- Narastajú ceny služieb vplyvom cyklickej pozície a impulzov z trhu práce.

Produkčná medzera SR (porovnanie s ostatnými inštitúciami)



- Ekonomika od roku 2018 už nebude potrebovať dodatočné stimuly, ale naopak, môže vykazovať známky prehrievania.

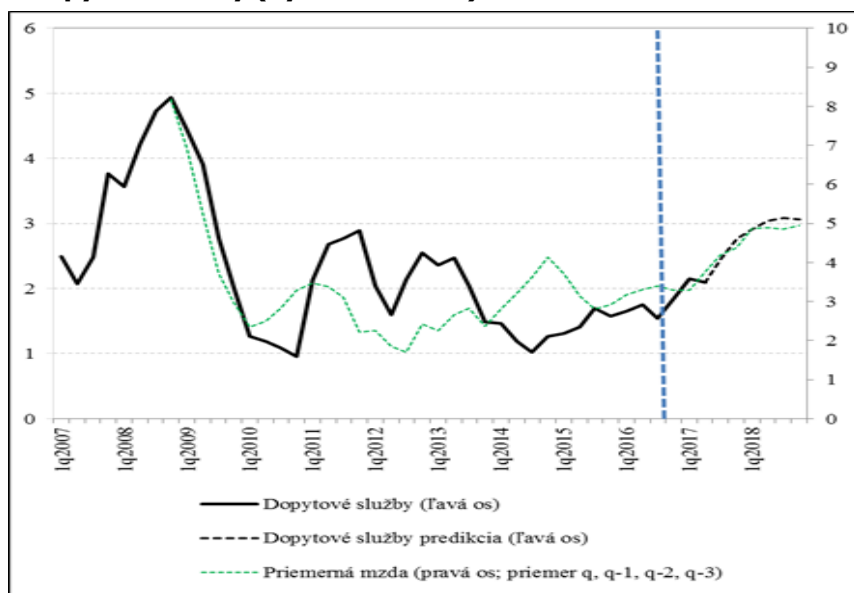


BOX – Očakávania reflácie sa naplňajú



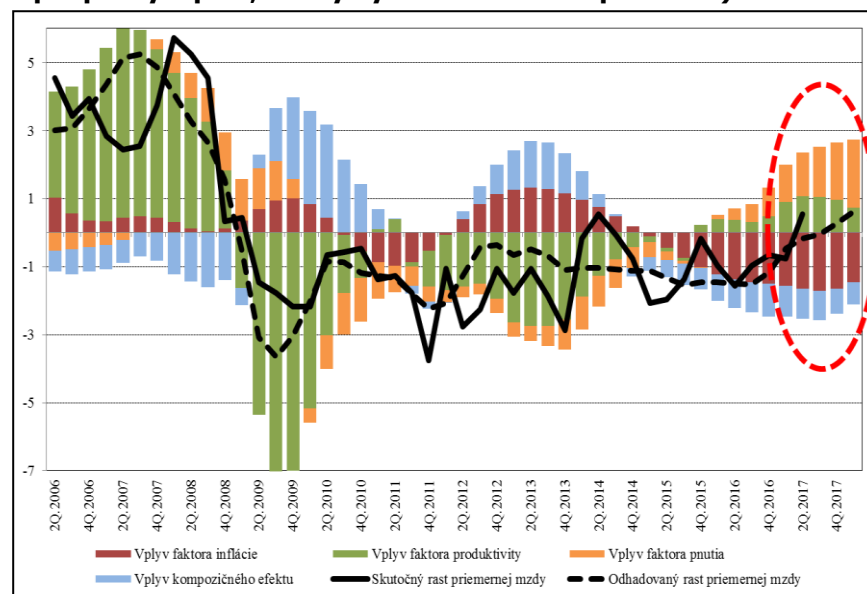
- V ostatných 3 rokoch: historicky najnižšie úrovne HICP, ako aj dopytovej inflácie.
- Predikčné nástroje indikovali impulzy na rast dopytovej inflácie od roku 2017 kvôli postupnému uzatváraniu cyklickej pozície a silnejúcemu trhu práce.
- Upozorňovali sme na koniec bezinflačného obdobia a postupnú refláciu od 3Q2016.
- Aktuálny vývoj to potvrdzuje. Dopytovú infláciu ťahajú mzdy, teda sektor služieb.
- Pnutia na dnešnom trhu práce sa môžu prejavíť v dodatočnom zrýchlení cenového rastu (nárast cien dopytových služieb), doteraz môžu zvyšovať rast miezd o 2 p.b.
- V P3Q-2017 sa dopytová inflácia mierne spomaľuje, ale to je ovplyvnené posilnením eura.

Dopytové služby (dynamika v %)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

Determinanty mzdového vývoja (medziročný rast a príspevky v p. b., odchýlky od dlhodobého priemeru)



Zdroj: Výpočty NBS. Poznámka: Dlhodobý priemer rastu mzdy je 4,3 % medziročne (od roku 2006). Mzdy a produktivita sú nominálne.

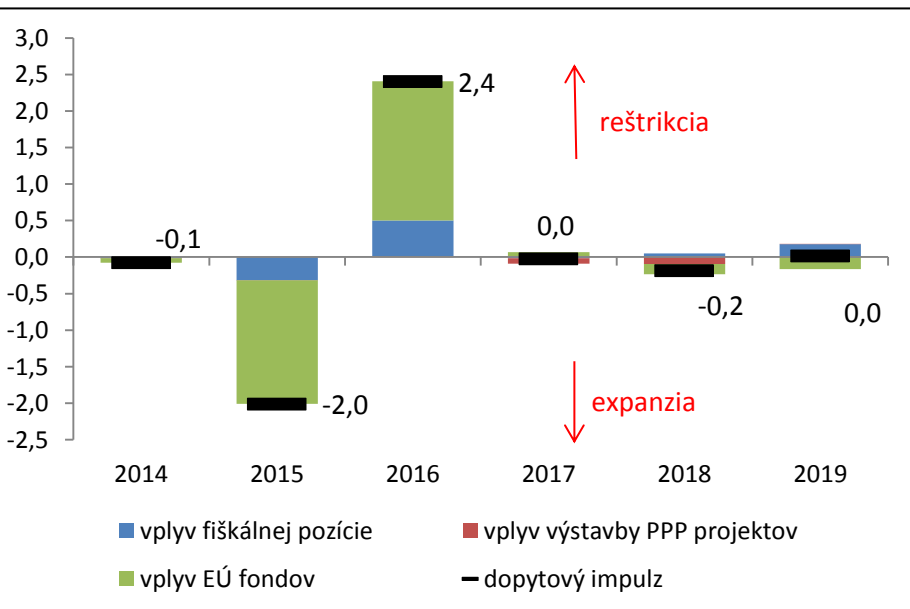


	2016	2017	2018	2019
Fiškálny deficit (% HDP)	-1,7	-1,4	-0,9	-0,4
Revízia (p. b.)	0,0	0,1	0,0	0,0

	2016	2017	2018	2019
Fiškálna pozícia* (p. b.)	0,8	-0,1	-0,1	0,3
Revízia (p. b.)	0,0	0,1	-0,3	0,0

- Zlepšenie výhľadu **deficitu verejných financií** v tomto roku o 0,1 p. b. **na 1,4 % HDP** najmä z dôvodu nižších bežných ako aj investičných výdavkov.
- V horizonte prognózy **postupné znižovanie deficitu** vzhľadom na pokračujúce zlepšovanie sa trhu práce, nízko-inflačné prostredie tlmiace rast sociálnych dávok a premietajúce sa do nižších úrokových nákladov.

Dopytový impulz** (p. b. HDP)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

- Dlh** by mal v 2017 klesnúť na úroveň 51,8 % HDP. Zlepšovanie primárnej bilancie rozpočtu, nízke úrokové náklady a nominálny rast HDP budú následne viesť ku poklesu dlhu na 48,6 % HDP na konci horizontu prognózy.
- Fiškálna pozícia a dopyt:** V tomto a budúcom roku sa predpokladá približne neutrálne resp. mierne expanzívne pôsobenie fiškálnej politiky vplyvom čerpania EÚ fondov a výstavby obchvatu Bratislavy. V roku 2019 reštriktívny vplyv domácej politiky bude kompenzovať čerpanie EÚ fondov.

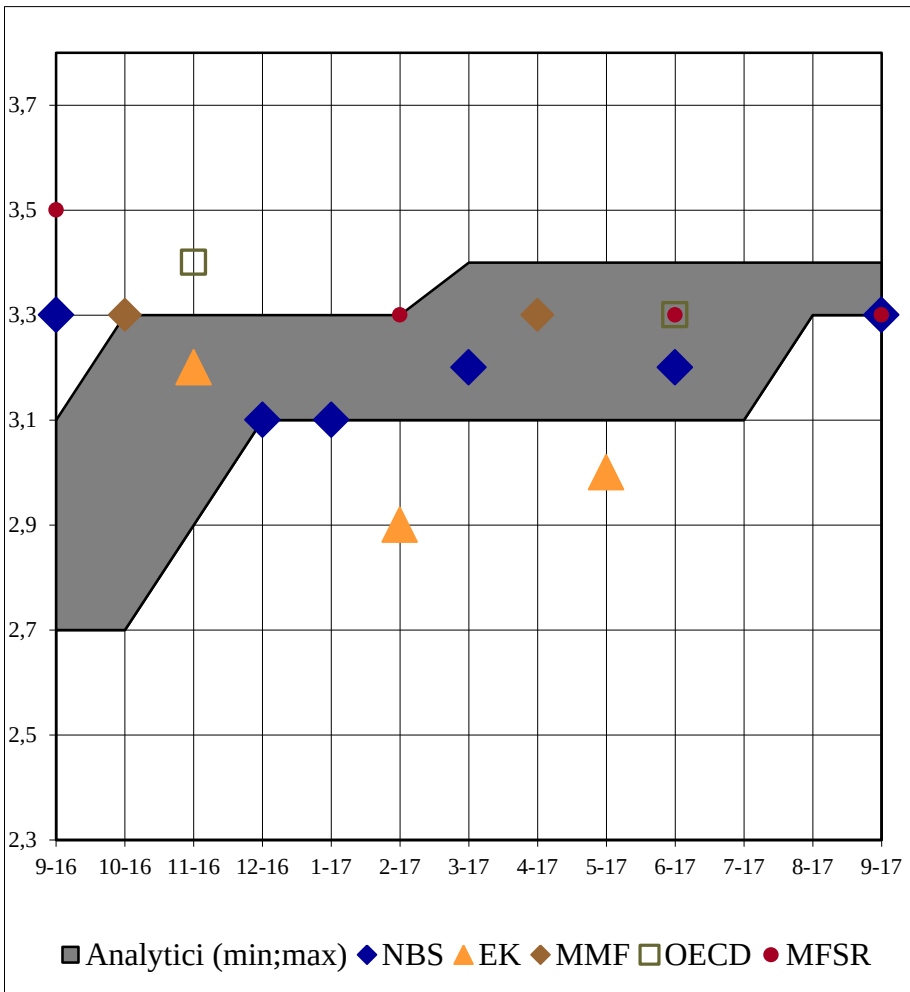
* Fiškálna pozícia je medziročná zmena cyklicky očisteného primárneho salda upravená o vplyv PPP projektov mimo bilancie verejného sektora a bez vplyvu eurofondov mimo sektor verejnej správy.

**Dopytový impulz predstavuje odhad vplyvu fiškálnej politiky a eurofondov na rast HDP.

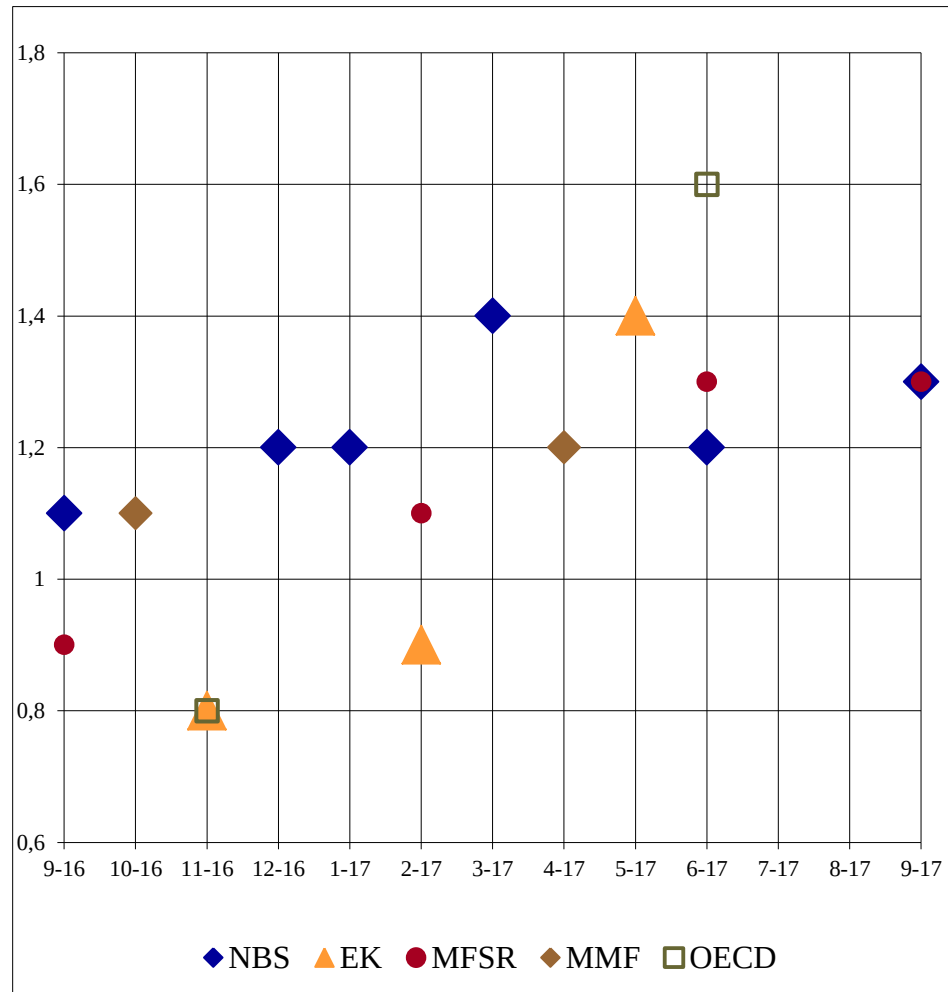
Porovnanie predikcií HDP a HICP na 2017



HDP



Inflácia



Strednodobá predikcia P3Q-2017



	2016	2017		2018		2019	
	Skutočnosť	P3Q-2017	P2Q-2017	P3Q-2017	P2Q-2017	P3Q-2017	P2Q-2017
HDP s. c.	3,3	↑ 3,3	3,2	4,2	4,2	4,6	4,6
HICP (priemer roka)	-0,5	↑ 1,3	1,2	↑ 2,0	1,9	2,0	2,0
Nominálne mzdy	3,3	4,4	4,4	↑ 4,9	4,8	↑ 5,0	4,9
Reálne mzdy	3,8	3,2	3,2	↑ 2,9	2,8	↑ 2,8	2,7
Zamestnanosť ESA 2010	2,4	↑ 2,1	1,9	↑ 1,5	1,4	1,1	1,1
Nezamestnanosť	9,6	8,4	8,4	7,7	7,7	7,1	7,1