



# 1 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

## 1.1 VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE

### 1.1.1 GLOBÁLNE TRENDY VÝVOJA PRODUKcie A CIEN

Globálna ekonomika si zachovala solídny rast v roku 2018. Podľa odhadov MMF sa dynamika svetového hospodárstva znížila iba mierne na 3,7 % z 3,8 %<sup>1</sup> v predchádzajúcom roku. Na rozdiel od roku 2017, ktorý bol charakteristický silnou a vysoko synchronizovanou expanziou, v 2. polroku 2018 sa začalo prejavovať postupné spomaľovanie s náznakmi nižšej harmonizácie ekonomických cyklov. Vo svetovom hospodárstve pretrvávalo napätie v obchodných vzťahoch USA a Číny sprevádzané zavádzaním cieľ na oboch stranách. Súčasne pokračovala neistota ohľadom budúceho nastavenia vzťahov medzi Spojeným kráľovstvom a EÚ po brexite. Tieto skutočnosti mohli prispieť aj ku spomaleniu globálneho obchodu. Rovnako ekonomický vývoj ovplyvnili geopolitické neistoty v rozvíjajúcich sa ekonomikách, ako aj obavy zo schopnosti týchto krajín prispôbiť sa postupnej normalizácii menových politík vo vyspelých krajinách. Celkové finančné podmienky zostali priaznivé, oslabujúci globálny ekonomický rast však viedol hlavne koncom roka ku zvýšenej volatilita na akciových trhoch.

V rámci vyspelých ekonomík sa výrazne spomalilo hospodárstvo Japonska. Silne exportne orientovanú ekonomiku ovplyvnil klesajúci zahraničný dopyt v dôsledku pomalšieho rastu Číny a obchodnej vojny medzi USA a Čínou. Exportnú výkonnosť utlmili aj nepriaznivé poveternostné podmienky a prírodné katastrofy. Ekonomiku podržal domáci dopyt podporený priaznivým vývojom zamestnanosti. Zmiernila sa aj výkonnosť eurozóny. Slabší rast sa prejavil hlavne v 2. polroku 2018 v dôsledku vývoja v automobilovom priemysle súvisiaceho s novými postupmi ohľadom implementácie emisných noriem. Navyše zhoršenie ukazovateľov ekonomického sentimentu naprieč krajinami a odvetvami naznačilo, že ekonomiku ovplyvňujú aj trvalejšie nepriaznivé faktory. Pokračujúca akomodatívna menová politika podporila posilnenie investičného dopytu. Na druhej strane ne-

viedla k akcelerácii spotreby domácností, ktorá rástla pomalším tempom ako v predchádzajúcom roku. Súčasne sa spomalila exportná výkonnosť, čo znížilo príspevok čistého vývozu k rastu ekonomiky. Najpomalším tempom od finančnej krízy rástlo hospodárstvo Spojeného kráľovstva. Nižší rast výrazne ovplyvnila zvyšujúca sa neistota budúcich obchodných vzťahov Spojeného kráľovstva s EÚ. Táto negatívne pôsobila na spotrebiteľskú dôveru s dopadom na spotrebu domácností. Prejavila sa aj v stagnujúcom investičnom dopyte a súčasne utlmila zahraničný obchod krajiny. Napriek rastúcim obavám o dopadoch na ekonomiku pri odchode krajiny z EÚ bez dohody Bank of England počas roku zvýšila svoju oficiálnu sadzbu s odôvodnením, že pokračujúce sprísňovanie menovej politiky je primerané pre návrat inflácie k cieľu. Pozitívny vývoj na trhu práce, silná spotrebiteľská dôvera a fiškálne stimuly výrazne pomohli ekonomike USA. Na druhej strane, zavádzanie dovozných cieľ zamerané na riešenie dlhodobej negatívnej obchodnej výmeny, predovšetkým s Čínou, sa výraznejšie nedotklo amerického hospodárstva. Daňová reforma ovplyvňujúca vyššie príjmy domácností pravdepodobne udržala dopyt po importoch, ktoré si zachovali robustný rast z predchádzajúceho roka. Navyše dovozy mohli byť podporené predzásobovaním pred samotným uvalením cieľ. To sa následne prejavilo v najvyššom deficite obchodnej bilancie za posledných 10 rokov. V roku 2018 pokračovala normalizácia menovej politiky v USA, keď Fed vzhľadom na dynamický rast spotrebiteľských cien zvýšil celkovo štyrikrát cieľovú sadzbu federálnych fondov.

V rámci rozvíjajúcich ekonomík sa spomalila ekonomika Číny, pričom jej rast bol najnižší od roku 1990. Napriek tomu sa po celý rok jej výkonnosť nachádzala nad politickým cieľom stanoveným na rok 2018. Pomalší rast hospodárstva mohli ovplyvniť dopady obchodnej vojny s USA, ale aj snaha spomaliť dynamický vývoj úverov. Súčasne úsilie o znižovanie znečistenia životného prostredia sprevádzal oslabený rast priemyselnej výroby. Rovnako sa spomalil rast v stavebníctve, čo naznačuje tlmenejší investič-

<sup>1</sup> World Economic Outlook Update, January 2019.

ný dopyt. Nižšie tempo v maloobchode indikuje slabší rast súkromnej spotreby. Brazílska ekonomika si udržala rovnaký rast ako v predchádzajúcom roku, keď ju podržal domáci dopyt. Nižšie úrokové sadzby a reformy pôsobili na relatívne silné oživenie investícií, ktoré vzrástli po prvýkrát za posledných 5 rokov. Prorastovo na svetové hospodárstvo pôsobila India, ktorá sa stala najdynamickejšou ekonomikou spomedzi krajín G20. Vďaka rastúcemu využívaniu kapacít, oživeniu ziskovosti podnikov a rekapitalizácii štátnych bánk došlo k akcelerácii investícií. Pozitívne na hospodárstvo vplývala aj súkromná spotreba, ktorej tempo sa zrýchlilo napriek sprísňovaniu menovej politiky a vyššej miere nezamestnanosti. Naopak, ekonomiku utlmil zahraničný obchod, keď zvyšujúca sa exportná výkonnosť nestačila kompenzovať pretrvávajúci silný rast dovozov. V prostredí vyšších cien ropy a pozitívneho vývoja na trhu práce pokračovalo oživenie ruskej ekonomiky, ktorá rástla najrýchlejším tempom za posledných 6 rokov. Ekonomiku podporil zahraničný obchod, keď sa zrýchlila dynamika exportov a výrazne sa utlmilo tempo importov v dôsledku silnej depreciaácie rubľa. Domáci dopyt sa taktiež podieľal na raste ekonomiky cez veľké investičné projekty v oblasti ropného a plynárenského priemyslu, ale aj cez verejné výdavky, ktoré sa zvýšili kvôli organizácii svetového šampionátu vo futbale. V ďalšom období dôjde pravdepodobne k utlmeniu ekonomickej aktivity v dôsledku znižovania produkcie ropy v rámci dohody s OPEC-om. Nižšiu výkonnosť ruskej ekonomiky môžu ovplyvniť sankcie a slabá spotrebiteľská dôvera.

V roku 2018 sa globálny rast spotrebiteľských cien zvýšil, keď pružne reagoval na ceny energetických komodít. Mieru globálnej inflácie tak ovplyvnili ceny energií, ktoré rástli v priemere rýchlejším tempom ako v roku 2017. Prorastovo na spotrebiteľské ceny pôsobili aj ceny potravín. Vo vyspelých ekonomikách dynamika spotrebiteľských cien v roku 2018 akcelerovala na 2,0 % z 1,7 % v roku 2017, k čomu prispela aj vyššia jadrová inflácia. Súčasne sa zvýšila inflácia aj v rozvíjajúcich sa ekonomikách zo 4,3 % na 4,9 %.

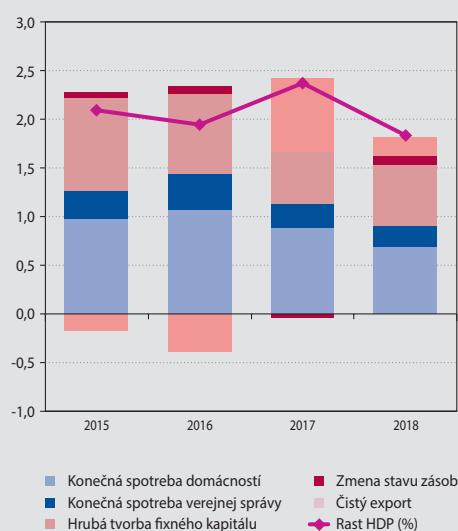
Globálne ceny komodít sa v roku 2018 zvýšili. Vzrástli jednak ceny energetických surovín, v rámci ktorých medziročný rast priemernej

ceny ropy o vyše 30 % odrážal obchodné spory USA a Číny, ekonomickú krízu vo Venezuele, odstúpenie USA od jadrovej dohody s Iránom s následným uvalením sankcií, ako aj dodržiavanie zmluvy členských krajín OPEC a Ruska o obmedzovaní produkcie. Rástli aj ceny neenergetických komodít, avšak ich dynamika sa zmiernila v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Tlmiačo na ceny neenergetických komodít pôsobili potravinové komodity, ktorých priemerná cena poklesla, čo bolo výsledkom nadprodukcie a rastúcich zásob.

### 1.1.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EUROZÓNE

V roku 2018 sa rast HDP eurozóny výraznejšie spomalil na 1,8 % v porovnaní s 2,4 % v roku 2017. Na zmiernení hospodárskej aktivity sa podieľal najmä nižší príspevok čistého exportu. Rast exportov sa voči minulému roku výrazne spomalil v dôsledku slabšieho globálneho obchodu a nárastu protekcionizmu. Zároveň sa spomalila dynamika importov, avšak v menšej miere. Taktiež sa zmiernil rast súkromnej spotreby, ktorá napriek tomu najviac prispela k dynamike ekonomiky. Spotrebiteľský dopyt podporil vývoj na trhu práce, ako aj priaznivé podmienky financovania. Z nich tiež profitovali investície, ktoré podporilo aj zlepšenie ziskovosti firiem. Celkovo vývoj ekonomiky eurozóny v roku 2018 ovplyvnili, okrem geopolitické-

Graf 1 Príspevky k medziročnému rastu HDP (p. b.)

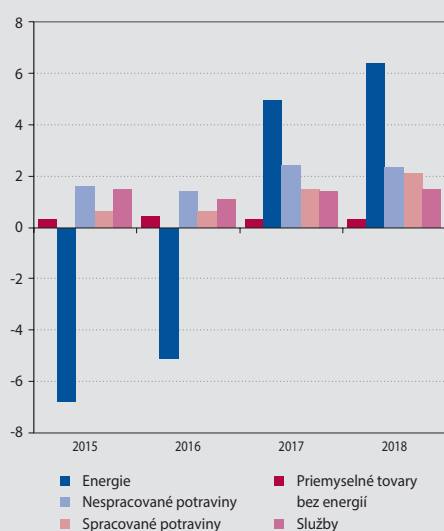


Zdroj: Eurostat.

ho vývoja a oslabenia svetového obchodu, aj dočasné faktory spojené s nepriaznivým počasím. V 1. polroku a v 2. polroku to bolo zavedenie nových emisných noriem v automobilovom priemysle. Zotavovanie na trhu práce pokračovalo aj v roku 2018. Miera nezamestnanosti sa v priebehu roka znížila (7,8 % v decembri 2018 v porovnaní s 8,6 % v januári 2018), na konci roka zaznamenala najnižšiu úroveň od októbra 2008.

V roku 2018 celková priemerná inflácia meraná HICP dosiahla 1,8 % a v porovnaní s predchádzajúcim rokom sa zrýchlila o 0,3 percentuálneho bodu. Do mája 2018 sa rast cien mierne zvýšil, následne sa do novembra pohyboval okolo 2 % a v poslednom mesiaci roka sa zmiernil na 1,5 %. Úroveň celkovej inflácie v priebehu celého roka ovplyvňoval najmä vývoj cien energických komodít. Ten sa odzrkadlil v dynamickom zrýchlení rastu cien energií až do októbra a následnom spomalení v posledných dvoch mesiacoch roka. Dynamika cien potravín sa ku koncu roka zmiernila. Jadrová inflácia (inflácia meraná HICP bez energií a nespracovaných potravín) sa po miernom zrýchlení v máji v druhej polovici roka pohybovala na nižších úrovniach. Jej priemerná úroveň v roku 2018 dosiahla 1,2 % (1,1 % v roku 2017).

**Graf 2 Medziročná zmena jednotlivých zložiek HICP inflácie (%)**



Zdroj: Eurostat.

Výmenný kurz eura voči americkému doláru deprecioval v priebehu roka 2018. Po kolísavom vývoji na začiatku roka sa kurz od apríla do mája výraznejšie oslaboval a následne do konca roka pokračoval vo volatilnom vývoji a postupne s občasnými výkyvmi s depreciačnou tendenciou. Vývoj odrážal nastavenia menových politík veľkých svetových ekonomík, geopolitický vývoj a aj výhľad pre hospodársky rast a infláciu v eurozóne. V porovnaní so začiatkom roka 2018 sa kurz eura oproti americkému doláru v závere roka znehodnotil o vyše 5 %.

## 1.2 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ SR

Rast slovenskej ekonomiky sa v roku 2018 medziročne zrýchlil na 4,1 % (v porovnaní s rastom 3,2 % v roku 2017). K rastu prispel vývoj domáceho dopytu, pričom rástli investície i spotreba.

Rast ekonomiky podporil vývoj na trhu práce. V roku 2018 zamestnanosť v metodike ESA 2010 medziročne vzrástla o 2,0 % (oproti 2,2 % v roku 2017), a to najmä v priemysle a obchodných činnostiach. Miera nezamestnanosti medziročne poklesla na 6,5 % (z 8,1 % v roku 2017) a dosiahla historické minimum. Medziročný rast priemernej nominálnej mzdy sa zrýchlil na 6,2 % (oproti 4,6 % v roku 2017). Mzdy rástli najrýchlejšie vo verejnej správe a obrane, v obchodných činnostiach, priemysle, zdravotníctve a stavebníctve.

V roku 2018 dosiahol bežný účet platobnej bilancie deficit 2,2 mld. € (v roku 2017 deficit 1,7 mld. €). K jeho zhoršeniu prispel najmä pokles prebytku obchodnej bilancie.

Spotrebiteľské ceny zaznamenali v roku 2018 priemerný medziročný rast o 2,5 % (oproti rastu o 1,4 % v roku 2017). Zrýchlenie inflácie meranej HICP ovplyvnili najmä ceny energií a služieb.

### 1.2.1 VÝVOJ CIEN

V roku 2018 v priemere ceny rástli o 2,5 % (v porovnaní s rastom o 1,4 % v roku 2017), a to vplyvom vývoja cien komodít a dopytovej inflácie.

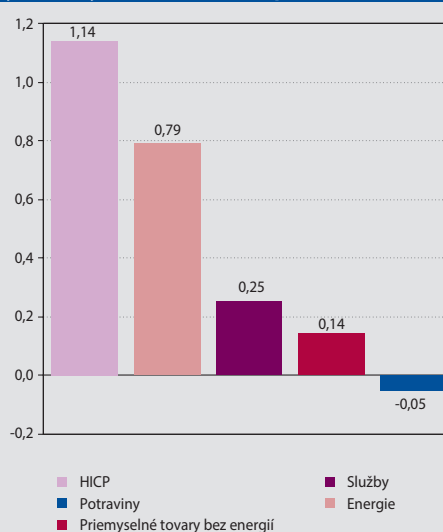
Ceny ropy v eurách medziročne narástli o 25 %, čo sa bez väčšieho časového omeškania prejavilo v raste cien pohonných látok. Tieto však neprispeli k zrýchleniu inflácie, keďže ich medziročný rast bol porovnateľný s rastom v roku 2017. Ceny energií boli prorastovo ovplyvnené vývojom regulovaných cien (plynu, elektriny a tepla), ktoré v priemere medziročne relatívne výrazne klesli v roku 2017.

V zrýchlení dynamiky dopytovej inflácie sa premietali počas roka 2018 tak impulzy z trhu práce, externé faktory zhmotnené v importných cenách, ale aj metodické zmeny v spôsobe merania vývoja cenovej hladiny. Dovezená inflácia, rast miezd a konečnej spotreby domácností pôsobili na mierne zrýchlenie rastu cien priemyselných tovarov bez energií. Pokračujúce impulzy z trhu práce naďalej dynamizovali rast cien služieb. V rámci cien služieb prispel k zrýchleniu medziročného rastu ich cien aj výrazný nárast váh cien leteckej dopravy v rámci spotrebiteľského koša.

Ceny potravín rástli druhý rok rýchlejšie ako priemerná inflácia, ale neprispeli k dodatočnému zrýchleniu inflácie. Ich ceny rástli v roku 2018 o 3,4 %. V pomerne vysokom tempe rastu cien potravín sa najmä v prvých troch štvrtrokoch ešte premietal pretrvávajúci vplyv ponukového

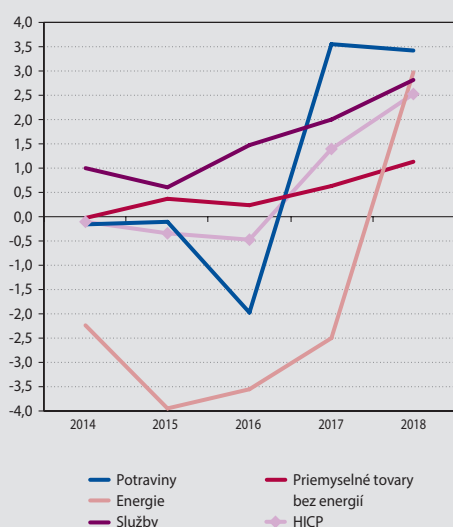
šoku (výrazného rastu cien mliečnych výrobkov a vajec). Doznenie šoku v poslednom štvrtroku 2018 sa prejavilo vo výraznom spomalení dynamiky cien potravín. K spomaleniu tempa rastu cien potravín vo 4. štvrtroku 2018 prispel aj kontinuálny pokles cien ovocia.

**Graf 4 Príspevky zložiek inflácie k celkovému zrýchleniu priemernej dynamiky (2018 – 2017) (p. b.)**



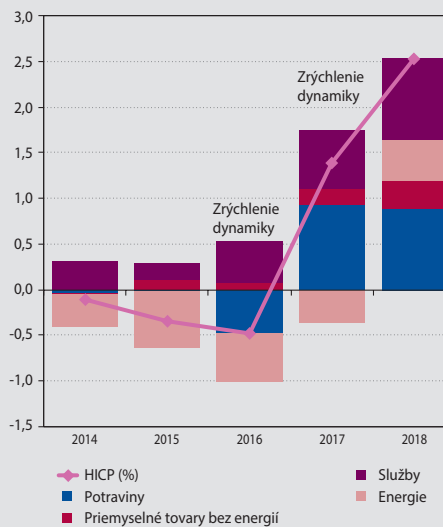
Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

**Graf 3 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (priemerná ročná dynamika v %)**



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

**Graf 5 Štruktúra vývoja inflácie HICP (p. b., %)**



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

### 1.2.2 HRUBÝ DOMÁCI PRODUKT

Hrubý domáci produkt v roku 2018 zrýchlil medziročne tempo rastu na 4,1 % (z 3,2 % v roku 2017), a to vplyvom domáceho dopytu, keď sa zvýšili tak investície, ako aj spotreba domácností. Nominálny vytvorený HDP dosiahol objem 90 201,8 mil. €, čo bolo o 6,3 % viac ako v roku 2017. Vplyvom postupného rastu spotrebiteľských, výrobných cien a cien v zahraničnom obchode sa zvýšil aj deflátor HDP o 2,2 % medziročne (v roku 2017 zaznamenal rast 1,3 %).

#### DOPYTOVÁ STRÁNKA HDP

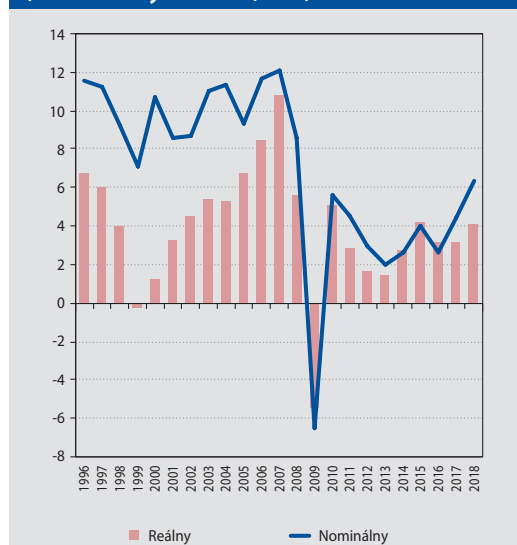
Domáci dopyt sa zvýšil o 4,2 % a značne si zlepšil oproti predchádzajúcemu roku, kedy vzrástol o 2,6 %. Jeho vývoj ťahal hlavne inves-

tičný dopyt. Fixné investície zrýchlili svoje tempo rastu na 6,8 %. Výrazná bola investičná aktivita v automobilovom priemysle súvisiaca s novou produkciou. Pozitívne prispel aj verejný sektor vplyvom dynamického čerpania fondov EÚ, najmä koncom roka. V rámci sektorov iba finančné inštitúcie preinvestovali menej prostriedkov ako v minulom roku. Mierne negatívne k rastu ekonomiky prispel čistý export z dôvodu vyššieho rastu dovozu (5,3 %) ako vývozu tovarov a služieb (4,8 % medziročne).

Pozitívny vývoj na trhu práce sa premietol aj do rastu disponibilného dôchodku domácností a následne v ich spotrebe. Jej dynamika sa však mierne spomalila oproti predchádzajúcemu roku najmä vplyvom vyššej inflácie. Vďaka zvyšujúcim sa príjmom si domácnosti mohli dovoliť vynakladať prostriedky aj na iné než nevyhnutné tovary a služby, ako sú potraviny, bývanie a doprava. K rastu spotreby domácností prispeli aj výdavky na nábytok a zariadenie, rekreáciu a kultúru, reštaurácie a hotely. Aj napriek zvyšujúcej sa spotrebe si domácnosti v roku 2018 dokázali časť prostriedkov odložiť, čo sa premietlo v opätovnom náraste miery úspor.

Export tovarov a služieb zmiernil svoje tempo rastu na 4,8 % vplyvom postupne spomaľujúceho sa zahraničného dopytu. Rozširovanie výroby automobilov a postupné získavanie si trhových podielov, keď modely áut u nás vyrábaných spĺňali emisné normy, prispeli k zlepšovaniu exportnej výkonnosti našej ekonomiky. Vývoz ovplyvnil najmä pozitívny vývoj v automobilovom priemysle. Ten však nedokázal vykompenzovať prepád u subdodávateľov (vplyvom nových emisných noriem) a v ostatných odvetviach

Graf 6 Vývoj reálneho a nominálneho HDP (medziročný rast v %, s. c.)



Zdroj: ŠÚ SR.

Tabuľka 1 Vývoj HDP podľa použitia (medziročný rast v %, s. c.)

	2017	2018				Rok
	Rok	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	
<b>Hrubý domáci produkt</b>	<b>3,2</b>	3,7	4,5	4,6	3,6	<b>4,1</b>
Konečná spotreba domácností a neziskových inštitúcií	<b>3,5</b>	3,5	2,0	3,1	3,4	<b>3,0</b>
Konečná spotreba verejnej správy	<b>1,7</b>	1,2	0,7	1,6	3,8	<b>1,9</b>
Tvorba hrubého fixného kapitálu	<b>3,4</b>	8,1	18,5	-5,7	9,0	<b>6,8</b>
Vývoz výrobkov a služieb	<b>5,9</b>	1,3	7,6	5,6	4,7	<b>4,8</b>
Dovoz výrobkov a služieb	<b>5,3</b>	1,1	6,6	5,4	7,8	<b>5,3</b>

Zdroj: ŠÚ SR.

ako elektropriemysel. Pozitívny efekt výrobcov áut koncom roka postupne doznieval a prevážilo ho spomaľovanie vývoja v zahraničí. Dovozy tovarov a služieb ovplyvnili aj rastúce investície a spotrebný dopyt.

Exportná výkonnosť meraná podielom exportu na HDP v roku 2018 medziročne vzrástla o 0,4 percentuálneho bodu na približne 97,2 %. Mierne viac sa zvýšila dovozná náročnosť o 1,3 percentuálneho bodu. Otvorenosť slovenskej ekonomiky meraná podielom vývozu a dovozu výrobkov a služieb na nominálnom HDP vzrástla o 1,7 percentuálneho bodu na 192,3 %.

### 1.2.3 TRH PRÁCE

Pomerne vysoký rast ekonomiky sa pretavil v roku 2018 aj do vývoja ukazovateľov trhu práce. Výrazne vzrástla priemerná mzda. Jej rast možno pripísať pokračujúcemu dopytu po pracovnej sile a s tým súvisiacim tlakom na zvyšovanie miezd vo viacerých sektoroch. V raste mzdy sa zároveň prejavili zákonom zvýšené príplatky za prácu v noci, počas sviatkov a cez víkend platné od mája 2018. Rast zamestnanosti sa mierne spomalil, ale aj napriek tomu dosiahol pomerne dynamické tempo rastu. Miera nezamestnanosti sa výrazne znížila a dosiahla historické minimum.

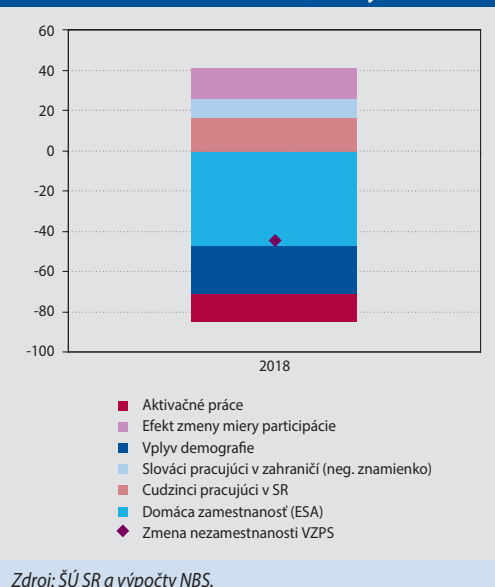
#### ZAMESTNANOSŤ

Zamestnanosť v metodike ESA 2010 medziročne vzrástla o 2,0 %, čo predstavuje nárast o 47,6 tisíc osôb (v roku 2017 sa zvýšila o 2,2 %). Z hľadiska odvetvového členenia k rastu zamestnanosti prispeli najmä odvetvia priemyslu a obchodných činností. Dynamicky rástlo aj stavebníctvo. Zamestnanosť vo verejnom sektore<sup>2</sup> vzrástla o 1,3 % (v roku 2017 rast rovnako o 1,3 %), pričom najrýchlejšie rástla zamestnanosť v zdravotníctve. Trend poklesu počtu osôb pracujúcich v zahraničí pokračoval už druhý rok po sebe, keď sa ich počet medziročne znížil o 6,5 % (9,7 tisíc osôb). Na druhej strane sa z roka na rok zvyšuje počet cudzincov pracujúcich v SR a v roku 2018 medziročne vzrástol o 15,9 tisíc osôb. Tieto skutočnosti v kombinácii s rastúcou mierou participácie sú faktormi čiastočne zmiernujúce tlaky na trhu práce.

#### NEZAMESTNANOSŤ

Podľa výberového zisťovania pracovných síl sa počet nezamestnaných v roku 2018 znížil o 20 % (tzn. o 44 tisíc osôb), v dôsledku čoho

**Graf 7 Príspevky hlavných veličín trhu práce k zmene nezamestnanosti (osoby)**



miera nezamestnanosti poklesla medziročne o 1,6 percentuálneho bodu na 6,5 %, a tým dosiahla historické minimum. Podľa evidencie úradov práce, sociálnych vecí a rodiny dosiahla miera evidovanej nezamestnanosti v roku 2018 v priemere 5,4 % a v porovnaní s rokom 2017 poklesla o 1,7 percentuálneho bodu. Zníženie miery nezamestnanosti súviselo na jednej strane s rastúcim dopytom po pracovnej sile, na druhej strane aj s výrazným poklesom ekonomicky aktívneho obyvateľstva, ktoré klesá už druhý rok po sebe. V roku 2018 dochádzalo dokonca k výraznejšiemu znižovaniu dlhodobej nezamestnanosti.

#### MZDY A PRODUKTIVITA PRÁCE

Medziročná dynamika priemernej nominálnej mzdy v roku 2018 výraznejšie vzrástla a dosiahla 6,2 %. Úroveň nominálnej mzdy dosiahla 1 013 €. Najrýchlejší rast priemernej mzdy zaznamenala verejná správa a obrana (8 %), obchodné činnosti (7,8 %), priemysel (7 %), zdravotníctvo (7,1 %) a stavebníctvo (6,4 %). Rýchlejší rast miezd možno pripísať situácii na trhu práce, kde naďalej vo viacerých sektoroch pretrvávajú nedostatok vhodnej pracovnej sily, čo malo za následok mzdovú konkurenciu medzi zamestnávateľmi. Vzhľadom na to, že cenová hladina medziročne vzrástla, rast reálnej mzdy zaostal za rastom nominálnej mzdy a v roku 2018 dosiahla 3,6 %. Vplyvom rýchlejšieho rastu ekonomiky nominálna produktivita prá-

<sup>2</sup> Zahrňa i odvetvia zdravotníctva a vzdelávania.



**Tabuľka 2 Vývoj ukazovateľov trhu práce**

	2017	2018				
	Rok	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	Rok
Nominálna mzda (index)	4,6	6,5	6,4	6,1	5,8	6,2
Reálna mzda (index)	3,3	4,1	3,5	3,3	3,5	3,6
Kompenzácie na zamestnanca nominálne ESA 2010 (index)	5,2	5,4	5,6	5,3	5,5	5,4
Produktivita práce z HDP (index, b. c.)	2,2	3,5	4,8	5,0	3,5	4,2
Produktivita práce z HDP (index, s. c.)	1,0	1,4	2,3	2,7	1,8	2,1
Zamestnanosť podľa ESA 2010 (index)	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7	2,0
Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>1)</sup> (%)	8,1	7,1	6,6	6,4	6,1	6,5
Jednotkové náklady práce nominálne (ULC) <sup>2)</sup>	4,2	3,9	3,2	2,6	3,7	3,3

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

1) Výberové zisťovanie pracovných síl.

2) Podiel rastu kompenzácií na zamestnanca v bežných cenách a rastu produktivity práce ESA 2010 v stálych cenách.

ce v roku 2018 zrýchlila svoje tempo rastu, ale jej dynamika naďalej zaostáva za rastom mzdy (jej predstih sa však zmiernil v porovnaní s minulým rokom).

#### 1.2.4 FINANČNÉ HOSPODÁRENIE NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ

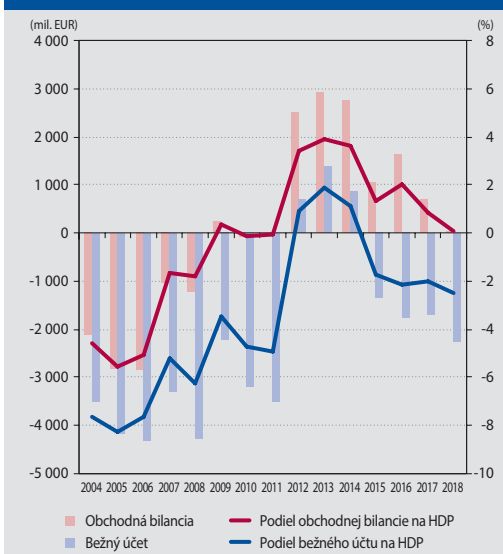
Podľa údajov ŠÚ SR vytvorili nefinančné korporácie v roku 2018 zisk v objeme 11,1 mld. €. Zisk nefinančných korporácií vzrástol o 8,6 % (v roku 2017 poklesol o 2,2 %). Ziskovosť nefinančných korporácií ovplyvnil najmä nárast hospodárskeho výsledku v odvetviach veľkoobchodu a maloobchodu (17,7 %), sprostredkovania nehnuteľností na bývanie (17,8 %), informáciách a komunikácií (21,4 %) a výroby motorových vozidiel (6,7 %). Naopak, pokles ziskovosti nastal hlavne v odvetví dodávok elektriny, plynu a pary (pokles o 4,0 %) a v chemickom priemysle (pokles o 16,3 %).

#### 1.2.5 PLATOBNÁ BILANCIA

##### BEŽNÝ ÚČET

V roku 2018 dosiahol bežný účet platobnej bilancie deficit 2,2 mld. €, čo predstavovalo zhoršenie o 0,5 mld. € v porovnaní s rokom 2017. Hlavným faktorom bol pokles prebytku obchodnej bilancie. Podiel deficitu bežného účtu na HDP v bežných cenách medziročne vzrástol o 0,5 percentuálneho bodu, na 2,5 %.

Saldo bilancie služieb sa v porovnaní s rokom 2017 takmer nezmenilo. Mierne nižší prebytok

**Graf 8 Vývoj bežného účtu a obchodnej bilancie**


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

bol dôsledkom nárastu platieb za služby nákladnej dopravy. Saldo bilancie primárnych výnosov pozitívne ovplyvnilo vyššie čerpanie zdrojov z eurofondov. Spolu s mierne vyššími úrokovými výnosmi bolo hlavnou príčinou medziročne nižšieho deficitu.

Výrazný medziročný nárast prebytku na kapitálovom účte bol dôsledkom vyššieho čerpania zdrojov EÚ.

**Tabuľka 3 Bežný a kapitálový účet platobnej bilancie (mld. EUR)**

	Rok 2017	Rok 2018
Tovary	0,7	0,0
Vývoz	71,5	76,4
Dovoz	70,8	76,4
Služby	0,9	0,8
Primárne výnosy	-2,0	-1,8
Sekundárne výnosy	-1,3	-1,2
<b>Bežný účet</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>
Podiel bežného účtu na HDP v %	-2,0	-2,5
<b>Kapitálový účet</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**FINANČNÝ ÚČET**

V roku 2018 dosiahol finančný účet platobnej bilancie prílev vo výške 1,9 mld. €, čo oproti roku 2017 predstavovalo pokles o 0,3 mld. €.

V bilancii priamych investícií prílev zdrojov z investovania zahraničných subjektov vo forme majetkovej účasti kompenzoval odlev dlhového kapitálu vyplývajúceho z ekonomickej činnosti podnikateľských subjektov. Vývoj v rámci portfóliových investícií ovplyvnila investičná politika NBS, keď sa nákup zahraničných cenných papierov prejavil nárastom aktív a výrazným celkovým odlevom prostriedkov v bilancii portfóliových investícií. Prílev v bilancii ostatných investícií súvisel najmä s vývojom krátkodobých finančných úverov v sektore NBS (repo obchody).

**Tabuľka 4 Finančný účet platobnej bilancie (mld. EUR)**

	Rok 2017	Rok 2018
Priame investície	-1,7	-0,2
Portfóliové investície a finančné deriváty	1,0	3,5
Ostatné investície	-2,0	-6,6
Rezervné aktíva	0,5	1,4
<b>Finančný účet</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,9</b>

Zdroj: NBS.

Poznámka: Údaje za položky finančného účtu sú uvádzané v čistom vyjadrení (Aktíva - Pasíva), pričom kladné hodnoty predstavujú čistý odlev a záporné hodnoty čistý prílev.

**ZAHRANIČNÁ ZADLŽENOSŤ SR**

Z vývoja platobnej bilancie k 31. 12. 2018 vyplýval medziročný nárast zahraničného dlhu o 8,0 mld. € (z 94,2 mld. € na 102,2 mld. €). Podiel celkovej hrubej zadlženosti SR k vytvorenému HDP v bežných cenách v roku 2018 dosiahol podľa predbežných údajov 113,3 %, čo oproti roku 2017 (111,0 %) predstavuje nárast o 2,3 percentuálneho bodu. Podiel celkového krátkodobého zahraničného dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu SR predstavoval úroveň 50,1 % (medziročný nárast o 1,3 percentuálneho bodu). Zadlženosť na obyvateľa dosiahla koncom roka 2018 výšku 18 931 €, čo v porovnaní s predchádzajúcim rokom znamená nárast o 1 489 €.

**NOMINÁLNY A REÁLNY EFEKTÍVNY VÝMENNÝ KURZ<sup>3</sup>**

Index nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER) sa v priemere za rok 2018 zhodnotil medziročne o 0,5 % na rozdiel od oslabenia o 0,2 % v predchádzajúcom roku. K posilneniu NEER najväčšou mierou prispela apreciácia oproti ruskému rublu, maďarskému forintu a čínskemu jüanu zhodne vo výške 0,2 percentuálneho bodu. Apreciáciu NEER tlmilo len medziročné oslabenie oproti českej korune s príspevkom 0,3 percentuálneho bodu, ktoré súvisí s ukončením obmedzenia posilnenia českej koruny cez hranicu 27 CZK/EUR trvajúcim do 6. 4. 2017. Kurzová hranica slúžila Českej národnej banke ako nástroj dodatočného uvoľnenia menovej politiky a po jej zrušení došlo k postupnému posunu kurzu českej meny na silnejšie úrovne, v blízkosti ktorých zotrvala aj v roku 2018.

Index reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER) na báze cien priemyselnej výroby sa v priemere za rok 2018 zhodnotil medziročne o 0,8 %, na rozdiel od oslabenia o 1,3 % v predchádzajúcom roku. Príčinou výraznejšieho posilnenia indexu REER v porovnaní s indexom NEER bol kladný inflačný diferenciel oproti najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska. Najvýraznejší kladný inflačný diferenciel zaznamenalo Slovensko oproti Českej republike (1,4 percentuálneho bodu), Taliansku (1,3 percentuálneho bodu), Nemecku (1,2 percentuálneho bodu) a Kórejskej republike (1,0 percentuálneho bodu). Po zohľadnení váh jednotlivých obchodných partnerov najviac vplýval na apreciáciu REER kladný inflačný diferenciel

<sup>3</sup> Metodika výpočtu efektívneho výmenného kurzu je zverejnená na webovej stránke NBS: [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Statistika/VybrMakroUkaz/EER/NEER\\_REER\\_Metodika.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Statistika/VybrMakroUkaz/EER/NEER_REER_Metodika.pdf).

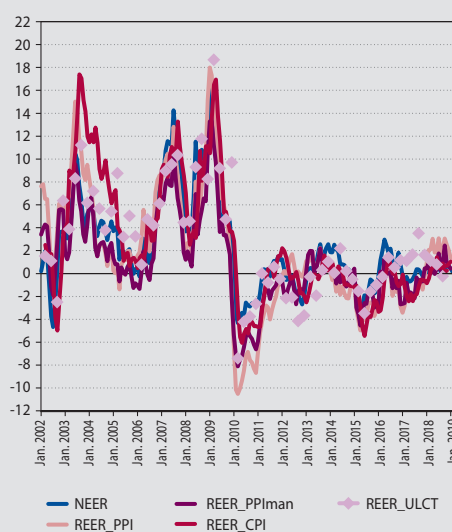


oproti Nemecku s príspevkom 0,3 percentuálneho bodu, Českej republike s príspevkom 0,2 percentuálneho bodu a Taliansku s príspevkom 0,1 percentuálneho bodu. Spoločný vplyv nominálnych výmenných kurzov a inflačných diferenciálov oproti jednotlivým obchodným partnerom zachytávajú bilaterálne reálne výmenné kurzy (RER). K apreciácii REER najviac prispeli RER oproti Nemecku (0,3 percentuálneho bodu), Číne, Kórejskej republike, Ruskej federácii, Spojeným štátom, Taliansku a Francúzsku (zhodne po 0,1 percentuálneho bodu). Zhodnotenie REER najviac tlmil RER oproti Českej republike s príspevkom -0,2 percentuálneho bodu. Pri pokračujúcej apreciácii odhadovanej rovnovážnej trajektórie REER, ktorá súvisí najmä s rýchlejším rovnovážnym rastom produktivity práce v porovnaní so zahraničím, pretrvávalo aj napriek zhodnoteniu indexu REER podhodnotenie reálneho efektívneho kurzu narastajúce miernejším tempom ako pred rokom. Podhodnotený REER aj naďalej podporoval cenovú konkurencieschopnosť domácich firiem a umožnil obnovenie rastu trhového podielu Slovenska meraného ako podiel vývozu SR na zahraničnom dopyte.

REER na báze jednotkových nákladov práce (ULC) sa v priemere za prvé tri kvartály roka 2018 zhodnotil medziročne o 0,6 %. K jeho posilne-

niu najviac prispeli RER oproti Spojeným štátom (0,3 percentuálneho bodu), Nemecku, Poľsku a Kórejskej republike (zhodne po 0,2 percentuálneho bodu). Apreciáciu REER na báze ULC najviac tlmil RER oproti Českej republike s príspevkom -0,9 percentuálneho bodu.

**Graf 9 Vývoj indexov NEER a REER (15 obchodných partnerov, medziročná zmena v %)**



Zdroj: Výpočty NBS.

Poznámka: + zhodnotenie, - znehodnotenie indexov.

## 2 MENOVÁ POLITIKA EUROSYSTEMU

### 2.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

V roku 2018 pokračovala ECB v implementácii akomodatívnej menovej politiky, ktorú začala uplatňovať v roku 2014. Ekonomický vývoj v eurozóne si za ostatnú dekádu vyžiadala zavedenie viacerých neštandardných menovopolitických nástrojov, ktoré prispeli k významnému zvýšeniu likviditnej pozície európskeho bankového sektora. Zároveň podporili zmeny použitých menových nástrojov poskytujúcich bankovému sektoru likviditu. Podpornú, avšak dôležitú funkciu pri napĺňaní menovej politiky zohrávala priama komunikácia (tzv. forward guidance) Rady guvernérov ECB o predpokladanom výhľade menovopolitických postupov.

Rada guvernérov ECB ponechala počas celého roka 2018 kľúčové úrokové sadzby nezmenené, s úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie na úrovni 0,00 %, úrokovou sadzbou pre jednoduchové refinančné operácie na 0,25 % a úrokovou sadzbou pre jednoduchové sterilizačné operácie v zápornom pásme -0,40 %. Na menovopolitickom zasadnutí v júni Rada guvernérov ECB spresnila priamu komunikáciu k vývoju kľúčových sadzieb. Určila ponechanie kľúčových úrokových sadzieb na nezmenených úrovniach minimálne do leta 2019, v každom prípade však tak dlho, ako to bude potrebné na zabezpečenie udržateľného inflačného vývoja. Spresnený výhľad kľúčových sadzieb ECB mal vplyv na zachovanie trhových úrokových sadzieb na nezmenených úrovniach