

# 1 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

## 1.1 VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE

### 1.1.1 GLOBÁLNE TRENDY VÝVOJA PRODUKcie A CIEN

Globálna ekonomika rástla v roku 2014 rovnakým tempom ako v predchádzajúcom roku (3,3 %). V rámci jednotlivých krajín bol však vývoj diferencovaný. Hospodársky rast vyspelých ekonomík sa zrýchlil, pričom uvedené krajiny profitovali hlavne z podporných domácich politík, ako aj zo zlepšujúceho sa hospodárenia domácností. Na druhej strane sa utlmil rast rozvíjajúcich sa ekonomík, hlavne v dôsledku prísnejších finančných podmienok a normalizácie menovej politiky USA. Globálnu ekonomiku v roku 2014 tlmil aj geopolitický konflikt medzi Ukrajinou a Ruskom. V rámci vyspelých krajín si USA upevnili ekonomický rast, ktorý vyplýval z pozitívneho vývoja na trhu práce, ako aj oživenia domáceho dopytu. Prorastovo na svetovú ekonomiku pôsobila aj Veľká Británia, ktorej ekonomiku podporila predovšetkým súkromná spotreba a vývoj na reálnom trhu. Po poklese zaznamenanom v roku 2013 ekonomika eurozóny rástla, jej tempo rastu však zaostalo za väčšinou vyspelých krajín. Aprílové zvýšenie daní zo spotreby viedlo k prepadu súkromnej spotreby v Japonsku a prispelo tak k celkovej stagnácii ekonomiky v roku 2014. V rámci rozvíjajúcich sa krajín sa spomalil rast ekonomickej aktivity v Číne, napriek tomu si udržala solídne tempo rastu. Čínsku ekonomiku tlmil oslabený reálny trh, ale následne prijaté stimulačné opatrenia spolu s oživením exportu pomohli priblížiť sa k oficiálnemu cieľu. Globálnu ekonomickú aktivitu utlmilo aj Rusko, ktorého rast sa výrazne znížil v dôsledku pretrvávajúceho konfliktu s Ukrajinou a obmedzenej obchodnej výmeny. Uvedené geopolitické napätie mohlo do určitej miery ovplyvniť aj tempo rastu globálneho zahraničného obchodu, ktorý sa v roku 2014 znížil na 3,1 % z 3,4 % zaznamenaných v roku 2013.

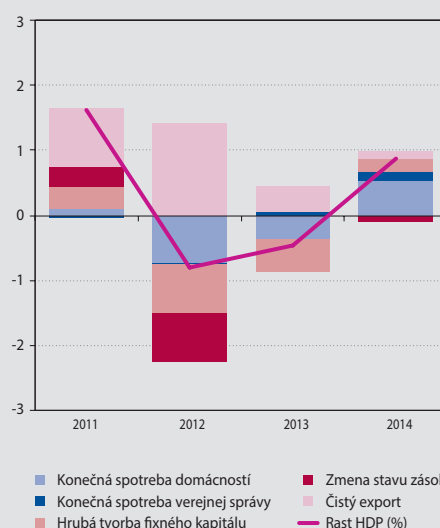
Vo vyspelých ekonomikách sa priemerná miera inflácie v roku 2014 udržala na úrovni predchádzajúceho roka (1,4 %), v druhej polovici roka sa však cenový rast spomaľoval. V rozvíjajúcich sa ekonomikách sa priemerná miera inflácie znížila o 0,5 percentuálneho bodu na 5,4 %. Spotre-

bitelské ceny v roku 2014, predovšetkým ceny energií, výrazne ovplyvnila cena ropy. V prvej polovici roka sa držala na relatívne vysokej úrovni v dôsledku ohrozenia ťažby v Iraku a Líbyi, ako aj obáv z nárastu geopolitických rizík na Ukrajine. V druhom polroku však cena ropy začala prudko klesať v reakcii na rastúce zásoby ropy. Dynamicky sa zvyšujúca ťažba (hlavne v USA), spomalenie dopytu v Číne, ako aj neochota členských krajín OPEC znížiť produkciu ropy s cieľom udržať si trhové podiely, znížili cenu ropy ku koncu roka takmer o polovicu. Rovnako ceny neenergetických komodít zaznamenali v roku 2014 klesajúci trend, pričom ceny kovov sa znižovali kvôli previsu ponuky nad dopytom, ako aj kvôli spomaľujúcemu sa ekonomickému rastu Číny. Klesali aj ceny agrokomodít v dôsledku priaznivej úrody a zvyšujúcej sa produkcie.

### 1.1.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EUROZÓNE

V roku 2014 hospodárstvo eurozóny zaznamenalo po dvoch rokoch poklesu rast 0,9 % (v roku 2013 pokles o 0,5 %). Pozitívne k tomuto vývoju prispela v najväčšej miere súkromná spotreba, v menšej miere aj spotreba vlády a investície, ktorým prospelo akomodatívne nastavenie menovej politiky s dopadom na uvoľnenie úverových

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



Zdroj: Eurostat.

podmienok. Rast exportov sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom zrýchlil, bol však takmer v plnej miere kompenzovaný rastom importov. Čistý export tak mal len mierny príspevok k ekonomickému rastu. Ekonomické oživenie bolo aj naďalej krehké, ovplyvnené napätou geopolitickou situáciou. Posilnenie hospodárstva sa prejavilo na trhu práce, keď miera nezamestnanosti postupne v priebehu roka klesala (z 11,9 % v decembri 2013 na 11,3 % v decembri 2014), avšak naďalej zotrúvala na vysokých úrovniach. Pretrvávajúca potreba úprav bilancii verejného sektora, ako aj potreba fiškálnej konsolidácie v niektorých krajinách eurozóny, ovplyvnili vývoj konečnej spotreby verejnej správy.

V roku 2014 celková priemerná inflácia meraná HICP dosiahla 0,4 % a v porovnaní s predchádzajúcim rokom sa spomalila o 1 percentuálny bod. V priebehu celého roka sa rast cien zmiernoval a v decembri zaznamenal pokles do záporných hodnôt. V porovnaní s decembrom 2013 (0,8 %) sa dynamika rastu HICP v decembri 2014 spomalila (-0,2 %). Jadrová inflácia (inflácia meraná HICP bez energií a nespracovaných potravín) zaznamenala v priebehu roka tiež spomalenie rastu. Jej priemerná úroveň v roku 2014 dosiahla 0,9 % (v roku 2013 dosiahla 1,3 %). Úroveň celkovej inflácie v priebehu celého roka ovplyvňovali ceny energetických a potravinových komodít. To sa premietlo do výrazného prehĺ-

benia poklesu cien energií a spomalenia dynamiky cien potravín. Mierne sa spomalil aj rast cien priemyselných tovarov bez energií. Ceny služieb zaznamenali stabilnejší vývoj, avšak taktiež na nízkych úrovniach. Spotrebiteľský dopyt bol naďalej relatívne nízky a v prostredí vysokej konkurencie prispieval k utlmenému cenovému vývoju.

Výmenný kurz eura voči americkému doláru zaznamenal v priebehu roka 2014 oslabenie. Po období apreciacie od mája 2014 deprecioval, pričom v posledných dvoch mesiacoch roka bol tento trend volatilnejší. Odrážal rozdielne cyklické pozície a nastavenia menových politík eurozóny a USA, ako aj spomaľujúce sa výhľady rastu a inflácie v eurozóne. V porovnaní s koncom roka 2013 sa v závere roka 2014 kurz eura oproti americkému doláru znehodnotil o 12 %.

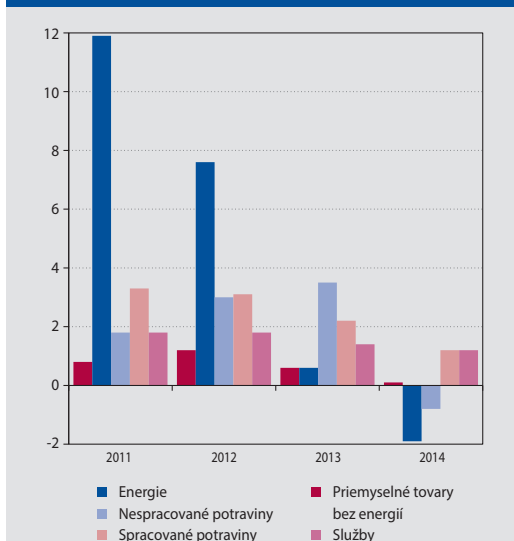
Rada guvernérov ECB reagovala na aktuálny vývoj a v priebehu roka 2014 upravila kľúčové úrokové sadzby dvakrát. V priebehu roka tiež schválila ďalšie opatrenia menovej politiky zamerané na podporu fungovania transmisného mechanizmu akomodatívnej menovej politiky a podporu poskytovania úverov reálnej ekonomike v rámci plnenia svojho mandátu udržiavania cenovej stability.

## 1.2 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ SR

V roku 2014 sa tempo rastu slovenskej ekonomiky zrýchlilo. Podľa údajov ŠÚ SR hrubý domáci produkt medziročne vzrástol o 2,4 % v stálych cenách v porovnaní s rastom 1,4 % v roku 2013. Hlavným zdrojom rastu bol predovšetkým domáci dopyt, v rámci ktorého najrýchlejšie rástli investície, ktoré predstihli aj rast spotrebného dopytu. Dynamika zahraničného dopytu sa v porovnaní s rokom 2013 spomalila. Z produkčného hľadiska k rastu HDP prispel najmä rast pridanej hodnoty vo verejnej správe, obchode a priemysle.

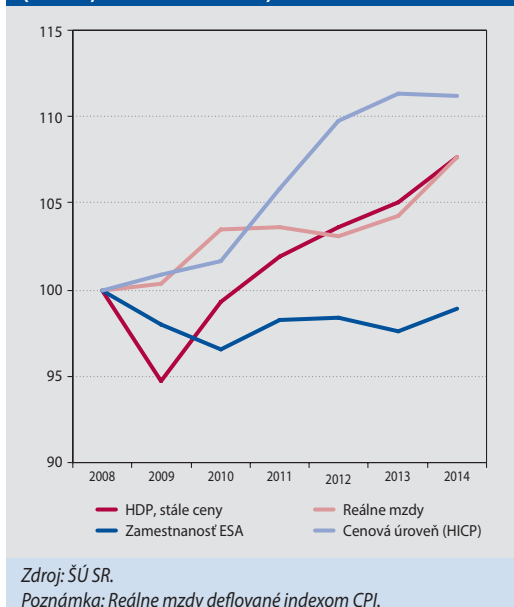
V roku 2014 saldo bežného účtu platobnej bilancie dosiahlo prebytok 0,1 %, čo bola výrazne nižšia úroveň oproti roku 2013 (1,4 %). V rámci štruktúry bežného účtu k menej priaznivému výsledku prispel najmä zhoršený vývoj bilancie výnosov, ako aj nižší prebytok bilancie služieb. Mierne medziročné zlepšenie zaznamenalo sal-

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



Zdroj: Eurostat.

**Graf 3 Porovnanie hlavných ekonomických ukazovateľov s predkrízovou úrovňou (index, rok 2008 = 100)**



do bilancie bežných transferov, saldo obchodnej bilancie sa nezmenilo.

Rýchlejší rast ekonomiky v roku 2014 priniesol priaznivé účinky i na trh práce. Vzrástol počet zamestnaných osôb, klesla miera nezamestnanosti. Zamestnanosť zaznamenávala rast v každom štvrtroku, pričom rast sa v priebehu roku zvyšoval. Recipročne nezamestnanosť v priebehu roku stabilne klesala, pričom najväčší pokles v miere nezamestnanosti bol zaznamenaný na konci roku. Počet odpracovaných hodín tiež vzrástol, čo odrážalo rastúci dopyt po práci. Po dvoch rokoch sa tak trend poklesu odpracovaných hodín zvrátil. Nominálne mzdy pridali medziročne na dynamike, tá bola najvyššia za posledných šesť rokov. Ešte rýchlejším tempom rástli mzdy reálne, keďže v ekonomike v roku 2014 absentovala inflácia. Rast produktivity práce sa v nominálnom i reálnom vyjadrení medziročne spomalil. Rast priemernej mzdy bol rýchlejší ako rast nominálnej produktivity práce po prvýkrát po roku 2009. Relatívne rýchly rast miezd vyústil do rastu jednotkových nákladov práce.

V priemere za rok 2014 spotrebiteľské ceny poklesli o -0,1 %. Za značne výrazným spomalením medziročného rastu cenovej hladiny bol vývoj všetkých zložiek inflácie.

## 1.2.1 VÝVOJ CIEN

### SPOTREBITEĽSKÉ CENY

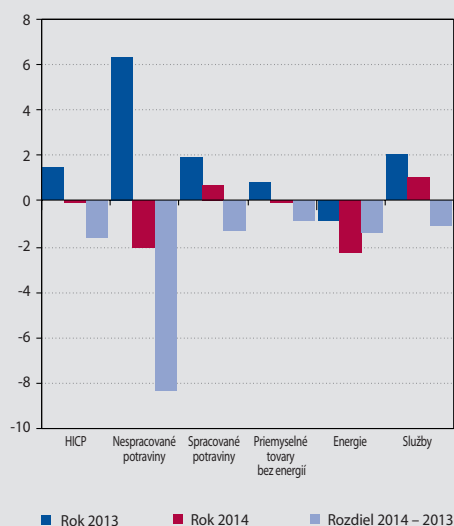
*Inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP).*

V priemere inflácia spomalila z 1,5 % v roku 2013 na rekordne nízkych -0,1 % v roku 2014. K spomaleniu dynamiky prispeli najmä nižšia dynamika cien nespracovaných potravín. Spomalenie medziročného rastu zaznamenali aj ceny služieb, priemyselných tovarov bez energií a spracovaných potravín. V porovnaní s predchádzajúcim rokom rýchlejšie klesli aj ceny energií. Na spomalenie priemernej dynamiky cenovej hladiny v roku 2014 vplývali najmä externé faktory (pokles cien ropy, nízke ceny poľnohospodárskych komodít) a administratívne zásahy (úpravy cestovného v rámci železničnej dopravy, vplyv zrušenia bankového poplatku v polovici roka 2013).

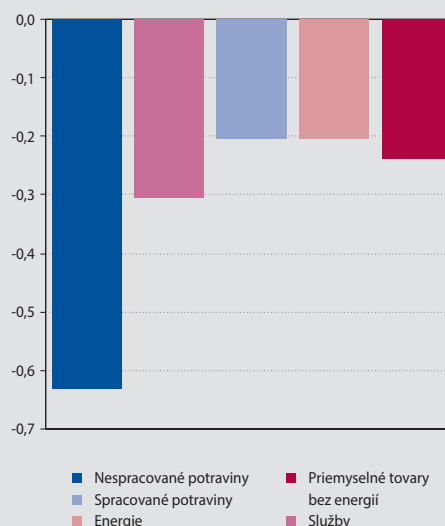
Pokles cien elektrickej energie na medzinárodných trhoch sa premietol do výraznejšieho poklesu cien elektrickej energie pre domácnosti. Pokles cien elektrickej energie z 0,4 % v decembri 2013 na 0,0 % v januári 2014 veľkou mierou prispel k spomaleniu dynamiky HICP. V druhej polovici roka pod vplyvom výrazne klesajúcich cien ropy začala spomaľovať aj dynamika cien pohonných látok.

V dôsledku dobrej úrody druhý rok po sebe sa vytvoril priestor na pokles cien potravín. Od apríla 2014 až do konca roka ceny potravín medziročne klesali, pričom ich medziročný pokles dosiahol maximum v 3. štvrtroku. Bázický efekt výrazného poklesu cien koncom roka 2013 len čiastočne zmiernil tempo medziročného poklesu cien potravín koncom roka 2014.

Ceny priemyselných tovarov bez energií – v prostredí nízkej dynamiky importných cien, aj napriek postupnému oživovaniu spotrebiteľského dopytu domácností podporeného rastom reálnej mzdy – v priemere stagnovali v porovnaní s ich rastom v predchádzajúcom roku (0,8 %). V priebehu roka však ich dynamika postupne akcelerovala z -0,4 % v januári na 0,4 % v decembri 2014. K spomaleniu priemernej dynamiky priemyselných tovarov bez energií prispelo spomalenie medziročného rastu cien tovarov krátkodobej spotreby (farmaceutické

**Graf 4 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (priemerná ročná dynamika v %)**


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

**Graf 5 Príspevky zložiek inflácie k celkovému spomaleniu dynamiky medzi 2013 – 2014 (p. b.)**


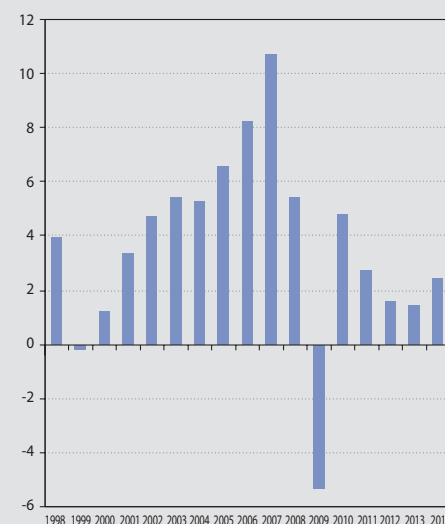
Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

produkty, tovary pre pravidelnú údržbu a opravy obydliá), strednodobej spotreby (vybavenie pre šport, rekreáciu, hračky, obrazové a zvukové nosiče, knihy), ako aj zrýchlenie poklesu cien tovarov dlhodobej spotreby (zariadenia na príjem a reprodukciu zvuku, zariadenia na spracovanie údajov, motorové vozidlá). V cenovom vývoji priemyselných tovarov mohol pokračovať vplyv štrukturálnych zmien (znižovanie jednotkových nákladov produkcie tovarov, technologický pokrok, vplyv dynamického rozvoja internetového predaja ústiaci do jednoduchšej cezhraničnej porovnateľnosti cien, ako aj dostupnosti tovarov pre spotrebiteľa).

Priemerný medziročný rast cien služieb v roku 2014 sa v porovnaní s rokom 2013 spomalil. Na nízku dynamiku v rokoch 2013 a 2014 významne pôsobili administratívne zásahy. V druhej polovici roka 2013 sa zrušil bankový poplatok za vedenie hypotekárneho účtu. Uvedené zrušenie poplatku sa prenieslo aj do nízkej priemernej dynamiky v roku 2014. Nemenej významný vplyv malo zrušenie cestovného v rámci cien železničnej dopravy pre študentov a dôchodcov koncom roka 2014. K spomaleniu medziročného rastu cien prispeli napriek zrýchleniu reálneho disponibilného príjmu a konečnej spotreby domácností v roku 2014 aj ceny neadministratívnych služieb.

### 1.2.2 HRUBÝ DOMÁCI PRODUKT

Podľa údajov ŠÚ SR hrubý domáci produkt v roku 2014 vzrástol medziročne o 2,4 % v stálych cenách (v roku 2013 rast o 1,4 %). Ekonomický rast sa zrýchľil v dôsledku oživenia domáceho dopytu. Nominálny vytvorený objem HDP dosiahol 75,2 mld. €. Nominálny rast ekonomiky (2,2 %) bol nižší ako reálny (2,4 %) z dôvodu poklesu

**Graf 6 Vývoj reálneho HDP (medziročný rast v %)**


Zdroj: ŠÚ SR.



Tabuľka 1 Tvorba HDP (index, ROMR = 100, s. c.)

	2013	2014				Rok
	Rok	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	
HDP	101,4	102,3	102,6	102,4	102,4	102,4
Hrubá produkcia	99,4	105,2	102,1	100,6	99,1	101,7
Medzispotreba	98,4	107,3	101,9	99,2	97,4	101,3
Pridaná hodnota	101,1	102,0	102,3	102,5	102,0	102,2
Čisté dane z produktov <sup>1)</sup>	105,4	105,9	105,4	101,1	106,9	104,8

Zdroj: ŠÚ SR.

1) Daň z pridanej hodnoty, spotrebná daň, daň z dovozu mínus subvencie.

všeobecnej cenovej úrovne v ekonomike, vjadrenej deflátorom HDP. Deflátor HDP vplyvom poklesu spotrebiteľských, výrobných, dovozných aj vývozných cien sa znížil o 0,2 % medziročne (v roku 2013 vzrástol o 0,5 %).

#### PONUKOVÁ STRÁNKA HDP

Tvorbu HDP ovplyvnilo zrýchlenie medziročného rastu reálnej pridanej hodnoty na 2,2 % (z 1,1 % v roku 2013). Z hľadiska jednotlivých odvetví bol rast HDP ovplyvnený najmä rastom pridanej hodnoty vo verejnej správe, obchode a priemysle. Naopak, pokles pridanej hodnoty bol zaznamenaný v stavebníctve (už druhý rok po sebe) a poľnohospodárstve.

#### DOPYTOVÁ STRÁNKA HDP

Po dvoch rokoch poklesu sa zvýšil domáci dopyt (o 3,4 %), k čomu prispeli aj klesajúce ceny ropy, ktoré zvýšili disponibilné príjmy domácností a ziskovosť firiem. Naopak, tlmiaco pôsobil čistý export pri vyššom raste dovozu (5 %) ako vývozu tovarov a služieb (4,6 % medziročne). Vyšší rast

dovozu (aj v porovnaní s minulým rokom) bol podmienený dynamizáciou oboch zložiek domáceho dopytu.

V rámci domáceho dopytu rástli všetky jeho zložky, najrýchlejšie fixné investície, pričom sa investovalo naprieč celým spektrom odvetví. Po dlhodobom odkladaní investičných projektov išlo pravdepodobne už o vynútené investície. Priestor na investície koncom roka pomohli vytvoriť aj klesajúce ceny ropy, vďaka čomu klesali náklady firiem na energie a medzispotrebu. Okrem investičného dopytu prispel k ekonomickému rastu aj spotrebný dopyt. Zdroje na rast súkromnej spotreby vytvoril disponibilný dôchodok domácností, ktorý rástol vďaka zlepšenej situácii na trhu práce a poklesu inflácie. Pokles inflácie, vyvolaný najmä nižšími cenami v segmente energií a potravín, umožnil domácnostiam zvýšiť spotrebné výdavky na iné než nevyhnutné tovary a služby. Dvojnásobne rýchlejším tempom v porovnaní so súkromnou spotrebou rástla vládna spotreba, k čomu prispeli najmä odmeny zamestnancom.

Tabuľka 2 Vývoj HDP podľa použitia (index, ROMR = 100, s. c.)

	2013	2014				Rok
	Rok	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	
HDP	101,4	102,3	102,6	102,4	102,4	102,4
Konečná spotreba	100,0	103,3	103,1	102,0	102,6	102,7
Konečná spotreba domácností a neziskových inštitúcií	99,3	102,8	102,3	101,6	102,2	102,2
Konečná spotreba verejnej správy	102,4	104,7	105,6	103,3	104,0	104,4
Tvorba hrubého fixného kapitálu	97,3	102,1	105,3	107,7	106,8	105,7
Vývoz výrobkov a služieb	105,2	112,4	104,9	101,6	100,3	104,6
Dovoz výrobkov a služieb	103,8	112,9	106,7	101,7	99,8	105,0

Zdroj: ŠÚ SR.



Export, flexibilne reagujúci na vývoj dopytu našich zahraničných partnerov, po výraznom raste začiatkom roka postupne svoje tempo spomaľoval a za celý rok 2014 dosiahol medziročný rast 4,6 %. Medzi príčiny spomaľovania exportnej výkonnosti možno zaradiť prirbrzdenie rozvíjajúcich sa ázijských ekonomík, rusko-ukrajinský konflikt a spomaľenie exportov aj na susedné trhy.

Exportná výkonnosť aj dovozná náročnosť, merané podielom nominálnych objemov na HDP, v roku 2014 medziročne poklesli, najmä z dôvodu výraznejšieho zníženia exportných a importných cien. Exportná výkonnosť poklesla o 1 percentuálny bod na približne 92 % a dovozná náročnosť o 0,7 percentuálneho bodu na 88 %. Otvorenosť slovenskej ekonomiky, meraná podielom nominálneho vývozu a dovozu výrobkov a služieb na HDP poklesla o 1,7 percentuálneho bodu na celých 180 %.

### 1.2.3 TRH PRÁCE

Situácia na trhu práce sa v priebehu roka 2014 zlepšovala, pričom najpriaznivejšie výsledky sa preukázali najmä v druhej polovici roka. Súviselo to najmä so zotavujúcim sa hospodárstvom a zmenenou štruktúrou jeho rastu. Na rozdiel od predchádzajúcich rokov, keď k rastu ekonomiky prispieval dominantne export, v roku 2014 nebol jeho príspevok významným a hlavnú úlohu zohralo oživenie domáceho dopytu. Z oživenia domáceho dopytu ťažilo širšie spektrum odvetví, nielen exportne orientované. Vzrástla priemerná nominálna mzda, jej rast ale nie je možné pripísať agregovanému previsu dopytu po pracovnej sile

nad ponukou, keďže úroveň nezamestnanosti zostáva i naďalej vysoká. Niektoré odvetvia však s nedostatkom pracovnej sily konfrontované boli.

### ZAMESTNANOSŤ

Zamestnanosť v metodike ESA 2010 medziročne vzrástla o 1,4 % (v roku 2013 poklesla o 0,8 %), pričom v žiadnom štvrťroku nezaznamenala pokles a každým štvrťrokom sa zároveň zrýchľovala. Ročné maximum dosiahla vo 4. štvrťroku. Kvartálny rast presahujúci 2 % bol od roku 2008 zaznamenaný iba jediný raz (2. štvrťrok 2011). Počet odpracovaných hodín medziročne vzrástol o 0,9 %. Od roku 2008 ide opäť iba o druhý rok, keď nebol rast odpracovaných hodín záporný (rok 2011). Z hľadiska odvetvového členenia k rastu zamestnanosti prispel najmä rast zamestnanosti v službách a obchode, priemysle, veľkoobchode a maloobchode a verejnej správe. Prepad zamestnanosti zaznamenalo stavebníctvo, ten bol však najmiernejší od roku 2011. Po troch rokoch poklesu vzrástla zamestnanosť vo verejnom sektore<sup>1</sup>, keď rast dosiahol 1,8 %. V ústrednej správe a obrane zamestnanosť vzrástla o 1,4 %, vo vzdelávaní o 0,7 % a v zdravotníctve o 3,6 %. Na základe metodiky výberového zisťovania pracovných síl došlo v roku 2014 k poklesu počtu osôb pracujúcich v zahraničí o 1,8 % (o 2,4 tisíc osôb), čo predstavovalo obrat trendu, ktorý bol zaznamenaný od roku 2012.

### NEZAMESTNANOSŤ

Podľa výberového zisťovania pracovných síl, počet nezamestnaných v roku 2014 poklesol o 7,1 %, v dôsledku čoho miera nezamestnanos-

Tabuľka 3 Vývoj ukazovateľov trhu práce

	2013	2014				Rok
	Rok	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	
Nominálna mzda (index)	102,4	104,1	104,8	104,2	103,5	104,1
Reálna mzda (index)	101,0	104,2	104,9	104,3	103,5	104,2
Kompenzácie na zamestnanca nominálne ESA 2010 (index)	102,6	103,0	104,9	103,0	102,5	103,4
Produktivita práce z HDP (index, b. c.)	102,8	101,1	100,5	100,8	100,6	100,8
Produktivita práce z HDP (index, s. c.)	102,2	101,6	101,1	100,9	100,3	101,0
Zamestnanosť podľa ESA 2010 (index)	99,2	100,6	101,4	101,4	102,1	101,4
Miera nezamestnanosti podľa VZPS <sup>1)</sup> (%)	14,2	14,1	13,2	12,9	12,6	13,2
Jednotkové náklady práce nominálne (ULC) <sup>2)</sup>	100,3	101,3	103,7	102,1	102,2	102,3

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.

1 Zahŕňa i odvetvia zdravotníctva a vzdelávania.



ti poklesla medziročne o 1 percentuálny bod na 13,2 %. Podľa evidencie úradov práce, sociálnych vecí a rodiny dosiahla miera nezamestnanosti v roku 2014 v priemere 12,8 % a v porovnaní s rokom 2013 poklesla o 1,3 percentuálneho bodu.

#### MZDY A PRODUKTIVITA PRÁCE

Priemerná mesačná nominálna mzda v roku 2014 vzrástla na 858 €, pričom jej medziročná dynamika sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom zvýšila a dosiahla 4,1 %. Najvyšší rast nominálnej mzdy v roku 2014 zaznamenali odvetvia financií a poisťovníctva (7,9 %), administratívy (7,2 %), ťažby a dobývania (6,3 %) a priemyslu (5,7 %). Naopak, prepád priemernej nominálnej mzdy zaznamenali odvetvia ostatných služieb (-2,6 %), stavebníctva (-1,2 %) a dodávky vody (-1,0 %). Pretože celková cenová hladina medziročne poklesla, rast reálnych miezd predstihol rast nominálnych miezd. Medziročná dynamika produktivity práce (HDP na zamestnaného) v roku 2014 vzrástla, avšak rast nedosiahol hodnotu rastu z roku 2013. Dynamika rastu reálnej produktivity práce zaostala za rastom reálnej mzdy. Táto situácia môže prispieť k oživeniu cien, avšak, ak by pretrvala dlhodobejšie a preliala by sa do exportne orientovaných odvetví, môže ohroziť konkurencieschopnosť ekonomiky. Predstih rastu reálnej mzdy pred rastom reálnej produktivity práce sa prejavil vo zvýšenej dynamike jednotkových nákladov práce, ktoré medziročne vzrástli o 2,3 %. Najviac vzrástli v poľnohospodárstve, veľkoobchode a maloobchode, v odvetví zábavy a oddychu a v odvetví informačných a telekomunikačných technológií.

#### 1.2.4 FINANČNÉ HOSPODÁRENIE

Podľa predbežných údajov ŠÚ SR vytvorili nefinančné a finančné korporácie v roku 2014 zisk v objeme 10 239,6 mil. €, čo bolo o 0,7 % menej v porovnaní s minulým rokom (v roku 2013 medziročný pokles o 0,5 %). Na negatívnom vývoji ziskovosti v ekonomike sa podieľali finančné korporácie, ktorých zisk medziročne klesol o 7 %.

Nefinančné korporácie vytvorili v roku 2014 zisk v objeme 8 488,8 mil. € (absolútny medziročný rast o 59,4 mil. €). Celkovú ziskovosť nefinančných korporácií najvýraznejšie ovplyvnil kladný hospodársky výsledok v priemyselnej výrobe, hlavne vo výrobe dopravných prostriedkov, výrobe kovov a v chemickej a farmaceutickej výrobe. Pozitívny príspevok mala aj oblasť vzdelávania, zdravotníctva, sociálnej práce a umenia, zábavy

a rekreácie. Medziročný prechod zo zisku do straty zaznamenalo odvetvie výroby koksu a rafinérskych produktov.

Tvorba zisku vo finančnom sektore sa mierne zvýšila a finančné korporácie (bez NBS) vytvorili v roku 2014 zisk v objeme 1 648,4 mil. € (rast o 256,6 mil. €). V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa štruktúra zisku v rámci sektora zmenila. Vývoj zisku finančných korporácií súvisel predovšetkým s rastom objemu zisku v poisťovacích korporáciách. Zisk poisťovacích korporácií vzrástol o 51,1 % (v roku 2013 pokles o 16,9 %). Zisk bankových inštitúcií bez NBS vzrástol v roku 2014 o 1,1 % (v roku 2013 rast o 27,7 %). Ziskovosť bánk bola pozitívne ovplyvnená priaznivým vývojom vo výnosoch z poplatkov, finančných operácií a nárastom úrokových príjmov. Na druhej strane sa nepriaznivo na zisku odrazilo zvýšenie čistej tvorby opravných položiek, tvorba rezerv, ako aj rast prevádzkových nákladov. Ostatní finanční sprostredkovatelia, medzi ktorých patria napr. leasingové spoločnosti, súkromné zdravotné poisťovne, burzy a dôchodkové správcovské spoločnosti, zaznamenali rast zisku o 18,5 % (v porovnaní s poklesom o 26,0 % v roku 2013).

#### 1.2.5 PLATOBNÁ BILANCIA

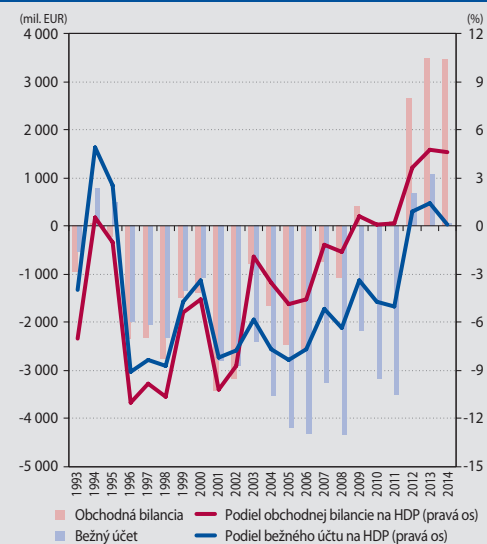
##### BEŽNÝ ÚČET

V roku 2014 dosiahol bežný účet platobnej bilancie prebytok 0,1 mld. €, čo predstavovalo výrazne nižší prebytok ako v roku 2013. Hlavným

Tabuľka 4 Bežný účet platobnej bilancie (mld. EUR)

	Rok 2013	Rok 2014
Obchodná bilancia	3,5	3,5
Vývoz	63,5	64,0
Dovoz	60,0	60,5
Bilancia služieb	0,3	0,0
Bilancia výnosov	-1,6	-2,6
z toho: Výnosy z investícií	-3,0	-4,1
z toho: Reinvestovaný zisk	-0,8	-0,9
Bežné transfery	-1,1	-0,8
<b>Bežný účet spolu</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Podiel bežného účtu na HDP v %</b>	<b>1,4</b>	<b>0,1</b>

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**Graf 7 Vývoj bežného účtu a obchodnej bilancie**


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

**Graf 8 Vývoj exportu a exportných trhov Slovenska (medziročné zmeny v %, s. c.)**

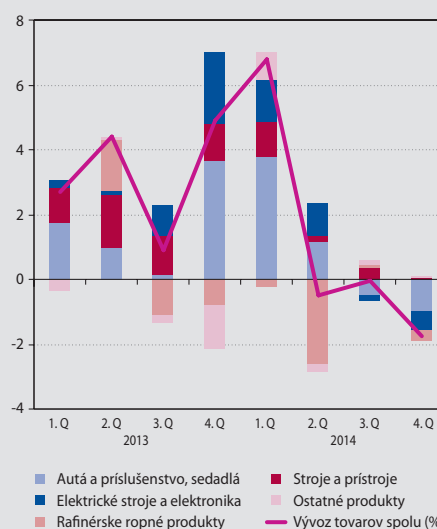

Zdroj: ŠÚ SR, ECB a výpočty NBS.

faktorom nižšieho prebytku bežného účtu bol zhoršený vývoj bilancie výnosov z investícií ako dôsledok vyššej výplaty dividend priamym zahraničným investorom. Podiel prebytku bežného účtu na HDP v bežných cenách sa tak medziročne znížil o 1,3 percentuálneho bodu, keď dosiahol 0,1 %.

Rast vývozu tovarov sa od začiatku roka postupne spomaľoval, pričom za celý rok 2014 len mierne prekročil úroveň predchádzajúceho roka. Z medziročného hľadiska bol slabší, ako bol dopyt našich zahraničných partnerov. Slovenskí exportéri s výnimkou prvého štvrtroka strácali tržové podiely na trhoch našich zahraničných partnerov.

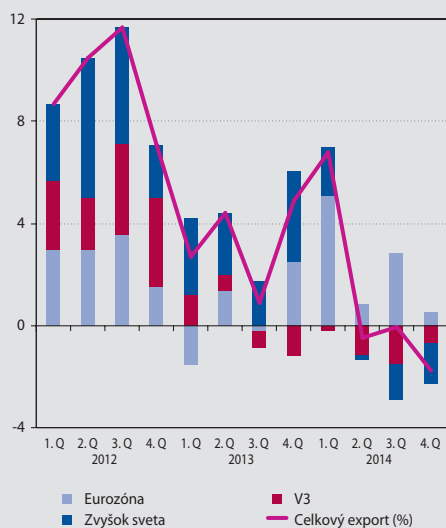
Podobne ako v roku 2013 pokračoval iba mierne nárast vývozu automobilového priemyslu, pričom odvetvím s najvyšším rastom vývozu sa stal elektrotechnický priemysel. V dôsledku investičných odstavok, a teda obmedzenej výroby, sa obmedzil vývoz rafinérskych ropných produktov. Z teritoriálneho hľadiska sa znížil vývoz tovarov do krajín V3, z nich najmä do Českej republiky. Poklesol aj vývoz do Ruska, na Ukrajinu a na ázijské trhy. Uvedený pokles bol kompenzovaný rastom vývozu do krajín eurozóny.

Pomalší vývoz sa však prostredníctvom dovoznej náročnosti prejavil tiež vo výraznom spomalení dovozu. Rovnaká dynamika vývozu ako dovozu (0,7 %) vyústila do medziročne takmer nezmeneného salda obchodnej bilancie.

**Graf 9 Príspevky vybraných tovarových skupín k medziročnej zmene exportu tovarov (p. b, b. c.)**


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.



**Graf 10 Príspevky vybraných exportných trhov k medziročnej zmene exportu tovarov (p. b, b. c.)**


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

**Tabuľka 5 Kapitálový a finančný účet platobnej bilancie (mld. EUR)**

	Rok 2013	Rok 2014
Kapitálový účet	1,0	0,6
Priame investície	0,8	0,5
SR v zahraničí	0,3	0,1
z toho: Majetková účasť v zahraničí	0,0	0,3
Reinvestovaný zisk	0,0	-0,1
V SR	0,5	0,4
z toho: Majetková účasť v SR	0,7	-0,1
Reinvestovaný zisk	0,7	1,0
Portfóliové investície a finančné deriváty	6,9	2,3
Ostatné dlhodobé investície	0,4	-0,4
Ostatné krátkodobé investície	-6,6	0,6
<b>Kapitálový a finančný účet spolu</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>

Zdroj: NBS.

Medziročne nižší prebytok bilancie služieb bol dôsledkom horšieho vývoja všetkých hlavných skupín služieb. Zatiaľ čo v prípade iných služieb spolu a dopravných služieb súvisel s poklesom príjmov, v prípade bilancie služieb cestovného ruchu bol dôsledkom rýchlejšieho rastu výdavkov ako príjmov. Zhoršenie salda bilancie výnosov v porovnaní s rokom 2013 bolo dôsledkom nárastu platieb dividend priamym zahraničným investorom a v menšej miere aj vyšších platieb úrokov. Saldo bilancie bežných transferov sa v porovnaní s rokom 2013 mierne zlepšilo. Hlavnou príčinou medziročného poklesu deficitu bol nárast príjmov z eurofondov pri súčasnom poklese platieb do rozpočtu EÚ.

#### KAPITÁLOVÝ A FINANČNÝ ÚČET PLATOBNEJ BILANCIE

V roku 2014 dosiahol kapitálový a finančný účet platobnej bilancie prebytok vo výške 3,6 mld. €, čo oproti roku 2013 predstavovalo nárast prebytku o 1,1 mld. €.

Medziročne nižší prílev priamych investícií súvisel najmä s vývojom na strane aktív, kde sa zvýšili pohľadávky voči podnikom priamej investície. Na strane pasív bol mierny odlev zdrojov zo SR vo forme majetkovej účasti kompenzovaný nárastom zdrojov vo forme ostatného kapitálu vyplývajúceho z ekonomickej činnosti podnikateľských subjektov. Prílev v rámci portfóliových

investícií bol najmä dôsledkom získavania zdrojov prostredníctvom emisií štátnych a podnikových dlhopisov. V porovnaní s rokom 2013 sa však prílev zdrojov z dlhových cenných papierov v oboch sektoroch výrazne znížil. Výrazná medziročná zmena čistého odlevu na mierny prílev v bilancii ostatných investícií súvisela s vývojom krátkodobých finančných úverov v sektore NBS (repo obchody).

#### ZAHRANIČNÁ ZADLŽENOSŤ SR

Z vývoja platobnej bilancie vyplýva medziročný nárast zahraničného dlhu o 6,5 mld. €, resp. medziročný pokles o 1,9 mld. USD na 66,2 mld. €, resp. na 80,4 mld. USD. Výraznejší nárast zahraničných pasív v porovnaní s východiskom roka 2014 bol zaznamenaný pri dlhodobom zahraničnom dlhu vlády a NBS o 4,0 mld. € z dôvodu vyššieho záujmu o dlhopisy a zmenky. Podiel celkovej hrubej zahraničnej zadlženosti SR k vytvorenému HDP v bežných cenách dosiahol k 31. decembru 2014 podľa predbežných údajov 88,1 %, čo oproti roku 2013 (82,7 %) predstavuje nárast o 5,4 percentuálneho bodu. Podiel celkového krátkodobého zahraničného dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu SR ku koncu decembra 2014 bol 30,1 %, čo predstavovalo medziročný pokles o 0,2 percentuálneho bodu. Zadlženosť na obyvateľa dosiahla koncom roka 2014 výšku 12 262 €, čo

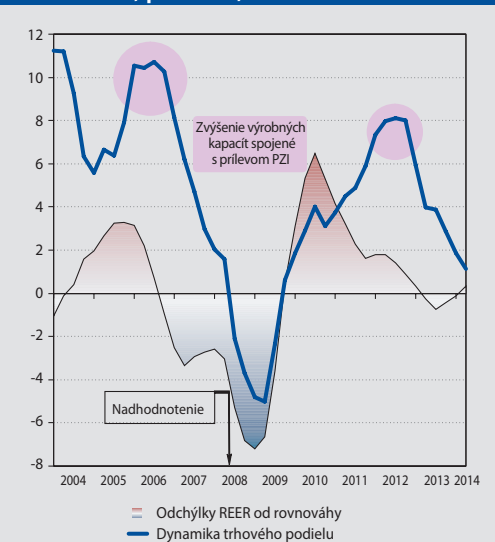
v porovnaní s predchádzajúcim rokom predstavuje nárast o 1 211 €.

### NOMINÁLNY A REÁLNY EFEKTÍVNY VÝMENNÝ KURZ<sup>2</sup>

Index nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER) sa v priemere za rok 2014 zhodnotil medziročne o 1,2 %, rovnako ako v predchádzajúcom roku. Najväčšou mierou prispela k posilneniu NEER apreciácia oproti českej korune vo výške 0,8 percentuálneho bodu, nakoľko ČNB využívala oslabenie kurzu blízko k úrovni 27 CZK/EUR ako ďalší nástroj na uvoľnenie menových podmienok. K zhodnoteniu NEER prispelo vo výške 0,6 percentuálneho bodu aj oslabenie ruského rubľa súvisiace s konfliktom vo východnej časti Ukrajiny. Apreciáciu NEER najviac tlmilo oslabenie oproti juhokórejskému wonu s príspevkom -0,3 percentuálneho bodu a libru šterlingov s príspevkom -0,2 percentuálneho bodu.

Index reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER) na báze cien priemyselnej výroby sa aj napriek posilneniu NEER znehodnotil o 0,1 %, na rozdiel od posilnenia o 1,1 % v roku 2013. Príčinou bol záporný inflačný diferenciál oproti najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska. Najvýraznejší záporný inflačný diferenciál zaznamenalo Slovensko oproti Ruskej federácii (-7,3 percentuálneho bodu), Českej republike (-2,8 percentuálneho bodu), Spojeným štátom (-2,6 percentuálneho bodu) a Maďarsku (-2,3 percentuálneho bodu). Po zohľadnení váh jednotlivých obchodných partnerov najviac vplýval na deprecáciu REER záporný inflačný diferenciál oproti Českej republike a Nemecku s príspevkami zhodne po -0,4 percentuálneho bodu, ako aj Ruskej federácii s príspevkom -0,3 per-

**Graf 11 Medziročné zmeny odchýlok REER (na báze indexu cien priemyselnej výroby) od rovnováhy a medziročný rast trhového podielu (centrované kľzavé priemery za 5 kvartálov, p. b. a %)**



Zdroj: ECB, Eurostat a výpočty NBS.  
Poznámka: PZI – priame zahraničné investície.

tuálneho bodu. Cenová konkurencieschopnosť domácich firiem mohla byť v roku 2014 naďalej podporovaná uvoľneným REER, nakoľko rýchlejší rovnovážny rast produktivity práce v porovnaní so zahraničím vytváral priestor pre udržateľné mierne zhodnocovanie reálneho kurzu. Trend narastajúceho uvoľňovania REER pozorovaný v predchádzajúcich rokoch sa však zastavil, podobne ako trend zlepšujúceho sa salda zahraničného obchodu SR. Takýto vývoj mohol byť jednou z príčin poklesu dynamiky podielu exportu Slovenska na svetovom obchode.

## 2 MENOVÁ POLITIKA EUROSYSTEMU

### 2.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Európska centrálna banka prostredníctvom národných centrálnych bánk implementuje menovú politiku pomocou viacerých štandardných nástrojov menovej politiky – operácií na voľnom trhu, automatických operácií a povinných minimálnych rezerv. Operácie na voľnom trhu tvoria

hlavné refinančné operácie (MRO), dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO), dolaďovacie operácie (FTO) a štrukturálne operácie. Automatické operácie zahŕňajú jednoduchové sterilizačné operácie (DF) a jednoduchové refinančné operácie (MLF).

Počas roka sa prehlbovala divergencia medzi menovými politikami významných svetových

<sup>2</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)