



1 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

1.1 VONKAJŠIE EKONOMICKÉ PROSTREDIE

1.1.1 GLOBÁLNE TRENDY VÝVOJA PRODUKcie A CIEN

Rok 2017 bol pre svetovú ekonomiku v porovnaní s predchádzajúcim rokom pozitívnejší. Po dvoch rokoch spomaľovania došlo k akcelerácii rastu globálneho hospodárstva z 3,2 % v roku 2016 až na približne 3,7 %¹, pričom uvedený vývoj bol ovplyvnený oživením investícií, priemyselnej výroby a obchodu, pretrvávajúcimi priaznivými finančnými podmienkami a podpornými hospodárskymi politikami. Súčasne došlo k širokospektrálnemu oživeniu ekonomík vedúcemu k vyššej synchronizácii hospodárskych cyklov. V rámci jednotlivých zoskupení krajín sa na rýchlejšom raste svetového hospodárstva podieľali predovšetkým vyspelé ekonomiky, v ktorých aktivita rástla rýchlejším tempom v porovnaní s pôvodnými očakávaniami. K dynamickejšiemu rastu súčasne prispeli aj rozvíjajúce sa ekonomiky, v rámci ktorých komoditní exportéri profitovali z rastúcich cien surovín.

Vo vyspelých ekonomikách vo väčšine krajín rast akceleroval. Svoju výkonnosť posilnilo americké hospodárstvo, keď priaznivý vývoj na trhu práce a solídny rast reálnych príjmov naďalej stimuloval súkromnú spotrebu. Najvýraznejšie však ekonomiku podporil investičný dopyt, keď po prepade v predchádzajúcom roku došlo k silnému oživeniu infraštruktúrnych investícií a investícií do zariadení. V USA aj v roku 2017 pretrvávali priaznivé finančné podmienky podmienené dobiehajúcou akomodatívnou menovovou politikou. V priebehu roka však Fed celkovo trikrát zvýšil cieľovú sadzbu federálnych fondov a v októbri pristúpil k programu normalizácie bilancie, na základe ktorého bude postupne redukovať držbu cenných papierov prostredníctvom znižovania reinvestovania splátok istiny týchto cenných papierov. Charakter americkej ekonomiky budú v nasledujúcom období formovať uvedené kroky spolu s najrozsiahlejšou daňovou reformou za ostatných 30 rokov, schválenou v závere roka. Globálnu ekonomiku podporila aj eurozóna. Napriek spomaľeniu domáceho dopytu hospodárstvo profitovalo zo silnejšej exportnej výkonnosti a pomalšieho

rastu importov. Ekonomiku naďalej podporovala pokračujúca akomodatívna menová politika. Na druhej strane rast globálneho hospodárstva tlmilo Spojené kráľovstvo, ktorého ekonomická aktivita rástla najpomalším tempom za posledných päť rokov. Spomalila sa predovšetkým súkromná spotreba, keď domácnosti obmedzili svoje výdavky v prostredí rastúcej inflácie a klesajúcich reálnych príjmov. Prekvapujúco v prostredí zvýšenej neistoty súvisiacej s budúcim nastavením vzťahov s EÚ ekonomiku podržal investičný dopyt. Slabší kurz libry podporil exportnú výkonnosť, ktorá spolu s tlmenejšími dovozmi viedla k pozitívnemu dopadu čistého vývozu na ekonomiku. Na akcelerujúci cenový vývoj reagovala Bank of England zvýšením oficiálnej sadzby po prvýkrát za 10 rokov.

Rýchlejší rast rozvíjajúcich sa ekonomik podporila Čína. Po šiestich rokoch spomaľovania došlo k akcelerácii ekonomického rastu, čím sa jej podarilo výraznejšie prekonať cieľ stanovený na rok 2017. Uvedený vývoj bol však do značnej miery ovplyvnený cyklickými faktormi, ktorých dopad bude postupne slabnúť. Ekonomickú aktivitu ovplyvňovala expanzívna fiškálna politika vo forme dodatočných výdavkov a zníženia daní na podporu dopytu a rastu zamestnanosti. Navyše infraštruktúrne investície najmä do dopravy nahradili zníženie kapacít v produkcii uhlia a ocele. Na snahu o vyváženejšiu štruktúru ekonomického rastu poukazuje politické rozhodnutie nestanoviť cieľ rastu ekonomiky za horizont roku 2020 a viac sa zamerať na finančnú stabilitu. Výrazne prorastovo pôsobilo na globálnu ekonomiku Rusko, ktoré sa z útlmu v predchádzajúcich rokoch spôsobeného prepacom cien ropy a sankciami uvalenými západnými krajinami začalo postupne zotavovať. Po dvoch rokoch v recesii sa tak krajina dostala do pozitívneho rastu. Na druhej strane svetové hospodárstvo utlmila indická ekonomika, ktorá zaostala za tempami z predchádzajúcich rokov v dôsledku oneskorených efektov demonetizácie z novembra 2016 a efektov reformy v oblasti daní z tovarov a služieb (júl 2017).

V roku 2017 sa globálny rast spotrebiteľských cien zvýšil, keď pružne reagoval hlavne na ceny energetických komodít. Mieru globálnej inflácie

¹ World Economic Outlook Update, January 2018.

tak ovplyvnili predovšetkým ceny energií, ktoré sa v porovnaní s poklesom v roku 2016 medziročne počas celého roka zvyšovali. K vyššej inflácii však prispeli aj ceny potravín. Vo vyspelých ekonomikách sa priemerná miera inflácie v roku 2017 približne zdvojnásobila, keď vzrástla na 1,7 % oproti 0,8 % v roku 2016, avšak jadrová inflácia zostala stabilná. Na druhej strane v rozvíjajúcich sa ekonomikách sa rast spotrebiteľských cien mierne utlmil zo 4,3 % na 4,1 %.

Globálne ceny komodít sa v roku 2017 zvýšili. Vzrástli jednak ceny energetických surovín, v rámci ktorých medziročný rast priemernej ceny ropy o vyše 20 % odzrkadľoval globálny dopyt, pokles zásob v USA i dohodu členských krajín OPEC-u a ďalších producentov obmedzovať ťažbu. Dynamicky sa zvýšili aj ceny kovov, ktoré boli ovplyvnené silným rastom stavebníctva a spracovateľského priemyslu v Číne, súčasne ich podporoval aj priaznivý výhľad globálnej ekonomiky. Priemerné ceny potravinových komodít na medziročnej báze poklesli, čo bolo výsledkom vysokej úrovne globálnych zásob a priaznivého počasia.

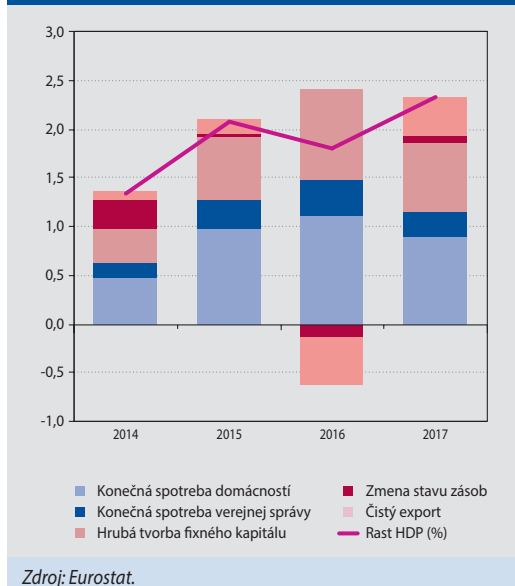
1.1.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EUROZÓNE

V roku 2017 sa hospodársky rast HDP eurozóny zrýchlil (2,3 %) a bol výrazne vyšší ako v roku 2016 (1,8 %). K rastu ekonomiky pozitívne prispeli všetky zložky, v najväčšej miere súkrom-

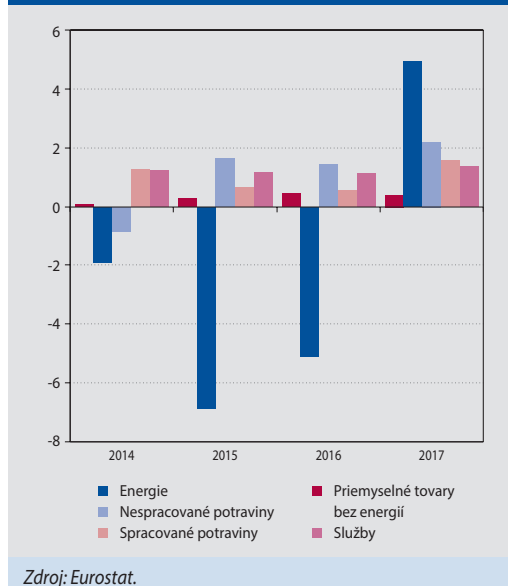
ná spotreba a investície. Súkromnú spotrebu podporil priaznivý vývoj na trhu práce, zatiaľ čo investície benefitovali z veľmi priaznivých podmienok financovania vo forme uvoľnených úverových podmienok a zlepšenia ziskovosti firiem. Export bol podporený rozsiahlym globálnym oživením. Na rozdiel od roku 2016 prispel čistý export k rastu pozitívne, keď sa rast exportov v porovnaní s predchádzajúcim rokom zrýchlil a zároveň sa spomalila dynamika importov. Posilnenie hospodárstva sa prejavilo na trhu práce, keď miera nezamestnanosti zaznamenala pokles v porovnaní s predchádzajúcim rokom (9,1 % v roku 2017 v porovnaní s 10,0 % v roku 2016).

V roku 2017 celková priemerná inflácia meraná HICP dosiahla 1,5 % a v porovnaní s predchádzajúcim rokom sa zrýchlila o 1,3 percentuálneho bodu. V porovnaní s decembrom 2016 sa dynamika rastu HICP zrýchlila o 0,3 percentuálneho bodu na 1,4 % v decembri 2017. Úroveň celkovej inflácie v priebehu celého roka ovplyvňoval najmä vývoj cien energetických komodít, ktorý sa odrazil v postupnom spomaľovaní rastu cien energií a následne v druhej polovici roka sa ich dynamika opäť mierne zrýchlila. Dynamika cien potravín sa ku koncu roka tiež zrýchlila. Jadrová inflácia (inflácia meraná HICP bez energií a nespracovaných potravín) sa po miernom zrýchlení od októbra stabilizovala. Jej priemerná úroveň v roku 2017 dosiahla 1,1 % (0,8 % v roku 2016).

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



Graf 2 Medziročná zmena jednotlivých zložiek HICP inflácie (%)



Výmenný kurz eura sa voči americkému doláru v priebehu roka 2017 výrazne posilnil. Vývoj odrážal preferencie investorov, nastavenia menových a hospodárskych politík veľkých svetových ekonomík, geopolitický vývoj aj výhľad na hospodársky rast a infláciu v eurozóne. V porovnaní so začiatkom roka sa v závere roka 2017 kurz eura oproti americkému doláru zhodnotil o vyše 14 %.

1.2 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ SR

Slovenská ekonomika v roku 2017 medziročne vzrástla o 3,4 % v stálych cenách v porovnaní s rastom 3,3 % v roku 2016. Ekonomický rast sa zrýchlil v dôsledku rastu domáceho dopytu a čistého exportu. Naopak, slabšie sa vyvíjala najmä vládna spotreba.

Vývoj na trhu práce v roku 2017 nadviazal na priaznivý vývoj z predchádzajúcich rokov. Zamestnanosť v metodike ESA 2010 medziročne vzrástla o 2,2 % oproti 2,4 % v roku 2016, a to najmä v priemysle a službách. Miera nezamestnanosti medziročne poklesla z 9,7 % v roku 2016 na 8,1 % a dosiahla historické minimum. Výraznejšie sa zvýšil medziročný rast priemernej nominálnej mzdy (4,6 %). Mzdy rástli vo všetkých odvetviach okrem odvetvia informačných a telekomunikačných technológií.

V roku 2017 dosiahol bežný účet platobnej bilancie deficit 1,8 mld. € (v roku 2016 deficit predstavoval 1,2 mld. €). K takémuto vývoju prispel najmä pokles prebytku obchodnej bilancie.

Spotrebiteľské ceny zaznamenali v roku 2017 priemerný medziročný rast o 1,4 % v porovnaní s poklesom o 0,5 % v roku 2016. K zrýchleniu inflácie meranej HICP prispeli všetky základné zložky, najvýraznejšie rástli ceny potravín.

1.2.1 VÝVOJ CIEN

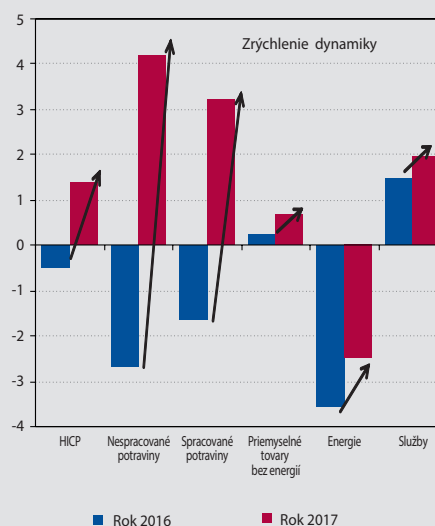
V roku 2017 ceny po troch rokoch medziročného poklesu rástli. V priemere zaznamenali rast o 1,4 %. Na zrýchlení dynamiky sa podieľali najmä externé faktory, ktoré sa premietli v raste cien potravín (akcelerovali najmä v druhom polroku 2017). Mierne sa zrýchlil aj rast cien služieb a priemyselných tovarov bez energií. Ceny energií v porovnaní s rokom 2016 spomalili tempo medziročného poklesu.

Počas celého roka 2017 rástli ceny agrokomodít, najmä ceny olejov, tukov a mlieka. Tento vývoj sa premietol s miernym časovým oneskorením v dynamike cien spracovaných potravín. Ich medziročný rast kulminoval v druhom polroku a predovšetkým na konci roka 2017. Pre zrýchlenie dynamiky cien potravín bolo dodatočným impulzom aj odznenie vplyvu zníženia DPH na vybraný sortiment potravín z januára 2016. Ceny potravín prispeli k zrýchleniu priemernej inflácie takmer 1,4 percentuálneho bodu a boli tak najvýraznejším proinflačným faktorom v roku 2017.

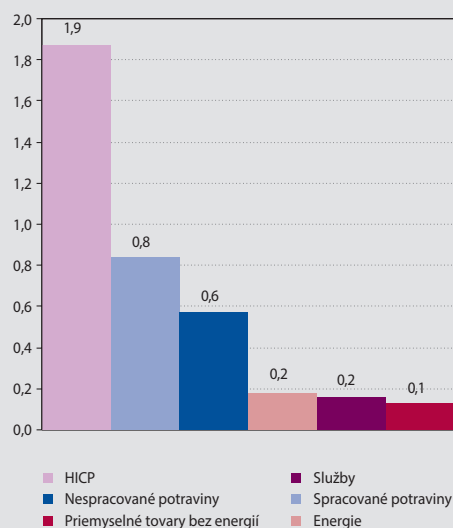
Ceny ropy v eurách v porovnaní s rokom 2016 v priemere výrazne vzrástli. Ich rast sa prejavil vo vyšších cenách pohonných látok. Kým v roku 2016 bol pokles cien ropy jedným z determinujúcich faktorov pretrvávajúceho nízkoinflačného prostredia u nás aj v ostatných krajinách eurozóny, v roku 2017 pôsobili proinflačne. Nízke ceny plynu a elektrickej energie na európskych komoditných trhoch v roku 2016 sa preniesli do poklesu ich spotrebiteľských cien v januári 2017. Ceny energií v dôsledku rastu cien pohonných látok a poklesu regulovaných cien energií tak v roku 2017 v priemere medziročne klesli o 2,5 % (v roku 2016 o 3,5 %).

Medziročný rast importných cien z krajín eurozóny sa mierne zrýchlil. Dovezená inflácia sa odrazila v miernom zrýchlení rastu cien priemyselných

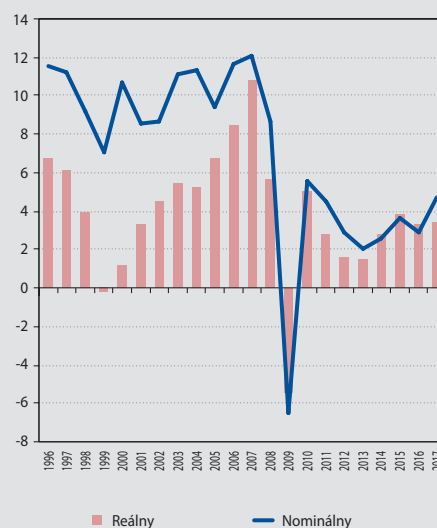
Graf 3 Vývoj jednotlivých zložiek inflácie (medziročná dynamika v %)



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Graf 4 Príspevky zložiek inflácie k celkovému zrýchleniu priemernej dynamiky (2017 – 2016) (p. b.)


Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Graf 5 Vývoj reálneho a nominálneho HDP (medziročný rast v %, s. c.)


Zdroj: ŠÚ SR.

tovarov bez energií. Impulzy zo silného trhu práce a konečnej spotreby domácností pôsobili na rýchlejšiu rast cien služieb. Dopytové tlaky a silná domáca stránka ekonomiky sa tak v rámci cenového vývoja postupne dostávali do popredia.

1.2.2 HRUBÝ DOMÁCI PRODUKT

Hrubý domáci produkt v roku 2017 zrýchľil medziročné tempo rastu na 3,4 % (z 3,3 % v roku 2016). Ekonomický rast sa zrýchľil v dôsledku rastu domáceho dopytu, pričom rozhodujúcou zložkou bol rast spotreby domácností. Pozitívne však prispel i vývoj čistého exportu. Vytvorený nominálny objem HDP dosiahol 85 mld. €, čo bolo o 4,7 % viac ako v roku 2016. K dynamickému rastu však prispel aj cenový vývoj. Deflátor

HDP sa pod vplyvom oživeného rastu spotrebiteľských, výrobných, dovozných aj vývozných cien zvýšil o 1,3 % medziročne (za roky 2014 až 2016 zaznamenal záporné hodnoty).

DOPYTOVÁ STRÁNKA HDP

Domáci dopyt zaznamenal rast o 2,8 % a značne si polepšil oproti predchádzajúcemu roku, kedy poklesol o 0,3 %. Rast ťahala spotreba domácností, ktorú podporila zlepšujúca sa situácia na trhu práce. Medziročne vzrástli i investície, a to o 3,2 % (výraznejšie pôsobil vplyv bázičného efektu, vzhľadom na pokles ich dynamiky o 8,3 % v roku 2016). Fixné investície vykázali počas roka nejasný pohyb. Dva kvartály rástli, dva poklesli. Nevýrazne pokračovali aj infraštruktúrne stavby.

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

	2016	2017				Rok
	Rok	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	
Hrubý domáci produkt	3,3	3,1	3,4	3,5	3,5	3,4
Konečná spotreba domácností a neziskových inštitúcií	2,7	3,3	3,4	3,9	3,7	3,6
Konečná spotreba verejnej správy	1,6	-0,5	-0,1	0,0	1,6	0,2
Tvorba hrubého fixného kapitálu	-8,3	-0,3	-4,0	10,3	7,6	3,2
Vývoz výrobkov a služieb	6,2	8,1	-0,3	3,8	5,6	4,3
Dovoz výrobkov a služieb	3,7	7,6	-0,8	5,9	3,2	3,9

Zdroj: ŠÚ SR.

Tie zvykli koncom roka finišovať, nie však v roku 2017. Verejná správa ako hlavný investor infraštruktúry bola jediným sektorom (z okruhu podnikov, finančných inštitúcií, domácností a neziskových inštitúcií), ktorá v bežných cenách v roku 2017 preinvestovala menej ako v roku predchádzajúcom. Za slabším tempom verejných investícií môže byť pozvoľné čerpanie fondov EÚ aktuálneho programového obdobia. Pozitívne pôsobil aj čistý export z dôvodu vyššieho rastu vývozu (4,3 %) ako dovozu tovarov a služieb (3,9 % medziročne).

Domáci dopyt ťahala spotreba domácností pod vplyvom zrýchlenia rastu ich disponibilného dôchodku. Ten sa zvýšil vďaka pokračujúcemu zlepšovaniu situácie na trhu práce. To prispelo k zvýšeniu spotrebných výdavkov na iné než nevyhnutné tovary a služby (napr. zdravie, rekreáciu, komunikáciu alebo vzdelávanie).

Export, flexibilne reagujúci na vývoj dopytu našich zahraničných partnerov, zrýchlil svoje tempo rastu za celý rok 2017 na 4,3 %. Dynamicky rástol vývoz tovarov, vývoz služieb zaznamenal miernejší rast. Zvýšil sa export automobiliek (medziročný reálny rast o 5,1 %) a z teritoriálneho hľadiska sa posilnil export na trhy Európskej únie.

Exportná výkonnosť meraná podielom exportu na HDP v roku 2017 medziročne vzrástla o 0,8 percentuálneho bodu na približne 101 %. Zvýšila sa i dovozná náročnosť, ale iba miernejšie (o 0,4 percentuálneho bodu). Otvorenosť slovenskej ekonomiky meraná podielom vývozu a dovozu výrobkov a služieb na nominálnom HDP vzrástla o 3,4 percentuálneho bodu na 189,2 %.

1.2.3 TRH PRÁCE

Solidný rast hospodárstva sa pretavil aj do vývoja na trhu práce, ktorý v roku 2017 nadviazal na pozitívny vývoj z predchádzajúcich rokov. Nárast zamestnanosti sa prejavil v poklese nezamestnanosti, čo ovplyvnilo aj umiestnenie dlhodobo nezamestnaných osôb do zamestnania, pričom miera nezamestnanosti dosiahla historické minimum. Vzrástla priemerná nominálna mzda, jej rast je možné pripísať pokračujúcemu rastu dopytu po pracovnej sile, čo má za následok mzdovú konkurenciu medzi zamestnávateľmi.

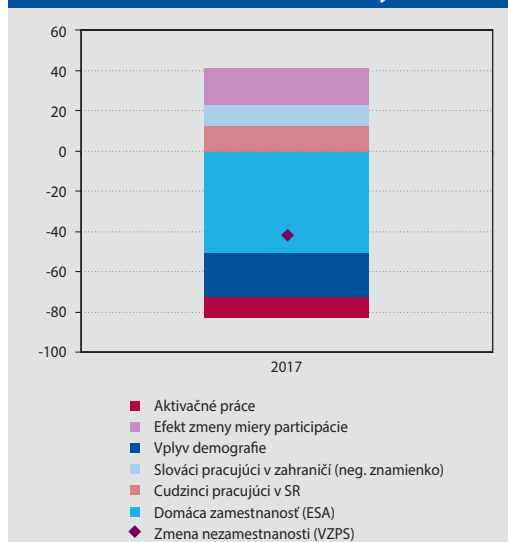
ZAMESTNANOSŤ

Zamestnanosť v metodike ESA 2010 medziročne vzrástla o 2,2 %, čo predstavuje nárast o 51,2 tisíc osôb (v roku 2016 sa zvýšila o 2,4 %). Z hľadiska odvetvového členenia k rastu zamestnanosti prispeli najmä odvetvia priemyslu a služieb a obchodných činností. Druhý rok po sebe zaznamenáva rast aj stavebníctvo. Zamestnanosť vo verejnom sektore² vzrástla o 0,9 % (v roku 2016 rast o 1,3 %), k čomu prispelo hlavne vzdelávanie. Na základe metodiky výberového zisťovania pracovných síl došlo v roku 2017 k výraznému poklesu počtu osôb pracujúcich v zahraničí o 6,5 % (10,4 tisíc osôb), čo predstavovalo obrat vo vývoji oproti minulému roku, kedy sa počet pracujúcich v zahraničí medziročne zvýšil. Počet cudzincov pracujúcich v SR sa z roka na rok zvyšuje a v roku 2017 medziročne vzrástol o 12,4 tisíc osôb. Prílev pracujúcich cudzincov spojený s rastúcou mierou participácie sú podpornými faktormi zmiernujúcimi pnutia na trhu práce. Avšak zamestnávateľmi pocítovaný nedostatok pracovných síl sa aj naďalej zvyšuje.

NEZAMESTNANOSŤ

Podľa výberového zisťovania pracovných síl poklesol počet nezamestnaných v roku 2017 o 15,8 % (o 42 tisíc osôb), v dôsledku čoho miera nezamestnanosti poklesla medziročne o 1,6 percentuálneho bodu na 8,1 %. Podľa

Graf 6 Príspevky hlavných veličín trhu práce k zmene nezamestnanosti (osoby)



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

2 Zahŕňa i odvetvia zdravotníctva a vzdelávania.



evidencie úradov práce, sociálnych vecí a rodiny dosiahla miera nezamestnanosti v roku 2017 v priemere 7,1 % a v porovnaní s rokom 2016 poklesla o 2,4 percentuálneho bodu. Pokles miery nezamestnanosti súvisel s rastúcim dopytom po pracovnej sile, čo sa prejavilo aj vo výraznom znížení dlhodobej štrukturálnej nezamestnanosti. Zníženie miery nezamestnanosti bolo ovplyvnené aj vývojom ekonomicky aktívneho obyvateľstva, ktoré zaznamenalo po piatich rokoch pokles. S dlhodobou nepriaznivým vývojom demografie súvisí pokles počtu obyvateľov v aktívnom veku.

MZDY A PRODUKTIVITA PRÁCE

Medziročná dynamika priemernej nominálnej mzdy sa v roku 2017 výrazne zvýšila a dosiahla 4,6 %. Úroveň nominálnej mzdy dosiahla 954 €. Pod dynamický rast priemernej mzdy sa podpísala situácia na trhu práce, kde aj naďalej pretrvávajú problémy s nedostatkom pracovných síl, čo spôsobuje tlak na zvyšovanie miezd vo viacerých sektoroch. Najrýchlejšie rástla mzda v odvetví odborné, vedecké a technické činnosti (8,3 %). Rýchlejší rast ako celé národné hospodárstvo dosiahla aj doprava a skladovanie (6,2 %), umenie, zábava a rekreácia (6,0 %), vzdelávanie (5,9 %), priemyselná výroba (5,4 %) a verejná správa a obrana (5,2 %). Po zohľadnení cenovej hladiny, ktorá po troch rokoch zaznamenala rast, reálne mzdy rástli pomalšie ako nominálne mzdy a v roku 2017 dosiahli 3,3 %. Produktivita práce (HDP na zamestnan-

ného) v roku 2017 rástla rýchlejšie v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Naďalej pretrvávajú situácia, keď dynamika rastu produktivity práce zaostáva za rastom mzdy. To môže prispievať k ďalšiemu oživeniu cien, na druhej strane môže ovplyvniť konkurencieschopnosť ekonomiky.

1.2.4 FINANČNÉ HOSPODÁRENIE NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ

Podľa údajov ŠÚ SR vytvorili nefinančné korporácie v roku 2017 zisk v objeme 10,2 mld. €. Zisk nefinančných korporácií poklesol o 2,2 % (v roku 2016 vzrástol o 1,1 %). Ziskovosť nefinančných korporácií ovplyvnil najmä pokles hospodárskeho výsledku v odvetviach sprostredkovania nehnuteľností na bývanie (pokles o 19 %), dodávky elektriny, plynu a pary (pokles o 16 %) a výroby motorových vozidiel (pokles o 11 %). Naopak, k celkovej ziskovosti prispelo najviac odvetvie veľkoobchodu a maloobchodu (nárast zisku o 26 %) a výroba kovov a kovových výrobkov (nárast o 10 %).

1.2.5 PLATOBNÁ BILANCIA

BEŽNÝ ÚČET

V roku 2017 sa deficit bežného účtu platobnej bilancie v porovnaní s predchádzajúcim rokom zvýšil na úroveň 1,8 mld. €, a to pod vplyvom poklesu prebytku obchodnej bilancie. Podiel deficitu bežného účtu na HDP v bežných cenách tak medziročne vzrástol o 0,6 percentuál-

Tabuľka 2 Vývoj ukazovateľov trhu práce

	2016	2017				Rok
	Rok	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	
Nominálna mzda (index)	3,3	3,5	4,8	5,2	5,2	4,6
Reálna mzda (index)	3,9	2,6	3,8	3,6	3,3	3,2
Kompenzácie na zamestnanca nominálne ESA 2010 (index)	2,3	3,1	4,0	5,0	3,9	4,1
Produktivita práce z HDP (index, b. c.)	0,5	1,8	2,3	2,6	3,1	2,5
Produktivita práce z HDP (index, s. c.)	0,9	0,9	1,6	1,0	1,2	1,2
Zamestnanosť podľa ESA 2010 (index)	2,4	2,1	2,1	2,3	2,2	2,2
Miera nezamestnanosti podľa VZPS ¹⁾ (%)	9,7	8,7	8,1	8,0	7,7	8,1
Jednotkové náklady práce nominálne (ULC) ²⁾	1,4	2,2	2,4	4,0	2,7	2,8

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.

neho bodu, keď dosiahnutá hodnota predstavovala 2,1 %.

Saldo bilancie služieb sa v porovnaní s rokom 2016 zlepšilo. Vyšší prebytok bol dôsledkom pozitívneho vývoja ekonomiky, keď najvýraznejšie rástli príjmy z obchodných služieb a dopravy. Nárast príjmov z cestovného ruchu bol podporený najmä vyšším počtom zahraničných turistov. Saldo bilancie primárnych výnosov bolo pozitívne ovplyvnené vysporiadaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov. Medziročne sa takmer nezmenil deficit bilancie sekundárnych výnosov, keď bol nárast príjmov sprevádzaný vyššími výdavkami.

Výraznejší medziročný pokles prebytku na kapitálovom účte bol dôsledkom nižšieho čerpania zdrojov EÚ.

FINANČNÝ ÚČET

V roku 2017 dosiahol finančný účet platobnej bilancie prílev vo výške 3,8 mld. €, čo v porovnaní s rokom 2016 predstavovalo nárast o 3,4 mld. €.

V bilancii priamych investícií bol celkový prílev zdrojov dôsledkom prílevu dlhového kapitálu vyplývajúceho z ekonomickej činnosti podnikateľských subjektov. Tento nárast bol podporený

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

	Rok 2016	Rok 2017
Tovary	1,6	0,7
Vývoz	67,1	71,6
Dovoz	65,5	70,9
Služby	0,5	0,8
Primárne výnosy	-1,9	-2,0
Sekundárne výnosy	-1,4	-1,3
Bežný účet	-1,2	-1,8
Podiel bežného účtu na HDP v %	-1,5	-2,1
Kapitálový účet	1,6	0,8

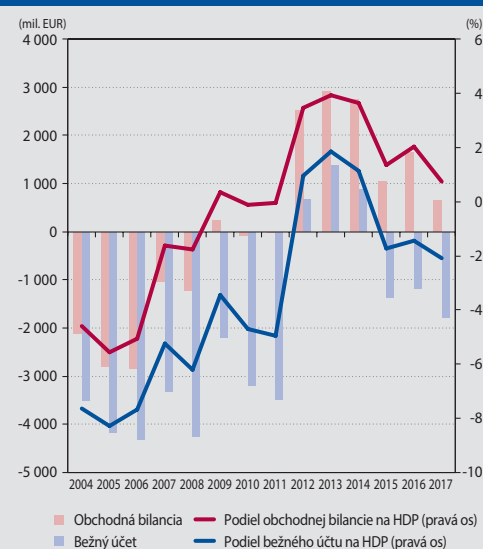
Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

prílevom zdrojov z investovania zahraničných subjektov vo forme majetkovej účasti. Celkový prílev v rámci portfóliových investícií bol dôsledkom predaja slovenských dlhových cenných papierov nerezidentom. Prílev v bilancii ostatných investícií bol podporený najmä nárastom objemu vkladov na účtoch NBS.

ZAHRANIČNÁ ZADĽŽENOSŤ SR

Z vývoja platobnej bilancie vyplýval medziročný nárast hrubého zahraničného dlhu o 20,3 mld. €, keď ku koncu roka 2017 dosiahol 94,1 mld. €. Rast hrubého zahraničného dlhu bol však sprevádzaný aj nárastom zahraničných aktív, dôsledkom čoho sa čistý zahraničný dlh zvýšil iba mierne. Podiel celkovej hrubej zahra-

Graf 7 Vývoj bežného účtu a obchodnej bilancie



Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Tabuľka 4 Finančný účet platobnej bilancie (mld. EUR)

	Rok 2016	Rok 2017
Priame investície	0,5	-1,7
Portfóliové investície a finančné deriváty	4,2	-0,6
Ostatné investície	-5,1	-2,0
Rezervné aktíva	0,0	0,5
Finančný účet	-0,4	-3,8

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.



ničnej zadlženosti SR k vytvorenému HDP v bežných cenách v roku 2017 dosiahol podľa predbežných údajov 110,8 %, čo oproti roku 2016 predstavuje nárast o 19,9 percentuálneho bodu. Podiel celkového krátkodobého zahraničného dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu SR ku koncu roka 2017 predstavoval 48,8 %, čo predstavuje medziročný nárast o 10,0 percentuálnych bodov. Zadlženosť na obyvateľa dosiahla koncom roka 2017 výšku 15 613 €, čo v porovnaní s predchádzajúcim rokom znamená nárast o 683 €.

NOMINÁLNY A REÁLNY EFEKTÍVNY VÝMENNÝ KURZ³

Index nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER) sa v priemere za rok 2017 znehodnotil medziročne o 0,2 % na rozdiel od posilnenia o 1,5 % v predchádzajúcom roku. Najväčšou mierou prispela k oslabeniu NEER depreciačia oproti českej korune vo výške 0,3 percentuálneho bodu súvisiaca s obnovením apreciačného trendu českej meny po ukončení kurzového záväzku Českej národnej banky 6. 4. 2017, ktorý slúžil ako nástroj dodatočného uvoľnenia menovej politiky. K znehodnoteniu NEER prispelo aj oslabenie oproti poľskému zlotému a ruskému rubľu zhodne vo výške 0,2 percentuálneho bodu. Depreciaciu NEER najviac tlmilo s rovnakými príspevkami po 0,3 percentuálneho bodu

posilnenie oproti čínskemu jüanu a libre šterlingov. Tá sa oslabila v súvislosti s pretrvávajúcou zvýšenou neistotou vyplývajúcou z procesu vystúpenia Spojeného kráľovstva z Európskej únie.

Medziročné znehodnocovanie indexu reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER) na báze cien priemyselnej výroby sa v priemere za rok 2017 zrýchlilo o 0,8 percentuálneho bodu v porovnaní s predchádzajúcim rokom a dosiahlo hodnotu 1,4 %. Príčinou výraznejšieho oslabenia indexu REER v porovnaní s indexom NEER bol záporný inflačný diferencál oproti najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska. Po zohľadnení váh jednotlivých obchodných partnerov najviac vplýval na depreciaciu REER záporný inflačný diferencál oproti Číne s príspevkom -0,3 percentuálneho bodu, Maďarsku a Poľsku s príspevkami zhodne po -0,2 percentuálneho bodu. Znehodnotenie indexu REER viedlo pri pokračujúcej apreciacii jeho odhadovanej rovnovážnej trajektórie, ktorá súvisí najmä s rýchlejšim rovnovážnym rastom produktivity práce v porovnaní so zahraničím, k nárastu miery uvoľnenia reálneho efektívneho kurzu. Viac podhodnotený REER ďalej podporoval cenovú konkurencieschopnosť domácich firiem.

2 MENOVÁ POLITIKA EUROSYSTEMU

2.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

PRETRVÁVAJÚCA POTREBA VYSOKEJ MIERY EXPAZÍVNEJ MENOVEJ POLITIKY

ECB pokračovala v roku 2017 v expanzívnom cykle menovej politiky, ktorý sa začal v roku 2014. Využívala pritom rámec menovopolitického pôsobenia cez nákup vybraných aktív, ako aj úrokové sadzby, kde bola osobitne významná záporná jednodňová depozitná úroková sadzba, s cieľom stimulovať rast inflácie k strednodobému cieľu ECB.

Rada guvernérov ECB ponechala počas celého roka 2017 kľúčové úrokové sadzby nezmene-

né, s úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie na úrovni 0,00 %, úrokovou sadzbou pre jednodňové refinančné operácie na 0,25 % a úrokovou sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie v zápornom pásme -0,40 %. Vzhľadom na vysoký prebytok likvidity, ktorý je dôsledkom najmä nákupných programov Eurosystemu a neštandardných dlhodobých refinančných operácií, sa krátkodobé úrokové sadzby peňažného trhu nachádzali tesne nad úrokovou sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie. Úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné operácie bola tak aj v roku 2017 určujúcou pre výšku najkratších trhových úrokových sadzieb.

³ Metodika výpočtu efektívneho výmenného kurzu je zverejnená na webovej stránke NBS: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Statistika/VybrMakroUkaz/EER/NEER_REER_Metodika.pdf.