



# Očakávaný makroekonomický vývoj SR

*Slovenská ekonomika vzrástla v poslednom štvrtroku 2014 medzištvrtročne o 0,6 %, čo bolo viac-menej v súlade s očakávaniami. Zdrojom rastu bol tak domáci, ako aj zahraničný dopyt. Takýto vyvážený rast by mal pokračovať aj v tomto roku, pričom ekonomika by mala akcelerovať na 3,2 %. Následne sa predpokladá výraznejšie zrýchlenie zahraničného dopytu, čo sa premietne do rastu našej ekonomiky k úrovni 3,8 % v roku 2016. Hrubý domáci produkt SR by mal dynamicky rásť aj v roku 2017, na úrovni 3,5 %. Jedným z faktorov podporujúcich akceleráciu slovenskej ekonomiky v celom horizonte predikcie je aj predpokladaný pozitívny vplyv rozšíreného programu nákupu aktív zo strany ECB. Pomerne silný domáci dopyt by mal generovať relatívne rýchly rast zamestnanosti aj v tomto roku. V ďalšom období sa rast zamestnanosti mierne spomalí, čo by malo odzrkadľovať negatívny demografický vývoj. Ceny by mali tento rok poklesnúť v dôsledku prepadu cien energií a komodít. V ďalšom období by mali tlmiace efekty odznieť a inflácia by sa mala zrýchliť.*

*1 EAPP – Expanded Asset Purchase Programme, známy aj ako kvantitatívne uvoľňovanie (QE).*

## AKTUÁLNY VÝVOJ AKO VÝCHODISKO STREDNODOBEJ PREDIKCIE

Ekonomika eurozóny vo 4. štvrtroku mierne akcelerovala (0,3 %), o niečo viac v porovnaní s trhovými očakávaniami. Z veľkých ekonomík zaznamenali zrýchlenie rastu Nemecko (0,7 %), Španielsko (0,7 %) a Holandsko (0,5 %). Nálady podnikateľov a spotrebiteľov vyjadrené v predstihových indikátoroch sa prestali zhoršovať a začali postupne zaznamenávať zlepšenie. Rast ekonomiky eurozóny podporil domáci dopyt, hlavne súkromná spotreba, ako aj čistý export.

Slovenská ekonomika si v poslednom štvrtroku 2014 zachovala stabilné tempo rastu (0,6 % medzištvrtročne) pri pozitívnom vplyve tak zahraničného, ako aj domáceho dopytu. V rámci domáceho dopytu sa výraznejšie zrýchliť rast investičného dopytu, ktorý bol podporený nízkymi úrokovými sadzbami, menej prísnymi úverovými podmienkami a ziskami podnikov. Tie boli ovplyvnené okrem rastu produkcie aj poklesom nákladových faktorov vyplývajúcich z prepadu cien energií. Pozitívny ponukový šok nízkych cien ropy a potravín sa priaznivo prejavil v súkromnej spotrebe, ktorá koncom roka 2014 dosiahla predkrízovú úroveň.

Pomerne dynamický rast domáceho dopytu pomohol generovať nové pracovné miesta rýchlejšie, ako sa predpokladalo. Nové pracovné miesta vznikali najmä v službách a čiastočne aj v priemysle. Mzdový vývoj bol pomerne dynamický a pramenil najmä z nárastu produktivity v jednotlivých sektoroch ekonomiky. V reálnom vyjadrení sa posilnila kúpyschopnosť domácností, keďže samotné ceny poklesli.

Vyšší domáci dopyt sa zatiaľ neprejavil v spotrebiteľských cenách, ktoré sú vzhľadom na vysokú váhu v spotrebnom koši ovplyvňované najmä ponukovým poklesom cien energií a vývojom cien potravín. Trochu prekvapujúco prvé mesiace tohto roka naznačili pomalší ako očakávaný vývoj ceny služieb.

## MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA

Rozšírený program nákupu aktív (EAPP)<sup>1</sup>, ktorý ECB začala v marci 2015 a ktorý by mal trvať minimál-

ne do septembra 2016, by mal podporiť ekonomickú výkonnosť obchodných partnerov SR z eurozóny a pozitívne tak ovplyvniť zahraničný dopyt z uvedených ekonomík. Posilnenie sentimentu v eurozóne v prvých mesiacoch roka 2015 potvrdzujú aj aktuálne predstihové indikátory. Zvýšili sa predstihové indikátory pre eurozónu, zlepšilo sa hodnotenie súčasnej ekonomickej situácie, ako aj očakávania na nasledujúcich 6 mesiacov.

Na druhej strane rast zahraničného dopytu SR by mala tmiť spomaľujúca sa ekonomická výkonnosť rozvíjajúcich sa ekonomík, hlavne Číny, ako aj očakávaný prepád ekonomiky Ruska v roku 2015 v dôsledku pretrvávajúceho geopolitického napätia v tomto regióne. Celkovo by exportné trhy Slovenska mali vzrásť v roku 2015 o 3,7 %, následne akcelerovať na 5,3 % v roku 2016 a na 5,5 % v roku 2017.

V poslednom štvrtroku 2014 došlo k opätovnému rastu exportu, pričom pokračovanie priaznivého vývoja potvrdili januárové štatistiky zahraničného obchodu. Priemyselné podniky v prieskumoch v 1. štvrtroku 2015 naznačili výraznejší rast exportných očakávaní a mierne zlepšenie konkurenčnej pozície na svetových trhoch. Zlepšenie výhľadu ekonomiky eurozóny by sa malo prejavovať v zrýchlení rastu zahraničného dopytu. Vyššia exportná výkonnosť by mala byť podporená aj vplyvom zlacnenia vývozov do krajín mimo eurozónu. Zakomponovaním týchto informácií by mal slovenský vývoz predstihovať rast zahraničného dopytu a slovenská ekonomika by mala získavať trhové podiely. V strednodobom horizonte by mal rast exportu odrážať akceleráciu exportných trhov Slovenska.

Dynamický rast investícií z minulého roka by mal pokračovať aj v tomto roku. Hlavným ťahúňom však už nebude vláda, ale najmä súkromný sektor. Predpokladá sa, že firmy vzhľadom na relatívne pomalé investovanie v minulosti a hodnotenie využívania produkčných kapacít, aktuálne na vysokých úrovniach, pristúpia k výraznejšej obnove investičného majetku a k rozširovaniu výrobných kapacít. Podporou pre



tieto rozhodnutia by mala byť uvoľnená menová politika, najmä nízke úrokové sadzby z úverov nefinančným spoločnostiam a menej prísne úverové štandardy. V strednodobom horizonte sa uvažuje s nižším investičným dopytom, ktorý však bude vyplývať najmä z nižšieho čerpania fondov EÚ najmä vo verejnom sektore z dôvodu nábehu nového programového obdobia. Rast súkromných investícií by si mal zachovať relatívne vysokú dynamiku.

V poslednom štvrtroku 2014 sa mierne zrýchlil rast súkromnej spotreby. Rýchly rast spotreby by mal pokračovať aj v tomto roku. Prispieť k tomu by mal pozitívny príjmový efekt vyplývajúci z poklesu cien základných statkov, ako sú energie a potraviny. Domácnostiam by tak malo zostať viac prostriedkov na kúpu ostatných výrobkov a služieb. Podporou pre pokračovanie relatívne dynamickej súkromnej spotreby sú pozitívne signály z trhu práce a tým sa zlepšujúci sentiment. V súčasnosti väčší počet domácností neváha, resp. uvažuje s kúpou tovarov dlhodobej spotreby v najbližších mesiacoch (najmä áut). V strednodobom horizonte by mali domácnosti pokračovať v nastúpenom trende a rast spotreby by mal odrážať nárast disponibilného príjmu.

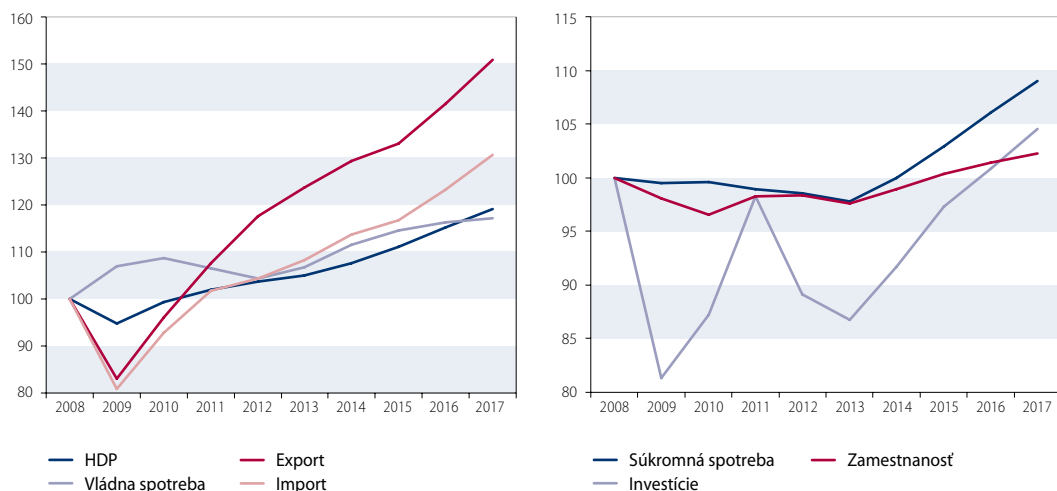
Konečná spotreba verejnej správy vo 4. štvrtroku 2014 dosiahla oproti očakávaniám predchádzajúcej predikcie dynamickejší rast, keď predpoklady tržieb pozitívnejšie prispeli k rastu vládnej spotreby. V rokoch 2015 až 2017 by malo dôjsť k spomaleniu dynamiky, prognóza NBS na tieto roky nepredpokladá pokračujúci dynamický rast kompenzácií a výdavkov na tovary a služby.

Napriek tomu, že v roku 2014 bol hlavným zdrojom rastu domáci dopyt, úroveň súkromnej spotreby by mala dosiahnuť predkrízovú úroveň až tento rok a investície by sa mali dostať na predkrízovú úroveň až budúci rok. Podobne zamestnanosť dosiahne predkrízovú úroveň v tomto roku. Naopak, ukazovatele zahraničného obchodu prekonalí predkrízové úrovne pomerne rýchlo.

V aktuálnej predikcii došlo k prehodnoteniu vývoja ekonomiky smerom k vyšším rastom v celom horizonte predikcie. Odzrkadľuje to nielen lepší aktuálny vývoj vplyvom rýchlejšieho, najmä domáceho dopytu, ale aj depreciáciu efektívneho výmenného kurzu. V rámci domáceho dopytu bol prehodnotený najmä investičný dopyt, ktorý sa aktuálne vyvíjal lepšie v porovnaní s predpokladmi v predchádzajúcej predikcii a mal by byť výraznejšie podporený aj akomodačnou menovou politikou. Súkromná spotreba by mala tiež rásť mierne rýchlejšie ako v predchádzajúcej predikcii v dôsledku rýchlejšieho rastu príjmov. Ten by mal pochádzať z výrazne lepšieho vývoja zamestnanosti a v tomto roku aj z ďalšieho zníženia inflácie. Export bol v dôsledku aktuálne lepšieho ako predpokladaného vývoja, ako aj depreciácie výmenného kurzu prehodnotený smerom k vyššiemu rastu najmä v roku 2015.

Pomerne silný rast zamestnanosti v minulom roku by mal zotrvať na rovnakej úrovni aj tento rok. Naznačujú to aj predstihové indikátory, keď sektory služieb a maloobchodu indikujú tvorbu nových pracovných miest. Domáci dopyt by tak mal generovať väčšinu pracovných miest, pričom celkovo sa očakáva vytvorenie približne 22 tisíc pracovných miest v priebehu roka 2015. K podobnému nárastu by malo dôjsť aj v roku 2016, pričom mierne spomalenie tvorby nových pracovných miest na úroveň 17 tisíc v roku 2017 by malo byť negatívne ovplyvnené aj klesajúcou ponukou práce (v dôsledku horšieho demografického vývoja). S uzatváraním zápornej produkčnej medzery sa postupne bude zvyšovať dopyt po pracovnej sile, čo sa prejaví vo vyššom ukazovateli odpracovaných hodín, ako aj dĺžky pracovného týždňa. V súlade s rastom zamestnanosti by mala miera nezamestnanosti pokračovať v poklese až takmer na úroveň 10 % ku koncu horizontu predikcie. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa vzhľadom na rýchlejší rast domáceho dopytu očakáva priaznivejší vývoj na trhu práce.

Graf 1 Pokrízový vývoj komponentov HDP a zamestnanosti (2008 = 100)



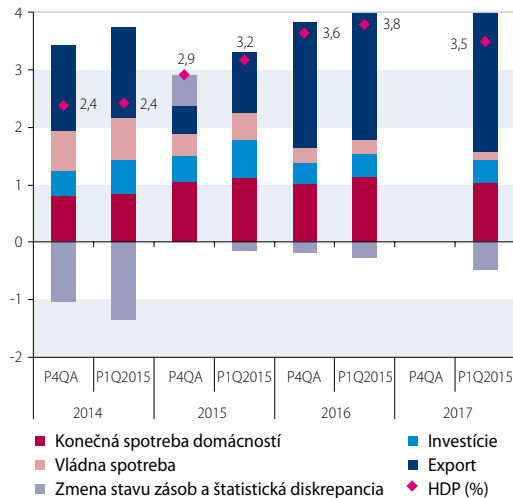
Zdroj: ŠÚ SR, NBS.



2 V januári 2015 ceny klesli medzimesačne o 0,1 % v porovnaní s priemerným januárovým medzimesačným rastom o 0,9 % (priemer za obdobie rokov 2010 až 2014). Historický priemer dokonca dosahuje úroveň 1,8 % (priemerný januárový medzimesačný rast cien za obdobie rokov 1997 až 2014).

3 Viac o uvažovaných kanáloch prenosu do reálnej ekonomiky a cien je možné nájsť v boxe 1 v texte strednodobej predikcie P1Q-2015.

Graf 2 Vývoj HDP (medziročný rast v %, príspevky v percentuálnych bodoch)

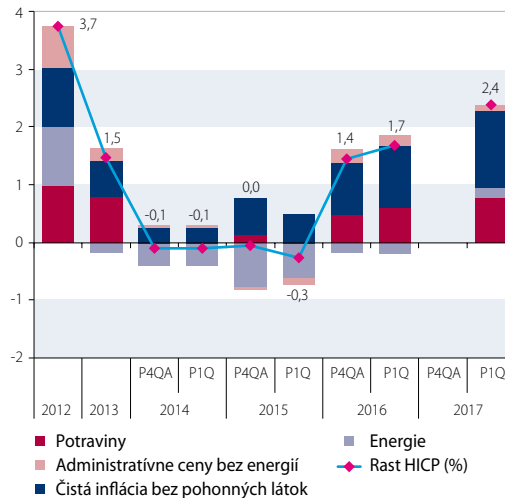


Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

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

Nezvyčajne pomalý rast cien začiatkom tohto roka<sup>2</sup> a predpokladaný pokles cien energií v priebehu roka by mali dostať priemernú infláciu pod nulu. Napriek rastu spotrebiteľského dopytu sa nepredpokladajú výraznejšie domáce cenové tlaky už v tomto roku. Oslabenie výmenného kurzu by sa malo postupne premietat' v raste cien priemyselných tovarov bez energií, ktoré by tak mali podporiť rast inflácie, avšak tento efekt nebude stačiť na vykompenzovanie poklesu cien energií a potravín v roku 2015. V ďalšom období by sa mala inflácia vrátiť do kladných hodnôt a pomaly sa začať zrýchľovať. K tomu by malo prispievať pokračovanie rastu domáceho dopytu, zrýchlenie rastu dovozných cien (oneskorený vplyv slabšej meny, ako aj očakávaného rastu cien našich obchodných partnerov) a návrat cien potravín k mierne rastúcej trajektórii založenej na

Graf 3 Predikcia inflácie (priemer za rok v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

predpoklade vývoja cien agrokomodít. Ku koncu horizontu predikcie sa už uvažuje s odznením dočasného ponukového šoku poklesu cien ropy. Ceny energií by tak mali pôsobiť mierne proinflatívne. V aktuálnej predikcii došlo k prehodnoteniu priemernej inflácie v tomto roku smerom nadol vplyvom aktuálneho poklesu cien. Naopak, v roku 2016 slabší kurz prostredníctvom nárastu cien priemyselných tovarov bez energií spolu s rýchlejším domácim dopytom by sa už mali prejavovať v mierne rýchlejšom raste inflácie.

V aktuálnej predikcii sa zdajú byť riziká v reálnej ekonomike aj v cenovom vývoji vyvážené. Otáznym je najmä odhad pôsobenia rozšíreného programu nákupu aktív. Súčasťou predikcie je aj kvantifikovaný odhad tohto efektu pre Slovensko.<sup>3</sup> Odhadovaný pozitívny vplyv na ekonomiku Slovenska predstavuje kumulatívne za dva roky približne 0,6 % do HDP. Príspevok do inflácie by mohol byť 0,4 percentuálneho bodu v roku 2015 a 0,6 percentuálneho bodu v roku 2016.

odbor ekonomických a menových analýz NBS