



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



STREDNODOBÁ PREDIKCIA

2. Q
2014

Vydala:

© Národná banka Slovenska

Adresa:

Národná banka Slovenska

Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Kontakt:

02/5787 2146

<http://www.nbs.sk>

Prerokované Bankovou radou NBS

10. júna 2014.

Všetky práva vyhradené.

Reprodukovanie na vzdelávanie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

ISSN 1338-1466 (elektronická verzia)



OBSAH

1	ZHRNUTIE	5	Graf 9 Ceny neenergetických surovín	11	
2	AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR	6	Graf 10 Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb	14	
3	TECHNICKÉ PREDPOKLADY	10	Graf 11 Vývoj príjmov, spotreby a miery úspor domácností	15	
4	PROGNÓZA EXTERNÉHO PROSTREDIA	12	Graf 12 Vývoj HDP a produkčnej medzery	15	
5	MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR	14	Graf 13 Vývoj miery nezamestnanosti a NAIRU	17	
5.1	Ekonomický rast	14	Graf 14 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín a miery nezamestnanosti	18	
5.2	Trh práce	17	Graf 15 Očakávaná štruktúra medziročnej inflácie v roku 2014	19	
5.3	Náklady práce a cenový vývoj	18	Graf 16 Predikcia inflácie HICP	20	
6	RIZIKÁ PROGNÓZY	20	Graf 17 Štruktúra rastu HDP	24	
7	POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNÓZOU	24	Graf 18 Porovnanie ukazovateľov trhu práce	24	
8	VPLYV MAKROEKONOMICKEJ PREDIKCIE P2Q-2014 NA VEREJNÉ FINANČIE	26	Graf 19 Porovnanie štruktúry cenového vývoja	25	
ZOZNAM BOXOV					
Box 1	Opatrenia konsolidácie verejných financií – vplyv na ekonomiku	16	ZOZNAM GRAFOV V BOXOCH		
Box 2	Možné dopady geopolitického napätia medzi EÚ a Ruskom	20	Box 1		
ZOZNAM GRAFOV					
Graf 1	Maloobchodné tržby a súkromná spotreba	7	Graf A	Predikcia vybraných makroekonomických ukazovateľov v roku 2015	17
Graf 2	Očakávania domácností	7	Graf B	Predikcia vybraných makroekonomických ukazovateľov v roku 2016	17
Graf 3	Vývoj mesačných ukazovateľov z reálnej ekonomiky	8	Box 2		
Graf 4	Aktuálny vývoj ukazovateľov na trhu práce	8	Graf A	Príspevky šokov – dopad na úroveň reálneho HDP	22
Graf 5	Vývoj inflácie a porovnanie s predpokladmi	8	Graf B	Príspevky šokov – dopad na úroveň cenovej hladiny HICP	22
Graf 6	Výmenný kurz USD/EUR	10	Graf C	Príspevky efektov 15 % obmedzenia dodávok zemného plynu do rastu HDP	23
Graf 7	Cena ropy Brent v USD/barel	10	ZOZNAM TABULIEK		
Graf 8	Cena ropy Brent v EUR/barel	10	Tab. 1	Prehľad opatrení a ich dopad na ekonomiku	11
			Tab. 2	Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu	14
			Tab. 3	Predikcia verejnej spotreby a verejných investícií	15
			Tab. 4	Jednotkové náklady práce	18
			Tab. 5	Mzdy	18
			Tab. 6	Riziká predikcie	20



Tab. 7	Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR		
Tab. 8	Strednodobá predikcia (P2Q-2014) základných makroekonomických ukazovateľov		
		ZOZNAM TABULIEK V BOXOCH	
		Box 1	
26	Tab. A	Prehľad opatrení a ich dopad na ekonomiku v rokoch 2015 a 2016	16
		Box 2	
27	Tab. A	Prehľad rozsahu impulzov	21



1 ZHRNUTIE

Pri vypracovaní aktuálnej predikcie sa vychádzalo z posledných zverejnených údajov. Okrem rýchleho odhadu boli do predikcie zakomponované mesačné štatistiky a predstihové indikátory, technické predpoklady boli prevzaté z predikcie ECB. V aktuálnej predikcii sa uvažovalo s dodatočnými konsolidačnými opatreniami v rokoch 2015 a 2016 a s aktiváciou tzv. dlhovej brzdy.

Strednodobá predikcia vychádza z predpokladu akcelerácie ekonomík našich hlavných obchodných partnerov. Najmä nemecká ekonomika zaznamenala pomerne robustný rast, ktorý sa prejavil v exportnej výkonnosti ekonomiky SR, ktorá bola a zostane aj v celom strednodobom horizonte hlavným zdrojom rastu. Rast našej ekonomiky v 1. štvrtroku bol založený nielen na exporte. Pozitívnym znakom bolo predovšetkým naštartovanie domácej spotreby. Do aktuálnej predikcie boli zakomponované pozitívne signály z mesačných ukazovateľov súkromnej spotreby. **V tomto roku by sa malo tempo rastu ekonomiky zrýchliť na 2,4 % (bez zmeny) s následnou akceleráciou na 3,2 % v roku 2015 (nižšie o 0,1 %) a 3,5 % v roku 2016 (bez zmeny).** Dopad fiškálnych opatrení do HDP bol odhadnutý na 0,21 percentuálneho bodu v roku 2015 a 0,04 percentuálneho bodu v roku 2016. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou

došlo k prehodnoteniu domácej časti ekonomiky k lepšiemu vývoju a naopak, k mierne horšiemu vývoju exportu (aj vrátane súčasnej geopolitickej neistoty).

Na trhu práce sa tiež potvrdili predpoklady z predchádzajúcej predikcie a podniky dokázali vytvoriť v dôsledku zvýšenej ekonomickej aktivity nové pracovné miesta. V horizonte predikcie by mal takýto vývoj pokračovať a v súlade s ním by sa mala znižovať miera nezamestnanosti.

Riziká sa zdajú byť v reálnej ekonomike vybilancované v celom horizonte predikcie. Otázne je riziko vyhrotenia geopolitickej situácie.

Vývoj cien bol v prvých štyroch mesiacoch tohto roka ovplyvnený najmä poklesom nákladových faktorov a cien potravín, ktoré prevážili aj prvé náznaky spojené s oživeným spotrebiteľským dopytom. Medziročný pokles cien by mal byť dočasný a predpokladá sa, že k obratu by mohlo dôjsť v poslednom štvrtroku tohto roka. **Priemerná inflácia by mala tento rok dosiahnuť 0,1 % a následne zrýchliť na 1,6 % v roku 2015 a 1,9 % v roku 2016.** Riziká v inflácii sú vybilancované s výnimkou roku 2016, kedy by mohol byť rast cien rýchlejší ako predpoklady.



2 AKTUÁLNY VÝVOJ V ZAHRANIČÍ A V SR

SPOMALENIE GLOBÁLNEJ EKONOMIKY V DÔSLEDKU DOČASNÝCH FAKTOROV.

Rast globálnej ekonomiky sa v 1. štvrťroku 2014 mierne spomalil. Jeho nižšiu dynamiku v porovnaní s vývojom na konci roka 2013 ovplyvnili hlavne dočasné jednorazové efekty. Nečakane silná zima sa podpísala na spomalení americkej ekonomiky. Relatívne silnú aktivitu predovšetkým v druhej polovici roka 2013 vystriedala v 1. štvrťroku 2014 stagnácia ekonomiky, keď prepád súkromných investícií a čistého exportu bol kompenzovaný výdavkami na súkromnú spotrebu. Tlmiaco na svetové hospodárstvo vplývalo aj uzavretie niekoľkých podnikov v ťažkom priemysle, ku ktorým z environmentálnych dôvodov pristúpila Čína. Napopak, prorastový vplyv na globálny ekonomický vývoj mala japonská ekonomika, ktorej rast sa výrazne zrýchlil v dôsledku očakávaného aprílového rastu dane z predaja. Ekonomika Veľkej Británie, ktorá si v poslednom roku udržuje relatívne stabilný rast, profitovala zo zlepšujúcej sa spotrebiteľskej dôvery a oživeného trhu s nehnuteľnosťami.

Aktuálny vývoj svetovej ekonomiky potvrdzuje, že doterajší trend v rastových dynamikách vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomík pokračuje. Kým zlepšujúce sa finančné hospodárenie domácností a stimulujúce domáce politiky podporujú ekonomickú aktivitu vo vyspelých krajinách, slabší domáci dopyt, prísnejšie finančné podmienky a v niektorých krajinách aj obrat v kapitálových tokoch a geopolitické napätie tlmí hospodársky rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách.

GLOBÁLNA EKONOMIKA BUDE POKRÁČOVAŤ V MIERNOM OŽIVOVANÍ.

Globálna ekonomická aktivita by sa mala postupne zvyšovať, z krátkodobého hľadiska však bude oživovanie mierne. Potvrdzujú to aj indikátory dôvery, keď kompozitný indikátor ekonomickej dôvery (Composite Leading Indicator) rástol v roku 2013 vo väčšine kľúčových ekonomík OECD, pričom začiatkom roka 2014 sa jeho rast spomalil (resp. začal klesať). Vyspelé ekonomiky

by mali v ďalšom období profitovať zo spomalenia reštrukturalizácie súkromného sektora, ako aj z miernejšej fiškálnej konsolidácie. To by sa malo prejavovať v posilnení dôvery a následne podporiť domáci dopyt a trh práce. V prípade rozvíjajúcich ekonomík uvedený indikátor dôvery poukazuje na pokračujúce spomaľovanie, pričom tlmiaco budú pôsobiť štrukturálne faktory, ale v niektorých krajinách aj normalizácia menovej politiky v USA.

EKONOMIKA EUROZÓNY V 1. ŠTVRŤROKU 2014 RÁSTLA NEZMENENÝM TEMPOM.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ekonomika eurozóny zaznamenala v 1. štvrťroku nižší ako očakávaný rast 0,2 %, rovnako ako v predchádzajúcom štvrťroku. Pritom očakávania a predstihové indikátory naznačovali rast na úrovni 0,4 %. Z kľúčových ekonomík pôsobilo prorastovo na eurozónu iba Nemecko a Španielsko. Nemecko zaznamenalo zrýchlenie rastu z 0,4 % vo 4. štvrťroku 2013 na 0,8 % v 1. štvrťroku 2014 a Španielsko z 0,2 % na 0,4 %. V rámci ostatných veľkých ekonomík francúzska ekonomika stagnovala, taliansky HDP sa mierne znížil (-0,1 %) a výrazný pokles zaznamenala holandská ekonomika (-1,4 %). Tento prepád bol pravdepodobne dôsledkom teplej zimy, ktorá ovplyvnila produkciu, spotrebu a vývoz zemného plynu, nakoľko Holandsko je piaty najväčší exportér plynu na svete. Bez tohto vplyvu by eurozóna vykázala rast na úrovni 0,3 %. Pozitívny ekonomický sentiment podnikateľov, ako aj spotrebiteľov eurozóny, sa v apríli ku koncu štvrťroka čiastočne zmiernil, no naďalej ostáva na priaznivých úrovniach. Predstihové indikátory tak naznačujú pokračovanie ekonomického rastu aj v 2. štvrťroku 2014. Podporiť by ho mala aj postupná stabilizácia na trhu práce a silnejší rast dopytu, zároveň však môže tento vývoj nepriaznivo ovplyvniť aj neistý geopolitický vývoj.

ČESKÁ EKONOMIKA V 1. ŠTVRŤROKU 2014 STAGNOVALA.

Po výraznom medzištvrtročnom raste 1,8 % v predchádzajúcom štvrťroku česká ekonomika v 1. štvrťroku 2014 stagnovala. Oficiálne vykáža-

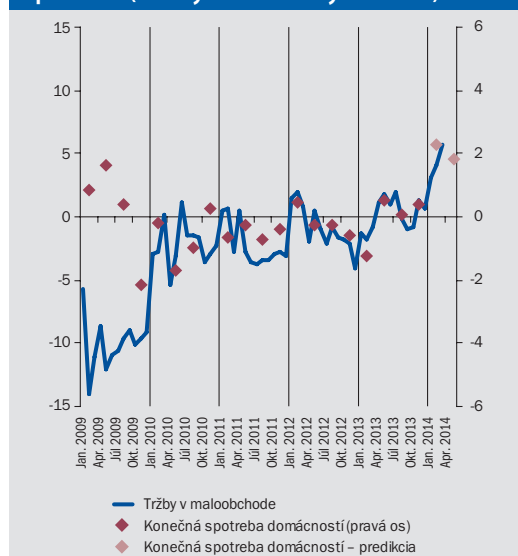
né spomalenie ekonomiky bolo spôsobené pravdepodobne najmä v dôsledku výraznejšieho zníženia príjmov zo spotrebnej dane z tabakových výrobkov, vyplývajúceho z predzásobenia sa cigaretami koncom minulého roka na úkor 1. štvrťroka, resp. 2. štvrťroka.

Zo strany Českej národnej banky stále pretrvávajú záväzok používať devízový kurz ako ďalší nástroj uvoľňovania menových podmienok, dokonca s možnosťou neskoršieho opustenia tejto politiky ako začiatkom roka 2015, čo bol pôvodne uvádzaný termín.

POKRAČOVANIE POSTUPNÉHO ZRÝCHLOVANIA RASTU EKONOMIKY NA SLOVENSKU.

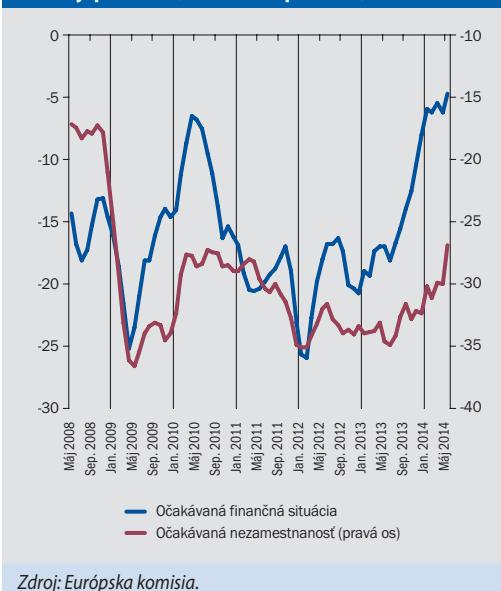
Podľa rýchleho odhadu sa v 1. štvrťroku 2014 tempo rastu HDP mierne zrýchlilo, keď dosiahol 0,6 %, čo bolo v súlade s predpokladmi z predchádzajúcej predikcie. Mesačné údaje naznačili pravdepodobné zdroje rastu ekonomiky, ktoré sa mierne odlišovali od predpokladov v predchádzajúcej predikcii. Pozitívny vplyv exportnej výkonnosti vďaka postupnému oživeniu v krajinách našich obchodných partnerov pokračoval, avšak v 1. štvrťroku 2014 výraznejšie prispel k rastu aj domáci dopyt. V rámci neho sa pravdepodobne výraznejšie obnovil rast súkromnej spotreby. Zlepšovanie nálad spot-

Graf 1 Maloobchodné tržby a súkromná spotreba (reálny medziročný rast v %)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 2 Očakávaní domácností (3-mesačný klzavý priemer, saldá odpovedí)



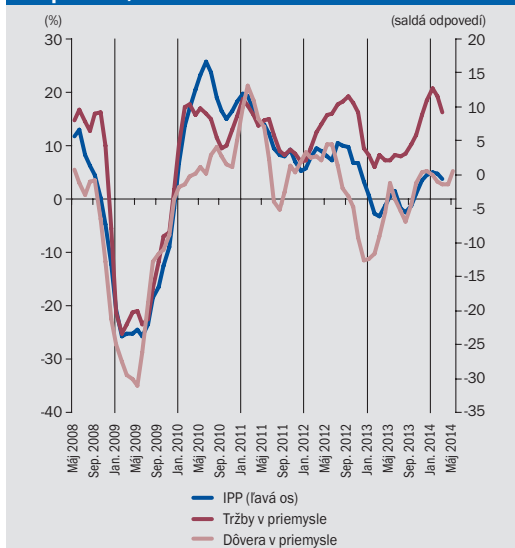
Zdroj: Európska komisia.

rebiteľov, ktoré dokumentuje očakávaný vývoj ich finančnej situácie a nezamestnanosti sa premietol do pomerne robustného rastu maloobchodných tržieb. Tento vývoj naznačil uspokojovanie odloženej spotreby, keďže súkromná spotreba stagnovala, resp. klesala posledných päť rokov. Mesačné štatistiky naznačili pokračovanie (reálneho) rastu verejných výdavkov, i keď tento vývoj mohol vyplývať z poklesu cien. Výraznejší pozitívny vplyv domáceho dopytu tlmila tvorba hrubého kapitálu (investície a zásoby). Po pomerne robustnom raste investícií (aj v dôsledku kompletizácie investície v automobilovom priemysle) koncom roka 2013 mohlo prechodne dôjsť ku korekcii a investície pravdepodobne medzikvartálne poklesli. Odhliadnuc od tohto bazického efektu by však mal investičný dopyt pokračovať v postupnom obnovovaní.

PREDSTIHOVÉ INDIKÁTORY NAZNAČILI MIERNE ZHORŠENIE OČAKÁVANÍ.

V apríli a máji došlo k zníženiu optimizmu v eurozóne, čo mohlo vyplývať z obáv v geopolitickej situácii. Na Slovensku sa to prejavilo predovšetkým v poklese očakávaní produkcie, najmä v automobilovom priemysle. Firmy pravdepodobne mohli reagovať na indikácie o spomaľovaní sa zahraničného dopytu.

Graf 3 Vývoj mesačných ukazovateľov z reálnej ekonomiky (3-mesačné kĺzavé priemery, medziročný rast v %, saldá odpovedí)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS a Európska komisia.

Graf 4 Aktuálny vývoj ukazovateľov na trhu práce (medziročná zmena v %, saldá odpovedí)



Zdroj: ŠÚ SR, ÚPSVR, NBS a Európska komisia.

EKONOMICKÁ AKTIVITA PODPORUJE VZNIK NOVÝCH PRACOVNÝCH MIEST.

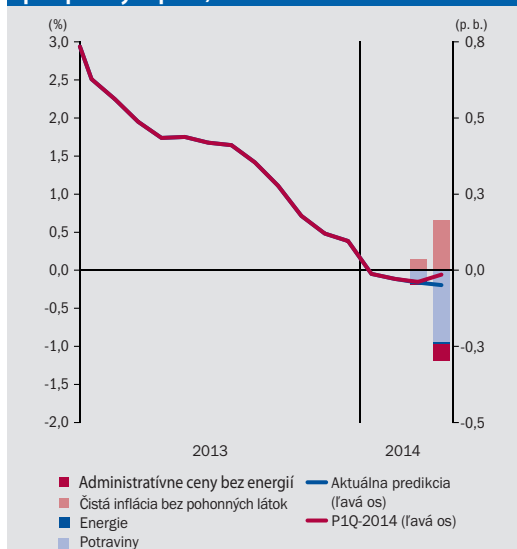
Zamestnanosť pokračovala v 1. štvrtroku 2014 podľa rýchleho odhadu v raste. Tempo rastu zostalo na úrovni 0,2 % z predchádzajúceho štvrtroka. Mesačné údaje naznačujú, že nové pracovné miesta boli generované najmä v priemysle a v dôsledku rastúceho domáceho dopytu aj v službách. Očakávania firiem o vývoji zamestnanosti sa v apríli 2014 ďalej nezvyšovali, firmy sú naďalej opatrné pri vytváraní nových pracovných miest. Opatrnosť firiem potvrdilo aj zastavenie poklesu miery nezamestnanosti v apríli. V mzdovom vývoji došlo v 1. štvrtroku 2014 k zrýchleniu rastu v porovnaní s posledným štvrtrokom 2013. Pri stagnácii cien tak reálne mzdy mohli výraznejšie podporovať rast súkromnej spotreby. Nominálne mzdy (aj reálne) rástli v 1. štvrtroku 2014 rýchlejšie ako reálna produktivita práce, čo spôsobilo, že jednotkové náklady práce výraznejšie vzrástli. Vyššie mzdy boli pravdepodobne pokryté predchádzajúcim predstihom rastu produktivity práce pred mzdami.

STAGNUJÚCE SPOTREBITELSKÉ CENY.

Spotrebiteľské ceny merané HICP za celý 1. štvrtrok 2014 medzikvartálne stagnovali v súlade

s očakávaniami. Rast cien potravín a služieb bol tlmený klesajúcimi cenami energií a priemyselných tovarov bez energií. Je možné, že mierne oživenie domáceho dopytu sa pomaly začína prejavovať už aj v cenách. V rámci služieb sa zrýchlil rast cien súvisiacich s rekreáciami, dovolenkami,

Graf 5 Vývoj inflácie a porovnanie s predpokladmi (medziročné zmeny v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.



ubytovaním a ceny dopravy. Nakoľko je Slovensko otvorená ekonomika a súčasť jednotného trhu s vysokou konkurenciou, ceny tovarov dlhodobejšej spotreby sú určované najmä dovoznými cenami. Dovezená inflácia tlmila rast cien týchto položiek. Avšak v rámci priemyselných tovarov bolo zaznamenané mierne zrýchlenie cien tova-

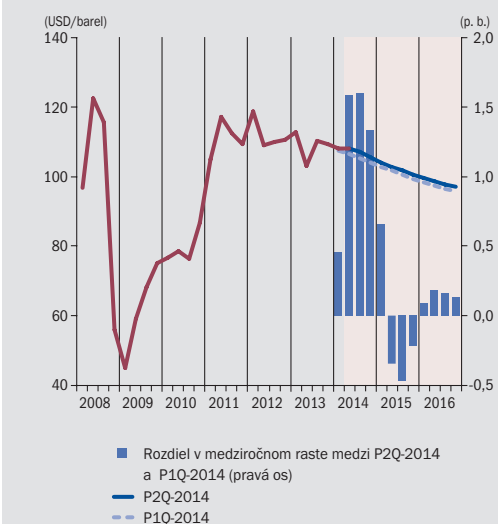
rov krátkodobej spotreby, čo by tiež mohlo odzrkadľovať zlepšujúci sa domáci dopyt. Po dvoch štvrtrokoch poklesu sa zvýšili ceny potravín, keď sa k sezónnemu rastu cien nespracovaných potravín pridali aj ceny spracovaných potravín. Ceny energií zvýraznili svoj pokles v dôsledku každoročných úprav začiatkom januára.

3 TECHNICKÉ PREDPOKLADY¹

Od zverejnenia poslednej prognózy sa **výmenný kurz** eura voči americkému doláru pohyboval v rozpätí 1,37 až 1,39 USD/EUR a ku koncu sledovaného obdobia sa dostal na spodnú úroveň uvedeného rozpätia. Aktuálna prognóza predpokladá v roku 2014, ako aj v roku 2015 a 2016 priemernú úroveň kurzu 1,38 USD/EUR², to znamená, že by mal byť v porovnaní s predchádzajúcou strednodobou predikciou mierne silnejší.

Cena ropy Brent sa od polovice februára 2014 až do polovice mája pohybovala v pásme 103 – 111 USD/barel. Na klesajúci trend cien ropy začiatkom uvedeného obdobia vplývala nižšia prognóza globálneho dopytu po rope, súčasne jej pokles určovala aj oslabená aktivita čínskeho priemyslu. Zmenu v trende cien ropy od apríla determinovala hlavne neistota ohľadom vývoja krízy na Ukrajine. Na rast v tomto období pôsobili aj výpadky dodávok z Líbye a Nigérie. Podľa aktuálnej prognózy by v roku 2014 mala cena ropy dosiahnuť 107,2 USD/barel, v roku 2015 by mala poklesnúť na 102,2 USD/barel a v roku 2016 na 98,2 USD/barel. V eurovom vyjadrení by mala cena ropy dosiahnuť 77,7 EUR/barel v roku 2014, v roku 2015 úroveň 73,9 EUR/barel a 71,0 EUR/

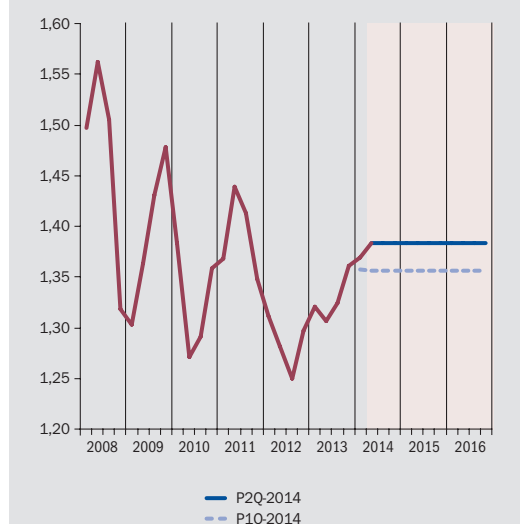
Graf 7 Cena ropy Brent v USD/barel



Zdroj: NBS a ECB.

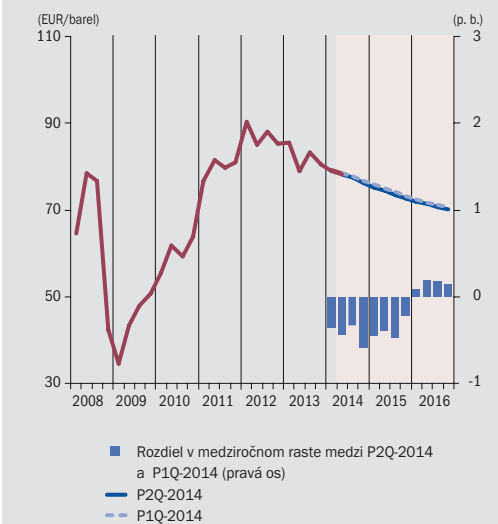
barel v roku 2016. V porovnaní s predchádzajúcou prognózou je cena ropy v USD mierne vyššia, v dôsledku silnejšieho výmenného kurzu sú však ceny ropy v EUR nižšie.

Graf 6 Výmenný kurz USD/EUR



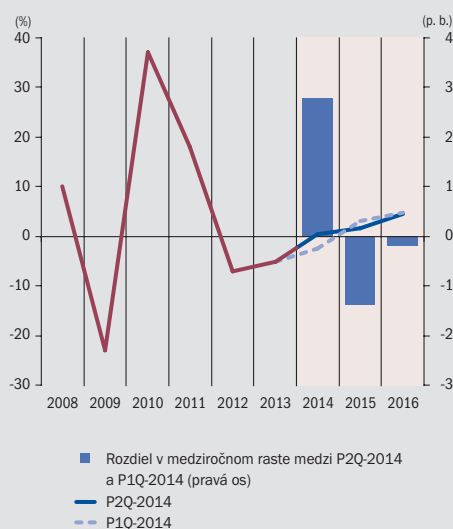
Zdroj: NBS a ECB.

Graf 8 Cena ropy Brent v EUR/barel



Zdroj: NBS a ECB.

- 1 Technické predpoklady strednodobej prognózy vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu“ z júna 2014 s dátumom uzávierky 14. mája 2014.
- 2 Prognóza v celom horizonte predpokladá, že bilaterálny výmenný kurz USD/EUR zostane nezmenený na úrovni priemeru za desať pracovných dní končiacich dňom uzávierky.

**Graf 9 Ceny neenergetických surovín
(medziročná zmena v %)**


Zdroj: NBS a ECB.

Ceny neenergetických komodít začiatkom roka 2014 rástli, pričom výraznejšie na ne vplývali ceny potravinových komodít, ceny kovov rástli miernejšie. Podľa aktuálnej prognózy by v roku 2014 mali ceny neenergetických komodít vzrásť o 0,3 %, následne v rokoch 2015 o 1,7 %, resp. v roku 2016 o 4,6 %.

Priemerná úroveň **krátkodobých úrokových sadzieb**³ (3-mesačný EURIBOR) by mala dosiahnuť 0,3 % v roku 2014, 0,3 % v roku 2015 a 0,4 % v roku 2016.

V rámci domácich technických predpokladov sa v aktuálnej predikcii zakomponoval odhad dodatočných konsolidačných opatrení v rokoch 2015 a 2016 a aktivácia dlhovej brzdy z dôvodu prekročenia výšky verejného dlhu 55 % HDP v roku 2013.

Tabuľka 1 Prehľad opatrení a ich dopad na ekonomiku (mil. EUR)

Skupina opatrení	2015	2016
1. Zavedenie registračných pokladníc + zrážková daň pre lekárov (2015) a ročné zúčtovanie Sociálnej poisťovne (2016)	55	111
2. Spustenie dlhovej brzdy:		
a) vplyv na vládne investície	37,5	50
b) vplyv na transfery	37,5	50
c) vplyv na medzis potrebu a celkové kompenzácie zamestnancov vo verejnom sektore	75	100
Opatrenia spolu	205	311

Zdroj: MF SR a výpočty NBS.

³ Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaníach trhu s dátumom uzávierky 14. mája 2014. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.



4 PROGNOZA EXTERNÉHO PROSTREDIA⁴

Rast globálnej ekonomiky by sa mal zrýchliť z 2,9 % v roku 2013 na 3,3 % v roku 2014. V ďalších rokoch 2015 a 2016 by mal akcelerovať na 3,7 %, resp. 3,8 %. V súčasnosti sa neistota ohľadom budúceho vývoja svetovej ekonomiky týka predovšetkým rozvíjajúcich sa ekonomík. Vyspelé krajiny realizovali politiky, ktoré v krátkodobom horizonte obmedzili riziká tlmiace ekonomickú aktivitu a postupné oživovanie naznačuje, že riziká dopadu uvedených krajín na globálny vývoj sú vyvážené. Na druhej strane situácia v rozvíjajúcich sa ekonomikách je neistá. Hlavne menej akomodatívna menová politika USA môže viesť k rizikám vyšších výnosov z dlhopisov, čo by mohlo ešte viac sprísniť finančné podmienky v uvedených krajinách. V prípade zhoršenia sentimentu na trhoch by hlavne rozvíjajúce sa ekonomiky s výraznými vonkajšími a vnútornými nerovnováhami boli vystavené externým šokom. Navyše obavy zo stupňovania napätia medzi Ukrajinou a Ruskom zvyšujú neistotu ohľadom výhľadu predovšetkým pre tento región, a následne aj pre svetovú ekonomiku ako celok. V súčasnosti tak najmä rozvíjajúce sa krajiny predstavujú riziko smerom nadol pre globálny ekonomický rast.

Rast HDP eurozóny by mal byť v roku 2014 mierny a v rokoch 2015 a 2016 predikcia predpokladá zrýchlenie oživenia ekonomiky. Posilnenie domáceho dopytu, ako aj rast zahraničného dopytu, by mali byť podľa očakávaní hlavným faktorom oživenia hospodárskej aktivity. Domáci dopyt by mala podporiť posilnená dôvera ekonomických subjektov v prostredí klesajúcej neistoty, uvoľnená menová politika, všeobecne neutrálne nastavenie fiškálnej politiky a zlepšené podmienky financovania. Taktiež by mal vzrásť reálny disponibilný príjem vďaka postupnému zvyšovaniu miezd a poklesu cien energií. Nepriaznivý vplyv na hospodársky rast vyplývajúci z nápravy bilancí verejného a súkromného sektora a vysokej miery nezamestnanosti sa bude v horizonte prognózy postupne znižovať. Zahraničný dopyt by mal profitovať z postupného oživovania svetového hospodárstva, aj keď spočiatku v menšej miere v dôsledku vplyvu silného eura. V roku 2014 sa očakáva rast HDP o 1,0 %, v roku 2015 o 1,7 % a v roku

2016 by sa mala dynamika rastu hospodárstva eurozóny zvýšiť na 1,8 %⁵.

Inflácia v eurozóne sa pohybuje na relatívne nízkych úrovniach, keď v 1. štvrtroku 2014 dosiahla 0,7 % a podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla v máji 0,5 %. Jej nízka úroveň odráža stagnáciu cien energií, cien potravín, ako aj cien priemyselných tovarov bez energií a zároveň tlmivý rast cien služieb. V horizonte prognózy by priemerná **inflácia v eurozóne** meraná HICP mala postupne rásť z 0,7 % v 1. štvrtroku 2014 na 1,5 % v poslednom štvrtroku 2016. V roku 2014 by mala dosiahnuť 0,7 %, v roku 2015 úroveň 1,1 % a v roku 2016 by sa mala zrýchliť na 1,4 %⁶. Rast inflácie v horizonte prognózy by mal podporiť posilňujúci sa dopyt a zužujúca sa negatívna produkčná medzera v kontexte predpokladaného hospodárskeho oživenia, ako aj rastu cien komodít. Inflácia cien potravín by sa mala podľa očakávaní v prvých troch štvrtrokoch 2014 naďalej zmiernovať v dôsledku minulých poklesov komoditných cien potravín, ako aj bázičného efektu. Do konca horizontu prognózy by sa rast cien potravín mal zrýchliť v dôsledku očakávaného nárastu cien potravinových komodít. HICP inflácia bez potravín a energií by mala v horizonte prognózy rásť z 1,0 % v roku 2014 na 1,2 % v roku 2015 a následne na 1,5 % v roku 2016, odrážajúc tak mierne oživenie hospodárskej aktivity, ako aj domáce cenové tlaky, konkrétne rast miezd a ziskov. HICP inflácia bez cien potravín, energií a zmien nepriamych daní by mala v horizonte prognózy vzrásť z 0,9 % v roku 2014 na 1,2 % v roku 2015 a na 1,5 % v roku 2016. Nárast nepriamych daní, ktoré sú zahrnuté v plánoch fiškálnej konsolidácie, by mal tvoriť malý príspevok k HICP inflácii v roku 2014 (0,1 percentuálneho bodu). Následne v roku 2015 a 2016 je očakávaný príspevok nepriamych daní zanedbateľný, nakoľko zatiaľ nie sú známe pripravované fiškálne opatrenia.

V rámci domácich cenových tlakov by sa mal v roku 2014 medziročný rast kompenzácií na zamestnanca mierne spomaliť na 1,6 % a v rokoch 2015 a 2016 sa zrýchli na 1,9 %, resp. na 2,2 %. Rast jednotkových nákladov práce by mal zmierniť z 0,9 % v roku 2014 na 0,7 % v roku 2015 v dôsledku silnejšieho rastu produktivity

4 Predpoklady vývoja medzinárodnej ekonomiky vychádzajú z „Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu“ z júna 2014 a sú založené na údajoch dostupných k 21. máju 2014.

5 Uvádzané hodnoty odhadu rastu HDP predstavujú stredy intervalov. V roku 2014 predpokladá prognóza ECB rast HDP v intervale 0,6 % až 1,4 %, v roku 2015 v intervale 0,6 % až 2,8 % a v roku 2016 v intervale 0,5 % až 3,1 %.

6 Uvádzané hodnoty odhadu HICP predstavujú stredy intervalov. V roku 2014 predpokladá prognóza ECB HICP medzi 0,6 % až 0,8 %, v roku 2015 medzi 0,5 % až 1,7 % a v roku 2016 medzi 0,6 % až 2,2 %.



ako nominálneho rastu miezd, čo odráža cyklické oživenie produktivity. Následne v roku 2016 bude pokračovať posilňovanie rastu miezd, ktoré spolu s oslabením rastu produktivity prispeje k zrýchleniu rastu jednotkových nákladov práce na 1,1 % v roku 2016.

Ziskové marže (merané ako rozdiel medzi deflátorom HDP v cenách výrobných faktorov a rastom jednotkových nákladov práce) by mali v horizonte prognózy vzrásť, keď tento vývoj podporí aj predpokladané zlepšenie ekonomických podmienok.

Aktuálny ekonomický vývoj naznačuje v horizonte prognózy miernejšie rasty **globálneho obchodu** v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Naďalej sa však predpokladá akcelerácia svetového obchodu z 2,7 % v roku 2013 na 4,1 % v roku 2014, 5,5 % v roku 2015 až 5,7 % v roku 2016. Jeho dynamika však bude naďalej zaostávať za tempami rastu dosahovanými pred krízou. Vývoj globálneho obchodu ovplyvní aj **exportné trhy Slovenska**, ktorých rast by sa mal postupne zvýšiť z 3,9 % v roku 2014 na 5,1 % v roku 2015 a 5,6 % v roku 2016.

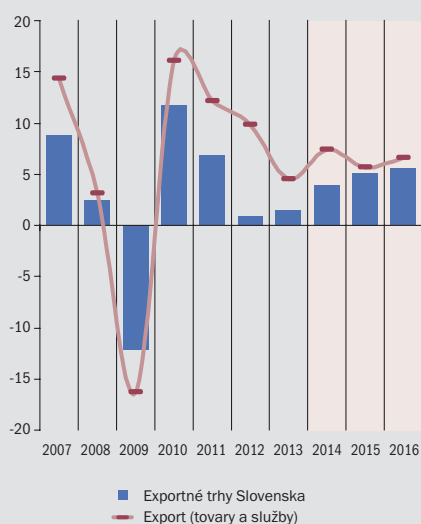
5 MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA SR

5.1 EKONOMICKÝ RAST

POSTUPNÝ RAST DOPYTU PO NAŠOM EXPORTE.

Mesačné údaje za 1. štvrtrok 2014 naznačili potvrdenie veľmi silného vývozu z posledného štvrtroka 2013, ktorý bol výrazne nad rastom zahraničného dopytu. V nasledujúcich mesiacoch očakávajú firmy naďalej rast vývozu, hoci pomalšie ako v predchádzajúcom období (naznačujú to už aj slabšie marcové štatistiky). V očakávaniach sa tak pravdepodobne prejavilo napätie v súvislosti s ukrajinskou krízou. V rokoch 2015 a 2016 by mal export mierne prevyšovať rast zahraničného dopytu v súlade s konvergenciou slovenskej ekonomiky.

Graf 10 Predikcia zahraničného dopytu a slovenského exportu tovarov a služieb (medziročná zmena v %, stále ceny)



Zdroj: ŠÚ SR, ECB a výpočty NBS.

MIERNE RASTÚCI INVESTIČNÝ DOPYT V NASLEDUJÚCICH ROKOCH.

Investičný dopyt pravdepodobne v 1. štvrtroku 2014 medzikvartálne poklesol. Avšak odhliadnuc od vysokej základne (investícia v automobilovom priemysle) koncom roka 2013 by investície mierne vzrástli. Obnova investícií by mala pokračovať v celom horizonte predikcie. V krátkodobom horizonte pretrvávajú zatiaľ opatrné vyhladky, keďže stavebné firmy pociťujú okrem nedostatku dopytu aj finančné obmedzenia, čo je spojené so zlou situáciou v odvetví. V priebehu tohto roka sa predpokladá naštartovanie výstavby infraštruktúry, čím by sa stavebníctvo mohlo odraziť od dna. Investície podnikov by mali pokračovať v raste, keďže vo firmách bude už potrebné po rokoch prepadu obmeniť investičný majetok. Vláda by svojimi investíciami mala taktiež pozitívne prispieť k oživeniu investičného dopytu. V dlhodobom horizonte by sa mal rast investícií zrýchľovať v súlade so zlepšujúcimi sa vyhladkami rastu ekonomiky.

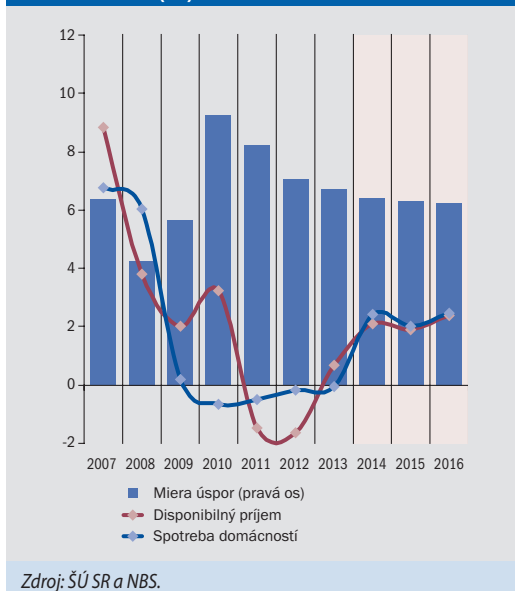
NÁZNAKY RÝCHLEJŠIEHO OŽIVENIA SÚKROMNEJ SPOTREBY.

V 1. štvrtroku 2014 došlo podľa mesačných indikátorov k výraznejšiemu oživeniu súkromnej spotreby. Predpokladá sa, že tento vývoj bol dočasný (aj vďaka uspokojeniu odloženej spotreby) a v ďalšom období bude rast spotreby mierne pomalší. Celkové oživenie spotreby by mala podporovať zlepšujúca sa spotrebiteľská dôvera, očakávania finančnej situácie a miery nezamestnanosti a rast reálnych príjmov. V horizonte predikcie sa uvažuje s ustálením rastu súkromnej spotreby na úrovni mierne vyššej ako 2%. Spotreba by mala byť pokrytá príjmami pri relatívne stabilnej miere úspor.

Tabuľka 2 Predikcia tvorby hrubého fixného kapitálu (medziročná zmena v %)

	2013	2014	2015	2016
Tvorba hrubého fixného kapitálu spolu	-4,3	3,0	3,5	3,8
– súkromný sektor	-3,3	3,0	3,2	4,4
– očistené o jednorazovú investíciu v automobilovom priemysle	-4,7	6,8	3,2	4,4
– verejný sektor	-13,8	2,3	6,7	-2,9

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 11 Vývoj príjmov, spotreby (medziročná zmena v %) a miery úspor domácností (%)


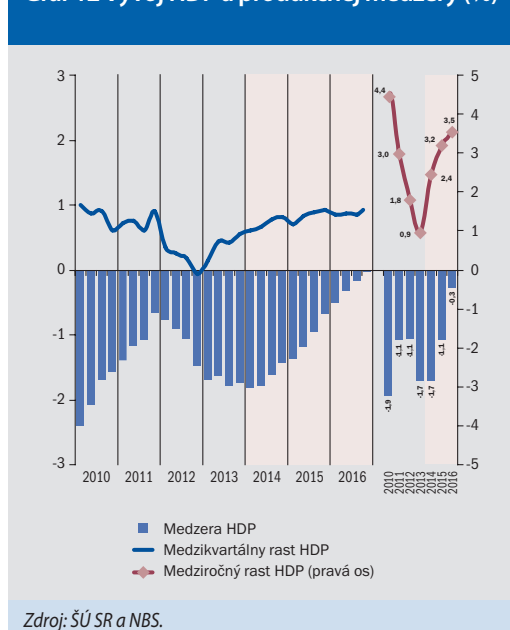
veň spotrebiteľského dopytu, ale aj doplniť vyskladnené zásoby. Ďalej sa predpokladá, že vyššie dovozy by mali odzrkadľovať očakávaný vyšší investičný dopyt. Dovozná náročnosť by mala zostať zachovaná približne na terajšej úrovni. V horizonte predikcie sa uvažuje s miernym spomalením rastu dovozu, ktoré by malo byť v súlade s vývojom exportnej výkonnosti. Výmenné relácie (cenový vývoj v zahraničnom obchode) by mali byť pozitívne v tomto roku, keďže sa predpokladá vyšší prepad ceny energií, čo sa premietne vo výraznejšej miere do cien dovozov. V ďalších rokoch by mali rásť cenové indexy približne rovnakým tempom bez výraznejšieho dopadu do zahraničného obchodu. Vzhľadom na získavanie trhových podielov sa predpokladá aj v nominálnom vyjadrení nárast prebytku na bežnom účte platobnej bilancie.

PRORASTOVÁ VEREJNÁ SPOTREBA V AKTUÁLNOM ROKU.

Aktuálne dostupné údaje v prvých mesiacoch roka 2014 naznačili pomerne rýchly (reálny) rast výdavkov centrálnej vlády. Tento vývoj bol premietnutý do predikcie na tento rok, keď sa predpokladá výraznejšie zrýchlenie rastu verejnej spotreby v porovnaní s minulým rokom. V ďalšom období by však malo dôjsť k miernemu spomaleniu rastu verejnej spotreby, najmä v dôsledku aktivácie dlhovej brzdy a s dodatočnými konsolidačnými opatreniami.

RAST DOVOZOV V TOMTO ROKU V SÚLADE S OŽIVENÍM DOMÁCEHO DOPYTU.

Oživenie domáceho dopytu by malo podporiť výraznejšiu akceleráciu dovozov v tomto roku. Tie by mali pokrývať nielen súčasnú úro-

Graf 12 Vývoj HDP a produkčnej medzery (%)

Tabuľka 3 Predikcia verejnej spotreby a verejných investícií (medziročná zmena v %)

	2013	2014	2015	2016
Konečná spotreba verejnej správy (s. c.)	1,4	3,2	1,0	1,2
Vládne investície (s. c.)	-13,8	2,3	6,7	-2,9
Príspevok vládnej spotreby a vládnych investícií k rastu HDP (p. b.)	-0,1	0,6	0,3	0,1

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

**MIERNE ZRÝCHĽOVANIE EKONOMICKEJ AKTIVITY V STREDNODOBOM HORIZONTE.**

Hlavným zdrojom rastu ekonomiky by mal zostať v tomto roku naďalej export. Čiastočne sa k nemu po dlhšom období pridá aj domáci dopyt, v rámci ktorého by mala prorastovo pôsobiť najmä spotreba (súkromná, ako aj vládna). **Rast HDP by mal dosiahnuť tento rok 2,4 %** (bez

zmeny). **Následne sa očakáva jeho postupná akcelerácia na 3,2 % v roku 2015** (nižší o 0,1 %) **a na 3,5 % v roku 2016** (bez zmeny). Rast by mal byť podporený najmä exportom. V celom horizonte predikcie by mala ekonomika mierne predbiehať rast potenciálneho produktu, čím by malo dochádzať k postupnému uzatváraniu zápornej produkčnej medzery (koncom roku 2016 by malo dôjsť k jej uzavretiu).

Box 1**OPATRENIA KONSOLIDÁCIE VEREJNÝCH FINANCIÍ – VPLYV NA EKONOMIKU**

V aktuálnej predikcii sa uvažuje s dodatočnými konsolidačnými opatreniami, ktoré môžu ovplyvniť reálnu ekonomiku. Implementácia opatrení sa predpokladá od začiatku roka 2015. Prvá skupina obsahuje opatrenia zapracované do návrhu východísk rozpočtu verejnej správy 2015 – 2017 a Programu stability na roky 2014 až 2017 v objeme 55 mil. € v roku 2015 a 56 mil. € v roku 2016. Tieto opatrenia sú permanentného charakteru na príjmovej strane rozpočtu verejných financií. Predpokladáme, že opatrenia budú mať za následok zníženie disponibilného príjmu domácností s následným prenosom do dynamiky súkromnej spotreby. Avšak, keďže uvedené opatrenia sa týkajú hlavne

skupín s vyššími príjmami, negatívny vplyv na príjmy by domácnosti mali z väčšej časti kompenzovať cez svoje úspory. Dopad do konečnej spotreby domácností by tak mohol byť nižší.

Zvyšok opatrení vyplýva zo spustenia dlhovej brzdy po prekročení podielu verejného dlhu na HDP nad 55 %. Na základe predbežných odhadov (ktoré budú spresnené pravdepodobne v rámci rozpočtu verejnej správy tak z hľadiska rozsahu, ako aj charakteru na jeseň tohto roka) sa v aktuálnej predikcii počítalo s úspornými opatreniami v rozsahu 150 mil. € v roku 2015 a 200 mil. € v roku 2016. Opatrenia by sa mali dotknúť vládnych investícií,

Tabuľka A Prehľad opatrení a ich dopad na ekonomiku v rokoch 2015 a 2016

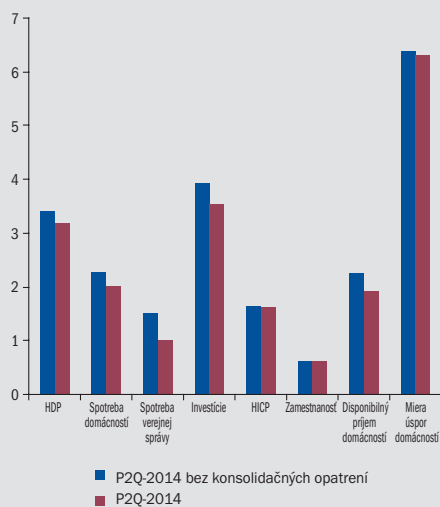
Skupina opatrení	Opatrenia (mil. EUR)		Vplyv na HDP (medziročná zmena, p. b.)		Vplyv na HICP (medziročná zmena, p. b.)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
1. Zavedenie registračných pokladníc + zrážková daň pre lekárov (2015) a ročné zúčtovanie Sociálnej poisťovne (2016)	55	111	-0,02	-0,02	-0,00	-0,01
2. Spustenie dlhovej brzdy:						
a) vplyv na vládne investície	37,5	50	-0,03	-0,00	-0,00	-0,01
b) vplyv na transfery	37,5	50	-0,02	-0,00	-0,00	-0,01
c) vplyv na medzispotrebu a celkové kompenzácie zamestnancov vo verejnom sektore	75	100	-0,14	-0,01	-0,02	-0,05
Opatrenia spolu	205	311	-0,21	-0,04	-0,03	-0,07

Zdroj: MF SR a výpočty NBS.

transferov a konečnej spotreby verejnej správy (v rámci nej medzispotreby a kompenzácií zamestnancov).

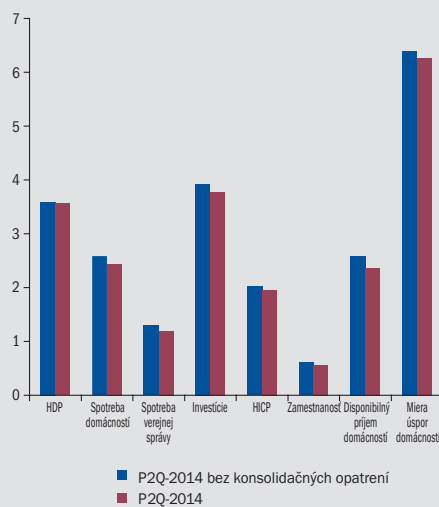
Celkovo by tieto opatrenia mali „ubrať“ z rastu ekonomiky v budúcom roku približne 0,2 percentuálneho bodu s minimálnym dopadom do cenového vývoja.

Graf A Predikcia vybraných makroekonomických ukazovateľov v roku 2015 (medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS.

Graf B Predikcia vybraných makroekonomických ukazovateľov v roku 2016 (medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS.

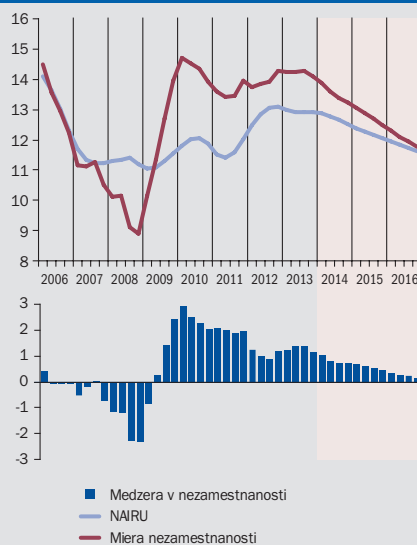
5.2 TRH PRÁCE

ZLEPŠOVANIE NA TRHU PRÁCE POKRAČUJE.

Postupné zvyšovanie ekonomického rastu a najmä predpokladané výraznejšie oživenie domáceho dopytu by sa malo premietnuť do pokračujúceho rastu zamestnanosti. V tomto roku by sa mala zamestnanosť po dvoch rokoch stagnácie, resp. poklesu zvýšiť, čo potvrdili údaje z rýchleho odhadu za 1. štvrtrok a čo tiež naznačujú očakávania firiem v ďalšom období. V súlade s týmto vývojom by sa mala znížiť miera nezamestnanosti, pričom sa aj mierne uzavrie medzera v nezamestnanosti (rozdiel medzi skutočnou mierou nezamestnanosti a NAIRU⁷).

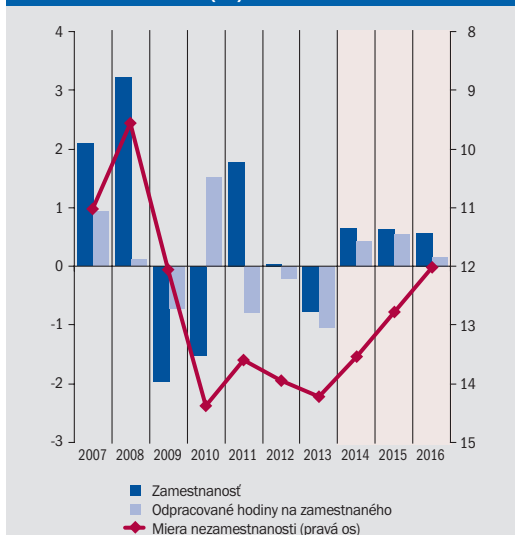
V horizonte predikcie sa uvažuje so zvyšovaním zamestnanosti, keď rast produkcie by firmy mali zabezpečovať nielen cez zvyšovanie odpracovaných hodín, ale aj cez vytváranie nových pracovných miest.

Graf 13 Vývoj miery nezamestnanosti a NAIRU (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

⁷ NAIRU predstavuje mieru nezamestnanosti nezrýchľujúcu mieru inflácie.

Graf 14 Vývoj zamestnanosti, odpracovaných hodín (medziročná zmena v %) a miery nezamestnanosti (%)


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

5.3 NÁKLADY PRÁCE A CENOVÝ VÝVOJ

KONŠTANTNÝ RAST NÁKLADOV PRÁCE.

Jednotkové náklady práce by mali rásť tempom približne 1,2 % v celom prognózovanom hori-

zonte. Nominálne kompenzácie by mali mierne predbiehať rast reálnej produktivity práce, čím by sa mal vytvárať priestor pre rast ziskových marží, keďže ceny v ekonomike by mali rásť rýchlejšie s výnimkou roku 2014.

INFLÁCIA V KRÁTKODOBOM HORIZONTE EŠTE ZÁPORNÁ.

Mierny medziročný pokles cien by mal pretrvať až do 3. štvrťroka 2014. Ku koncu roka sa predpokladá už opätovný rast cien (približne na úrovni 1 %), keď by mali akcelerovať ceny potravín. Menej tlmiačo by mali pôsobiť dovozné ceny, ktoré by mali zaznamenať postupné spomalenie medziročného poklesu. V 2. polroku 2014 by na zrýchlenie cenového rastu mal pôsobiť bazický efekt výrazného poklesu cien potravín v roku 2013.

Mesačné údaje naznačili výraznejší nárast súkromnej spotreby v 1. štvrťroku 2014. Zvýšený spotrebiteľský dopyt by sa mohol premietiť do cien služieb a cien tovarov krátkodobej spotreby. Rast cien služieb a priemyselných tovarov krátkodobej spotreby v 1. štvrťroku 2014 by preto už mohol byť pod vplyvom spotrebiteľského dopytu prvým náznakom obnovenia rastu spotrebiteľských cien, ktorý zabráni poklesu celkovej cenovej úrovne v roku 2014.

Tabuľka 4 Jednotkové náklady práce (medziročný rast v %)

	2013	2014	2015	2016
Nominálne kompenzácie, ESA	0,8	3,0	3,7	4,2
Reálna produktivita	1,7	1,8	2,6	3,0
Jednotkové náklady práce	-0,9	1,2	1,1	1,2
Deflátor HDP	0,5	-0,1	1,4	2,0

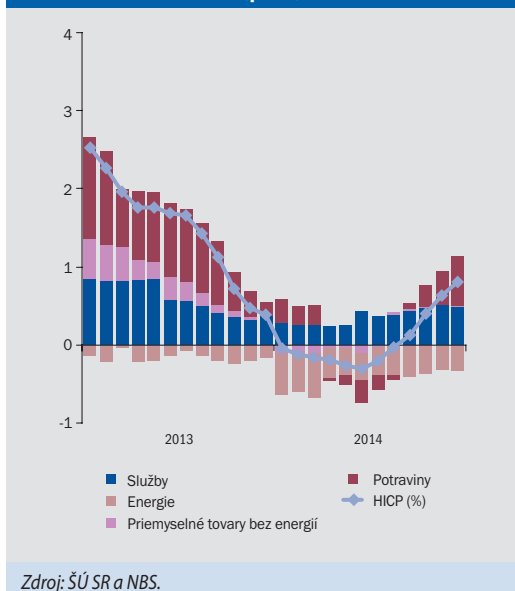
Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Tabuľka 5 Mzdy (medziročný rast v %)

	2013	2014	2015	2016
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita)	2,2	1,6	4,0	5,0
Celá ekonomika, nominálne	2,3	2,8	3,7	4,2
Celá ekonomika, reálne	0,9	2,7	2,0	2,2
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, nominálne	3,4	4,3	2,9	2,9
Verejná správa, školstvo, zdravotníctvo, reálne	2,0	4,2	1,3	0,9
Súkromný sektor, nominálne	2,0	2,3	3,9	4,7
Súkromný sektor, reálne	0,6	2,2	2,3	2,6

Zdroj: ŠÚ SR a výpočty NBS.

Poznámka: Deflované CPI. Rast nominálnych miezd vo verejnom sektore (ESA S.13) sa očakáva na úrovni 4,0 % v roku 2014, 2,3 % v roku 2015 a 2,9 % v roku 2016.

Graf 15 Očakávaná štruktúra medziročnej inflácie v roku 2014 (p. b.)

Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

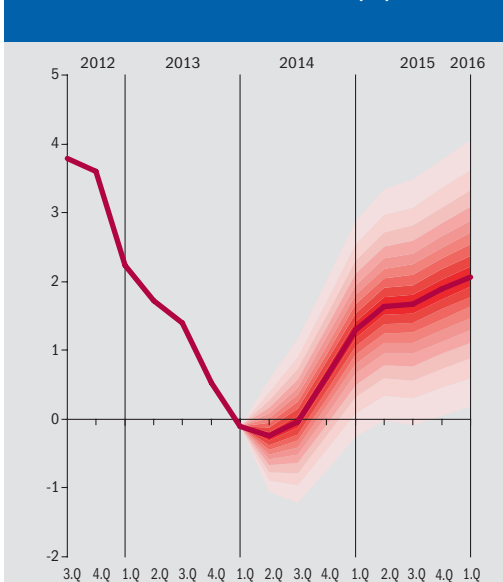
V strednodobom horizonte sa uvažuje s postupným zrýchlením rastu cien k úrovni 2 %. S našartovaním domáceho dopytu a uzatváraním produkčnej medzery by sa malo prejavíť prorastové pôsobenie rastúceho dopytu na ceny. Z nákladových faktorov by mali ceny energií v súvislosti s technickými predpokladmi naďalej tmiť výraznejší rast spotrebiteľských cien.

6 RIZIKÁ PROGNÓZY

V aktuálnej strednodobej prognóze predstavuje najväčšie riziko v reálnej ekonomike v tomto roku neistota súvisiaca s externým prostredím, s čím môže súvisieť vývoj v exportnej výkonnosti ku koncu 1. štvrtroka. Smerom k vyššiemu rastu ekonomiky by naopak mohlo pôsobiť rýchlejšie oživenie súkromnej spotreby v nízkoinflačnom prostredí. V strednodobom horizonte sa javia byť riziká vybilancované. Negatívne riziko nižšieho zahraničného dopytu a možných dodatočných konsolidačných opatrení by mohlo byť kompenzované vyšším získaním trhových podielov v zahraničnom obchode a rýchlejším čerpaním EÚ fondov.

Pre rok 2014 sa javí byť predikcia inflácie realistická. V nasledujúcom roku sú riziká vybilancované. Riziko smerom k vyššiemu rastu cien by mali spôsobiť technické predpoklady (ceny ropy, výmenný kurz). Toto by malo byť tlmené dobrou úrodou v tomto roku. V roku 2016 prorastové riziko z technických predpokladov by malo pretrvávať. Zahraničný dopyt a nižší ako predpokladaný rast kompenzácií by mali čiastočne tmiť výraznejší rast cien.

Graf 16 Predikcia inflácie HICP (%)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Dopady geopolitických rizík boli odhadnuté v separátnom boxe.

Tabuľka 6 Riziká predikcie

	2014	2015	2016
HDP	↓ Exportná výkonnosť (geopolitické riziká) ↑ Súkromná spotreba	↓ Konsolidačné opatrenia, zahraničný dopyt ↑ EÚ fondy, exportná výkonnosť (geopolitické riziká)	↓ Konsolidačné opatrenia, zahraničný dopyt ↑ Exportná výkonnosť
Inflácia		↑ Technické predpoklady ↓ Potraviny (dobrá úroda)	↑ Technické predpoklady ↓ Zahraničný dopyt, kompenzácie

Zdroj: NBS.

Box 2

MOŽNÉ DOPADY GEOPOLITICKÉHO NAPÄTIA MEDZI EÚ A RUSKOM

ČASŤ A

Nestabilná situácia na Ukrajine, ako aj možné zintenzívnenie napätia medzi Ruskom a západnými krajinami, môže smerovať k uplatneniu rôznych sankcií. Predmetom boxu je odhad vplyvu možných šokov, ktorým by ekonomika

SR mohla byť vystavená v prípade, ak by sa uplatnenie dodatočných sankcií premietlo do:

1. cien ropy,
2. výmenného kurzu,
3. poklesu zahraničného dopytu,
4. poklesu indikátorov dôvery.



Pre lepšiu názornosť sme si zvolili pri jednotlivých ukazovateľoch hypotetický vývoj v prípade eskalácie napätia a dopady do ekonomiky sme kalkulovali separátne. Zároveň boli zvolené relatívne výrazné posuny vo vývoji týchto ukazovateľov, z dôvodu lepšej prezentácie ich vplyvu na HDP a cenovú hladinu. V reálnom živote je možné predpokladať, že dôjde ku kombinácii niektorých, resp. väčšiny z nich.

1) Ceny ropy

Scenár počíta s nárastom cien ropy úrovňovo o cca 22 % v roku 2014, čomu by mal prislúchať pokles exportu ruskej ropy o približne 1,5 mil. barelov denne v roku 2014. To predstavuje približne 30 % exportov ruskej ropy v tomto roku, resp. 36 % v roku 2015. Predpokladá sa, že po uvoľnení napätia by sa do konca roka 2016 mohol export ruskej ropy priblížiť ku svojim pôvodným úrovňam.

Takto definovaný šok by mal za následok zníženie úrovne HDP SR o 0,1 % v roku 2014, 0,5 % v roku 2015 a 0,2 % v roku 2016. S nárastom cien ropy by bol efekt do cenovej úrovne meranej HICP kladný o 0,3 % v roku 2014, 1,1 % v roku 2015 a 0,5 % v roku 2016.

2) Efektívny výmenný kurz

V prípade zavedenia dodatočných finančných a ekonomických sankcií voči Rusku by mohlo dôjsť k nárastu odlevu kapitálu, ktorý by mohol spolu s poklesom prebytku bežného účtu platobnej bilancie Ruska (vyplývajúcim z poklesu exportu ropy) viesť k depreciácii ruského rubľa voči euru a americkému doláru o cca 30 %.

V prípade, ak by došlo k takejto depreciácii kurzu, priamy dopad na ekonomiku SR by bol

nie veľmi bolestivý (maximálne zníženie hladiny HDP v roku 2015 by predstavovalo približne 0,1 %, pričom cenová hladina by bola v roku 2016 nižšia o 0,2 %).

3) Zahraničný dopyt

V uvažovanom scenári sa dodatočne predpokladá obmedzenie exportov EÚ do Ruska o približne 20 % od 2. štvrťroka 2014, pričom objem vývozu z EÚ do Ruska by sa mal do konca roka 2016 priblížiť k pôvodným úrovňam. Uvedené obmedzenie exportov by znamenalo pokles nášho zahraničného dopytu o 1,0 % v roku 2014, 1,4 % v roku 2015 a 0,8 % v roku 2016.

Takýto šok v zahraničnom dopyte by znamenal pokles úrovne HDP SR o 0,5 % v roku 2014, 0,8 % v roku 2015 a 0,3 % v roku 2016. Negatívny šok v ekonomike by pôsobil tlmivaco na vývoj cenovej hladiny v roku 2016 o 0,4 %.

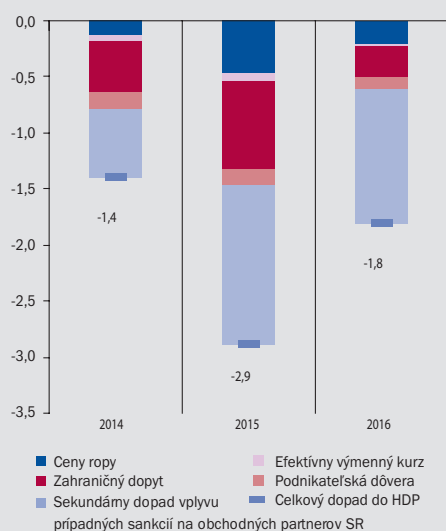
4) Pokles dôvery

V prostredí vyostrovania vzťahov s Ruskou federáciou je možné očakávať aj opätovný nárast neistoty vo forme poklesu dôvery. To by v podmienkach slovenskej ekonomiky mohlo zodpovedať jednorazovému poklesu úrovne súkromných investícií o približne 1,5 % v 1. štvrťroku implementovaného šoku (tzn. pokles o 0,4 % v roku 2014). Následne sa predpokladá postupný návrat súkromných investícií smerom k pôvodným úrovňam. Uvedený šok by predstavoval negatívny dopad na úroveň HDP vo výške -0,2 % v roku 2014 s postupnou korekciou k -0,1 % v roku 2016. Cenová hladina by sa v sledovanom horizonte postupne znižovala (o 0,1 % v roku 2016). Prehľad šokov v jednotlivých scenároch sumarizuje tabuľka A.

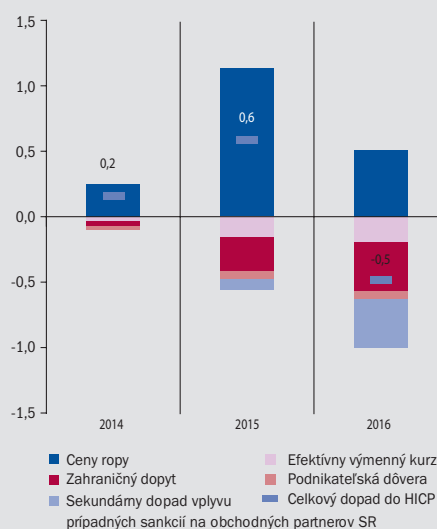
Tabuľka A Prehľad rozsahu impulzov

Impulzy (odchýlka od úrovne v P2Q-2014 v %)	2014	2015	2016
1) Ceny ropy	22,0	26,0	5,0
2) Efektívny výmenný kurz	-0,6	-1,0	-0,8
3) Zahraničný dopyt	-1,0	-1,4	-0,8
4) Pokles dôvery (investície)	-0,4	0,0	0,0

Zdroj: Výpočty NBS.

Graf A Príspevky šokov – dopad na úroveň reálneho HDP (%)


Zdroj: Výpočty NBS.

Graf B Príspevky šokov – dopad na úroveň cenovej hladiny HICP (%)


Zdroj: Výpočty NBS.

Zhrnutie všetkých uvedených predpokladaných dopadov na slovenskú ekonomiku

V prípade realizácie uvedených šokov by dopad do ekonomiky SR bol priamy, ale bol by tiež umocnený aj vedľajším efektom z preliatia dopadov prípadných sankcií na ekonomiku našich obchodných partnerov. Celkový negatívny dopad (vrátane spomenutého sekundárneho vplyvu) na ekonomickú výkonnosť SR by ilustratívne predstavoval zníženie úrovne HDP o -1,4 % v roku 2014, o -2,9 % v roku 2015 a o -1,8 % v roku 2016. Najvýraznejší dopad na našu ekonomiku by vyplynul zo spomalenia ekonomík hlavných obchodných partnerov SR. Dopad do cenovej hladiny HICP by bol v prvých dvoch rokoch šoku pozitívny, ťahaný vyššími cenami ropy a v roku 2016 by sa úroveň cien naopak znížila najmä v dôsledku oslabeného dopytu v ekonomike pôsobením slabšieho zahraničného dopytu, sekundárneho efektu dopadu sankcií na obchodných partnerov SR a efektu šoku v efektívnom výmennom kurze.

Vzhľadom na neistotu ďalšieho vývoja vzťahov s Ruskou federáciou nie je možné vyčerpávajúcim spôsobom odhadnúť charakter a rozsah prípadných šokov a kvantifikovať ich dopad na ekonomiku SR. Prezentované hypotetické možnosti mali za cieľ priblížiť citlivosť ekonomiky SR na zmenu vo vývoji niektorých ukazovate-

ľov jedného z našich obchodných partnerov. Rozsah negatívneho vplyvu môže byť zväčšený synergickým efektom kombinácie viacerých faktorov, pričom dopad by mohol byť oveľa komplexnejší, a to v závislosti od zasiahnutia obyvateľstva, viacerých odvetví ako aj z dôvodu odlišného rozsahu jednotlivých vplyvov vrátane prerušenia dodávok plynu (s čím sa v tomto scenári neuvažovalo a nachádza sa ako separátne prepočet v nasledujúcej časti B).

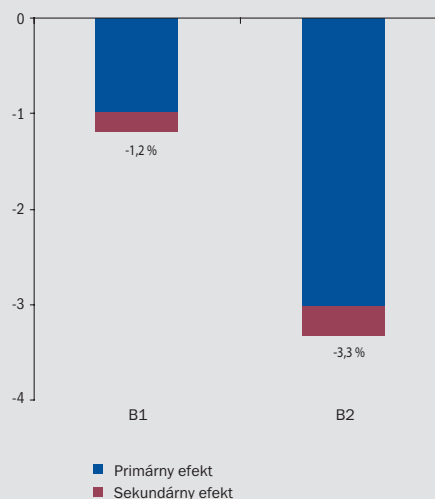
ČASŤ B

OBMEDZENIE DODÁVOK ZEMNÉHO PLYNU DO EÚ S DOPADOM DO EKONOMIKY SR (REVERZNÁ REAKCIA)

Predpokladaný scenár uvažuje s poklesom importu zemného plynu z Ruska o 15 %. Využitím Input-Output tabuliek za všetky krajiny EÚ a náročnosti ruského zemného plynu na domácu medzispotrebu a konečnú produkciu bol simulovaný dopad na domácu ekonomiku vrátane sekundárnych vplyvov z titulu poklesu dopytu u našich obchodných partnerov. Vzhľadom na obmedzenia zvolenej metodológie (predpoklad fixnej štruktúry ekonomiky) boli simulované 2 alternatívy, pričom prvá (B1) uvažuje, že výpadok importu zemného plynu by sa dotkol len odvetvia priemyselnej výroby a tých odvetví, u ktorých má zemný plyn

strategický význam a je malý predpoklad jeho okamžitej substitúcie. V takomto prípade by mohlo dôjsť k poklesu HDP o 1,2 % (1,0 % HDP predstavuje primárny dopad a 0,2 % predstavuje dodatočný sekundárny vplyv z titulu spomalenia dopytu našich obchodných partnerov). Druhá alternatíva (B2) predpokladá, že obmedzenie dodávok by zasiahlo všetky sektory ekonomiky, tak ako to vyplýva z energetickej náročnosti jednotlivých sektorov vrátane ich vzájomného prepojenia. V takomto prípade by mohlo dôjsť k výraznejšiemu poklesu HDP, a to o 3,3 %, pričom primárny vplyv by bol vo výške 3,0 % a sekundárny vo výške 0,3 %. Prejav uvedených efektov by závisel od načasovania výpadku dodávok, ako aj od schopnosti SR využívať v takomto období svoje núdzové zásoby zemného plynu, ktoré by sa pravdepodobne v začiatkoch obmedzenia dodávok využívali. V takomto scenári by sa Slovensko pravdepodobne dostalo do recesie.

Graf C Príspevky efektov 15 % obmedzenia dodávok zemného plynu do rastu HDP (%)



Zdroj: Výpočty NBS.

7 POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PROGNOZOU

V rámci technických predpokladov došlo v porovnaní s predchádzajúcou predikciou k zakomponovaniu konsolidačných opatrení pre roky 2015 a 2016 a aktivácie dlhovej brzdy v roku 2015. V aktuálnej predikcii nedošlo k výraznejším zmenám v oblasti zahraničného dopytu. Očakáva sa mierne silnejší výmenný kurz, čo pri zachovaní trajektórie ceny ropy v USD spôsobilo mierny pokles eurových cien ropy. Zároveň sa predpokladá mierne nižšia zahraničná inflácia.

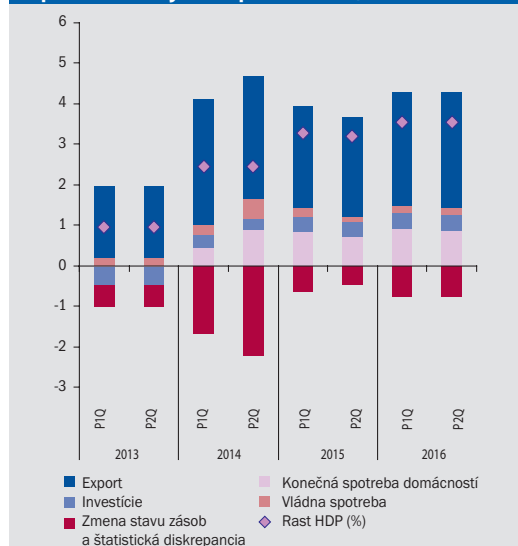
ZÁKLADNÉ TENDENCIE ZOSTALI ZACHOVANÉ.

Aktuálne zverejnený rýchly odhad rastu ekonomiky potvrdil vývojové tendencie rastu HDP v tomto roku, preto nebolo potrebné prísť k jeho prehodnoteniu. Mesačné ukazovatele však naznačili pravdepodobne mierne odlišnú štruktúru rastu ekonomiky. Preto došlo v porovnaní s predchádzajúcou predikciou k čiastočnej revízii hlavných zdrojov rastu. Vyšší príspevek

by mal dosiahnuť domáci dopyt a mierne nižší exportná výkonnosť. Export sa prehodnotil na základe aktuálnych informácií mierne nadol. V rámci domáceho dopytu sa zvýšil rast súkromnej a verejnej spotreby. Naopak, čiastočne ho tlmila investičná činnosť. Lepšiu súkromnú spotrebu naznačili mesačné údaje a došlo tiež k prehodnoteniu k vyššiemu rastu miezd, čo by malo vytvoriť zdroje pre jej rýchlejšiu rast v tomto roku. V strednodobom horizonte nedošlo k výraznejším zmenám v porovnaní s predchádzajúcou predikciou. Mierne sa prehodnotil príspevok domáceho dopytu k nižším hodnotám. V súlade s nižším rastom disponibilného príjmu by mala rásť mierne pomalšie súkromná spotreba. Tieto zmeny vyplývali zo zakomponovania konsolidačných opatrení, ktorých vplyv by mohol tmiť rast ekonomiky najmä v roku 2015.

Pohľad na trh práce sa v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nezmenil. Aktuálne údaje potvrdili predpoklady marcovej strednodobej predikcie, a preto nebolo potrebné výraznejšie meniť pohľad na zamestnanosť a nezamestnanosť. Mierne odlišný vývoj bol zaznamenaný pri mzdách. Na jednej strane došlo k ich zvýše-

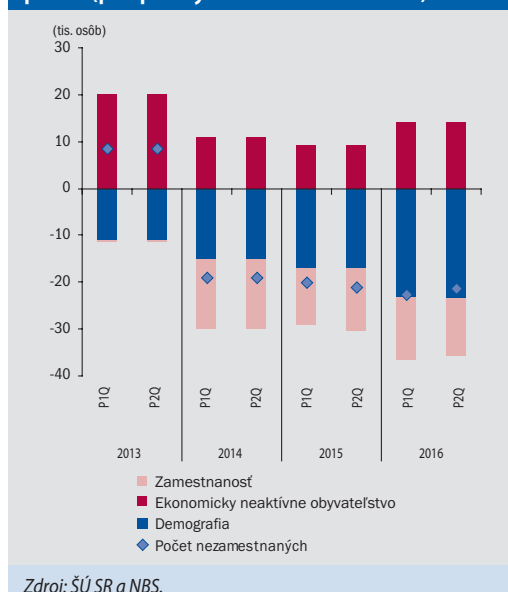
Graf 17 Štruktúra rastu HDP¹⁾ (medziročný rast v %, príspevky v p. b., porovnanie s predchádzajúcou predikciou)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

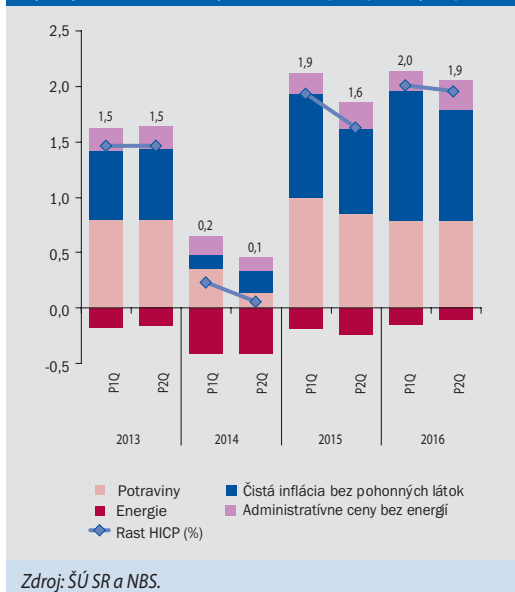
1) Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovozných náročností. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 60 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Graf 18 Porovnanie ukazovateľov trhu práce (príspevky k nezamestnanosti)



Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

Graf 19 Porovnanie štruktúry cenového vývoja (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



niu v tomto roku na základe aktuálne lepšieho vývoja, na strane druhej bol ich rast zmiernený vplyvom zakomponovania konsolidačných opatrení.

Aktuálne nižší ako predpokladaný rast cien posunul odhad priemernej inflácie smerom nadol, a to vplyvom nižšieho rastu cien potravín. V roku 2015 a nepochybne aj v roku 2016 došlo k revízii inflácie k nižším hodnotám. Okrem potravín k tomu čiastočne prispelo zníženie čistej inflácie bez pohonných látok, v ktorej by sa mal prejavovať vyšší pokles dovozných cien. Smerom k vyššiemu poklesu sa prehodnotili ceny energií, čo vyplývalo z technických predpokladov.



8 VPLYV MAKROEKONOMICKEJ PREDIKCIE P2Q-2014 NA VEREJNÉ FINANCIÉ

Oproti predpokladom z Programu stability Slovenskej republiky na roky 2014 až 2017 (PS) by po zakomponovaní aktualizovaného výhľadu makroekonomického vývoja z P2Q-2014 boli príjmy rozpočtu verejnej správy vyššie v celom horizonte prognózy. Vyššie príjmy verejnej správy vyplývajú najmä z priaznivejších predpokladov ohľadom vývoja mzdovej bázy a vývoja reálnej súkromnej spotreby. Naopak, mierne pomalší sa predpokladá nominálny

rast HDP a tým aj vývoj ziskovosti podnikov. Kým v roku 2014 by po zapracovaní makroekonomických predpokladov z P2Q-2014 boli daňové a odvodové príjmy vyššie približne o 0,1 % HDP, v rokoch 2015 a 2016 by to bolo už o 0,2 % HDP. Tento priaznivý efekt vyšších daní, by však bol čiastočne znížený efektom nižšieho HDP (efekt denominátora). Výpočet nezahŕňa zmenu tzv. efektívnej daňovej sadzby (tzn. lepší/horší výber).

Tabuľka 7 Rozdiely predpokladaných daňových a odvodových príjmov verejných financií SR

Rozdiel aktuálneho výhľadu plnenia daní pri makroekonomických predpokladoch P2Q-2014 oproti predpokladom z Programu stability 2014 – 2017 (mil. EUR, ak nie je uvedené inak)	2014	2015	2016
Daň z príjmov fyzických osôb	11	14	14
Daň z príjmov právnických osôb	-17	-13	-4
Daň vyberaná zrážkou	-1	-1	0
Daň z pridanej hodnoty	4	5	24
Spotrebné dane	25	21	23
Sociálne a zdravotné poistenie	76	90	90
Spolu (vplyv daní a odvodov)	97	116	147
Spolu (vplyv daní a odvodov, % HDP)	0,1	0,2	0,2
Vplyv zmeny nominálneho HDP na cieľový deficit ¹⁾	-18	-13	-3
SPOLU (mil. EUR)	79	103	145
SPOLU (% HDP)	0,1	0,1	0,2

Zdroj: NBS (na základe výpočtov z kalkulačky IFP odhadu vplyvu makroekonomického vývoja na saldo verejnej správy).

1) Zmena nominálneho deficitu v dôsledku zmeny HDP za predpokladu dodržania rozpočtového cieľa stanoveného v % HDP (- znamená nominálne zlepšenie deficitu, + znamená zhoršenie nominálneho deficitu).



Tabuľka 8 Strednodobá predikcia (P2Q-2014) základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	Jednotka	Skutočnosť	P2Q-2014				Zmena oproti P1Q-2014		
		2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Cenový vývoj									
Inflácia meraná HICP	medziročný rast v %	1,5	0,1	1,6	1,9	-0,1	-0,3	-0,1	
Inflácia meraná CPI	medziročný rast v %	1,4	0,1	1,6	2,0	-0,1	-0,3	0,0	
Deflátor HDP	medziročný rast v %	0,5	-0,1	1,4	2,0	-0,4	-0,4	-0,3	
Ekonomická aktivita									
Hrubý domáci produkt	medziročný rast v %, s. c.	0,9	2,4	3,2	3,5	0,0	-0,1	0,0	
Konečná spotreba domácností	medziročný rast v %, s. c.	-0,1	2,4	2,0	2,4	1,2	-0,4	-0,2	
Konečná spotreba verejnej správy	medziročný rast v %, s. c.	1,4	3,2	1,0	1,2	1,7	-0,3	-0,1	
Tvorba hrubého fixného kapitálu	medziročný rast v %, s. c.	-4,3	3,0	3,5	3,8	-0,3	-0,2	0,0	
Vývoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	4,5	7,4	5,7	6,6	-0,2	-0,2	0,2	
Dovoz tovarov a služieb	medziročný rast v %, s. c.	2,9	8,3	5,6	6,2	0,9	0,0	0,1	
Čistý vývoz	mil. EUR v s. c.	9 528	9 733	10 364	11 303	-646	-790	-723	
Produkčná medzera	% z potenciálneho produktu	-1,7	-1,7	-1,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	
Hrubý domáci produkt	mil. EUR v b. c.	72 134	73 811	77 249	81 552	-325	-722	-1 033	
Trh práce									
Zamestnanosť	v tis. osôb, ESA 95	2 192	2 207	2 220	2 233	-1,6	-0,3	-1,5	
Zamestnanosť	medziročný rast v %, ESA 95	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	
Počet nezamestnaných	v tis. osôb, VZPS ¹⁾	386	367	345	324	-0,1	-1,4	-0,2	
Miera nezamestnanosti	%	14,2	13,5	12,8	12,0	0,0	0,0	0,0	
Medzera v nezamestnanosti ²⁾	p. b.	1,3	0,8	0,6	0,2	-0,1	0,0	-0,1	
Produktivita práce ³⁾	medziročný rast v %	1,7	1,8	2,6	3,0	0,1	-0,1	0,1	
Neinflačné mzdy (nominálna produktivita) ⁴⁾	medziročný rast v %	2,2	1,6	4,0	5,0	-0,5	-0,6	-0,3	
Nominálne kompenzácie na zamestnanca	medziročný rast v %, ESA 95	0,8	3,0	3,7	4,2	0,3	-0,3	-0,2	
Nominálne mzdy ⁵⁾	medziročný rast v %	2,3	2,8	3,7	4,2	0,3	-0,3	-0,2	
Reálne mzdy ⁶⁾	medziročný rast v %	0,9	2,7	2,0	2,2	0,4	0,0	-0,1	
Domácnosti									
Disponibilný dôchodok	s. c.	0,7	2,1	1,9	2,4	0,8	-0,4	-0,2	
Miera úspor	% z disponibilného dôchodku	6,7	6,4	6,3	6,3	-0,3	-0,4	-0,4	
Platobná bilancia									
Bilancia tovarov	% HDP	5,9	6,1	6,4	7,0	-0,9	-1,3	-1,4	
Bežný účet	% HDP	2,1	2,1	2,7	2,7	-0,9	-1,3	-1,6	
Externé prostredie a technické predpoklady									
Rast zahraničného dopytu Slovenska	medziročný rast v %	1,6	3,9	5,1	5,6	-0,2	0,0	0,1	
Výmenný kurz USD/EUR ⁷⁾	úroveň	1,33	1,38	1,38	1,38	1,7	2,0	2,0	
Cena ropy v USD	úroveň	108,8	107,2	102,2	98,2	1,3	1,2	1,3	
Cena ropy v USD	medziročný rast v %	-2,8	-1,6	-4,6	-3,9	1,2	-0,1	0,2	
Cena ropy v EUR	medziročný rast v %	-5,9	-5,3	-4,8	-3,9	-0,5	-0,3	0,2	
Ceny neenergetických komodít v USD	medziročný rast v %	-5,2	0,3	1,7	4,6	2,8	-1,4	-0,2	
EURIBOR – 3M ⁸⁾	% p. a.	0,2	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,3	
Výnos 10-ročného štátneho dlhopisu SR	%	3,2	2,7	3,2	3,5	0,1	0,2	0,2	

Zdroj: NBS, ECB a ŠÚ SR.

1) VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl.

2) Rozdiel medzi mierou nezamestnanosti a NAIRU (mierou nezamestnanosti, ktorá nezrýchľuje infláciu). Kladný výsledok znamená vyššiu mieru nezamestnanosti v porovnaní s NAIRU.

3) HDP s. c. / zamestnanosť ESA 95.

4) Vypočítaná z nominálneho HDP a zamestnanosti zo štvrťročného štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

5) Priemerné mesačné mzdy zo štatistického výkazníctva ŠÚ SR.

6) Mzdy zo štatistického výkazníctva deflované infláciou CPI.

7) Zmeny oproti predchádzajúcej predikcii v %.

8) Technické predpoklady týkajúce sa vývoja úrokových sadzieb a cien komodít sú založené na očakávaní trhu s dátumom uzávierky 14. mája 2014. Predpoklad týkajúci sa krátkodobých úrokových sadzieb je výhradne technickej povahy.

Detailnejšie časové rady za vybrané makroekonomické ukazovatele

http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2014/protected/P2Q-2014.xls