



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

# Predikcia vývoja ekonomiky Slovenska

Ján Tóth  
viceguvernér NBS

Finančné riadenie podnikov 2014  
SAF, október 2014



# **1. Eurozóna**

# **2. Strednodobá predikcia SR**



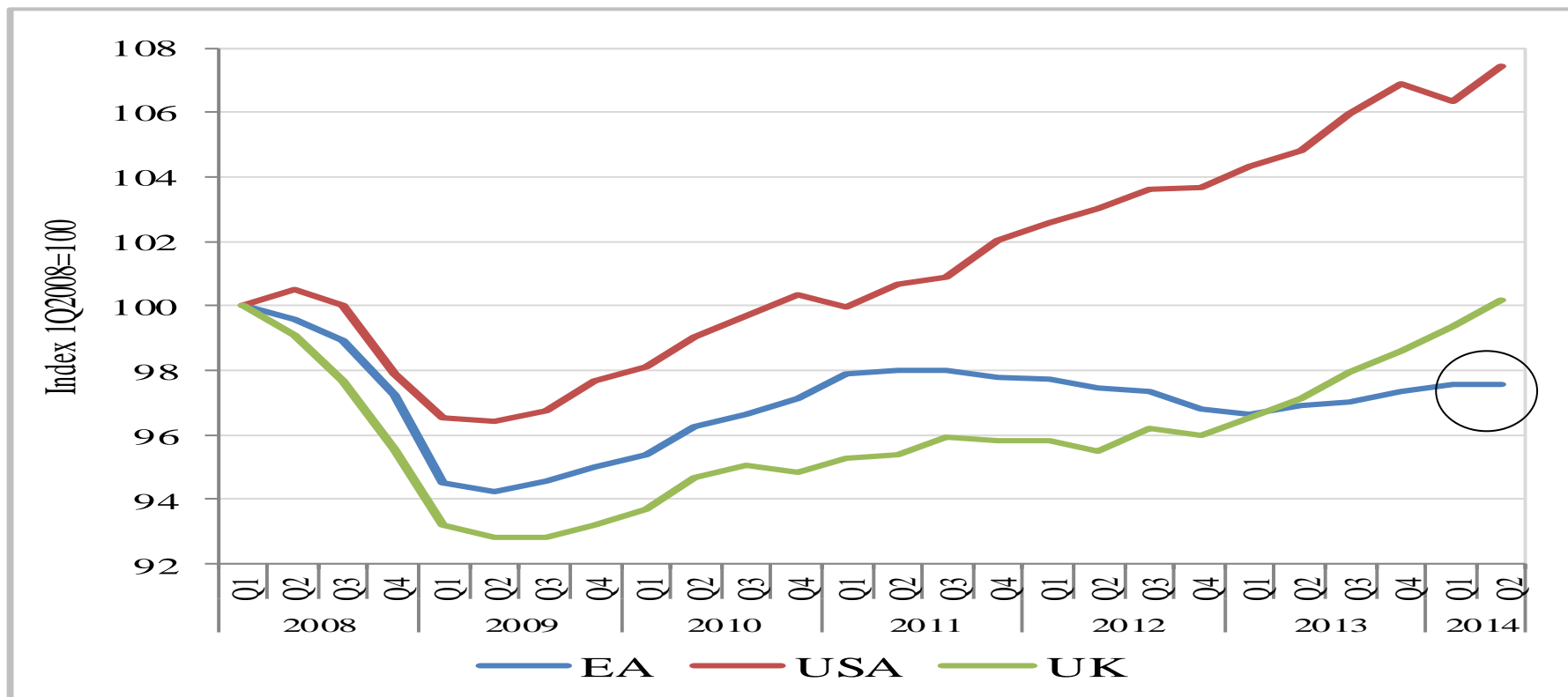
# 1. Eurozóna

# V EA pomalé oživovanie, veľa voľných kapacít



- **Rast v EA zaostáva, ešte nedosiahol predkrízovú úroveň.** Zároveň sa po naštartovaní v minulom roku veľmi skoro pribrzduje.
- Odhad voľných kapacít (tzv. produkčná medzera) naznačuje, že **situácia sa od začiatku krízy veľmi nezlepšila.** To vytvára **tlaky na znižovanie cien a zbytočne vysokú nezamestnanosť.**

Ekonomický vývoj (voči predkrízovej úrovni)





NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

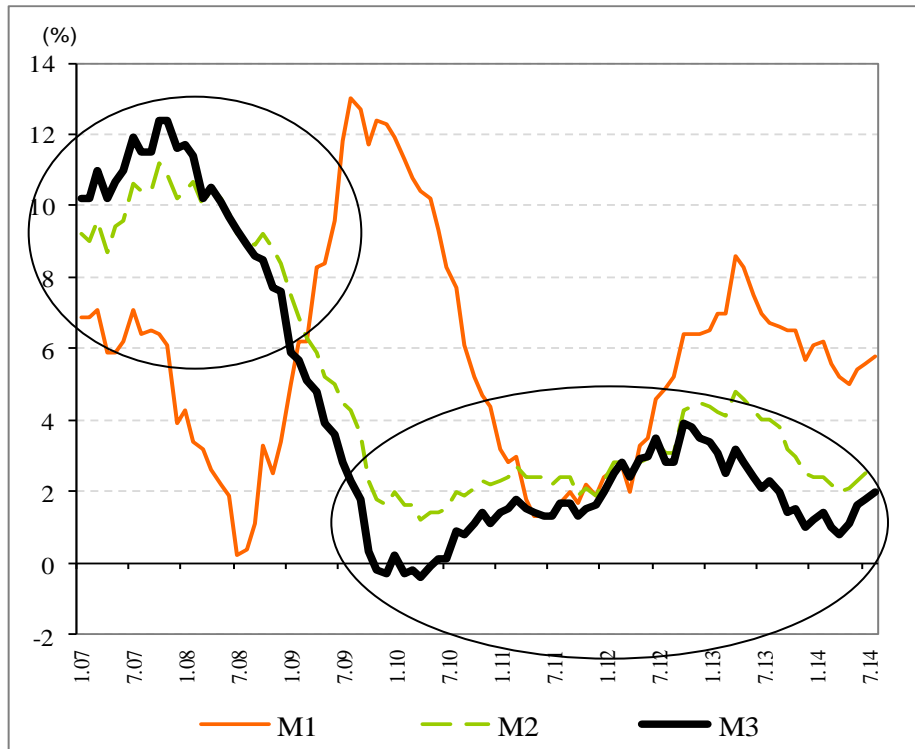


# Peňažná masa M3 veľmi nerastie, úvery sú slabé

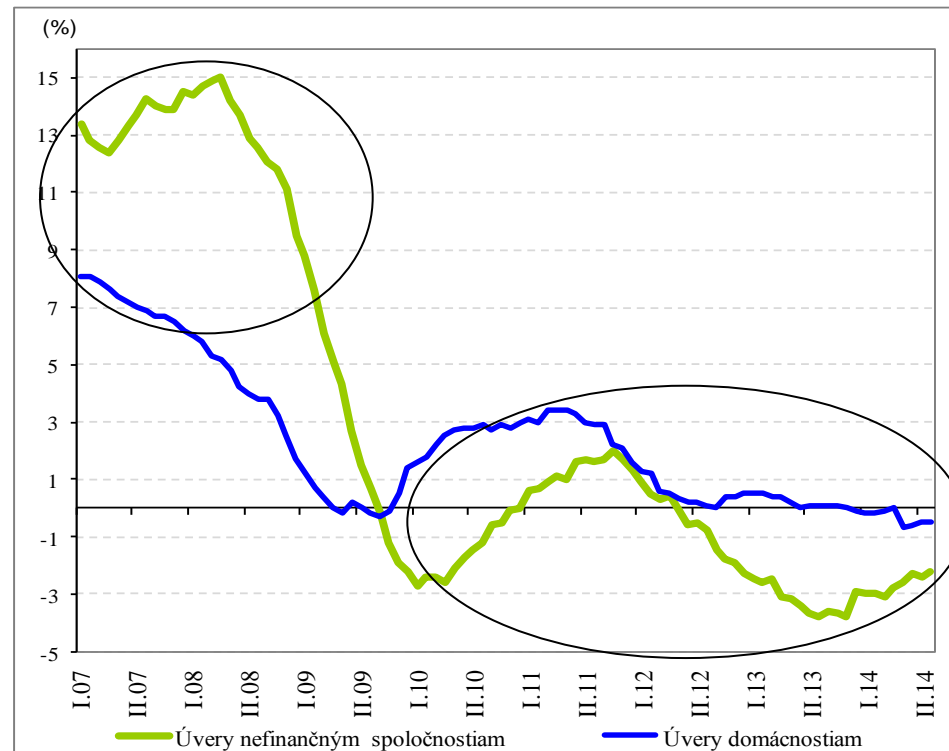


- Doterajšie neštandardné nástroje nestačili. Napriek likvidite (menová báza, prípadne M1), širšia **peňažná masa M3 veľmi nerastie**.
- Výrazne sa **spomalil rast úverov**, ktorý sa v prípade nefinančných spoločností už dlhšie pohybuje v záporných hodnotách. Je to dôsledok neistoty, heterogenity vývoja v jednotlivých krajinách, prebiehajúcej reštrukturalizácie bilancií, ktoré ovplyvňujú tak dopyt, ako aj ponuku úverov.

Medziročný rast menových agregátov



Medziročný rast úverov domácnostiam a podnikom



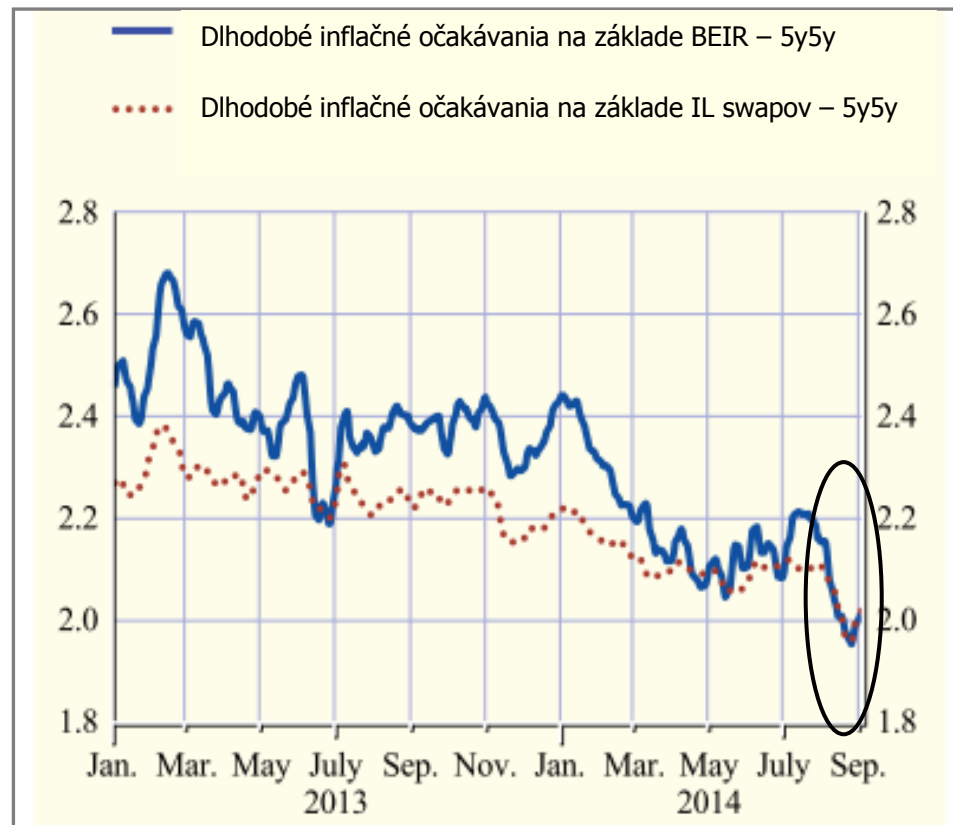


# Inflačné očakávania sa takisto znižujú



- **Stredno a dlhodobé inflačné očakávania** v eurozóne (na základe indikátorov finančného trhu – BEIR, IL swaps) zaznamenávali v priebehu tohto roka **klesajúcu tendenciu**.
- Výraznejšie poklesli aj v priebehu augusta, čo predstavovalo jeden zo signálov pre pokračovanie v neštandardných opatreniach.

Inflačné očakávania v eurozóne



Zdroj: Thomson Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: BEIR – forward Break-Even Inflation Rates,

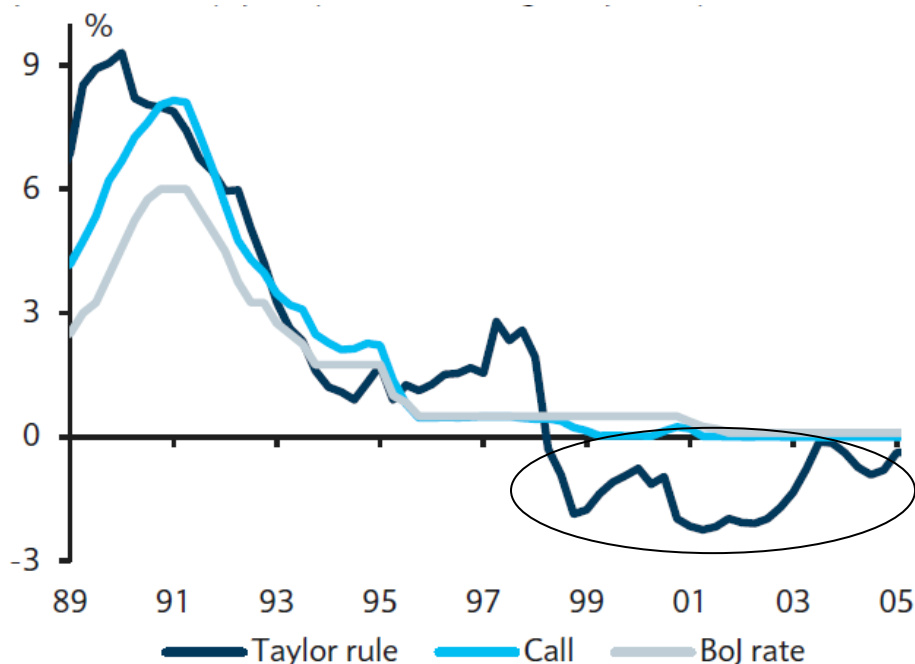
IL swaps – forward Inflation-Linked Swap Rates.

# Nemožnosť znížiť sadzby bol problém v Japonsku



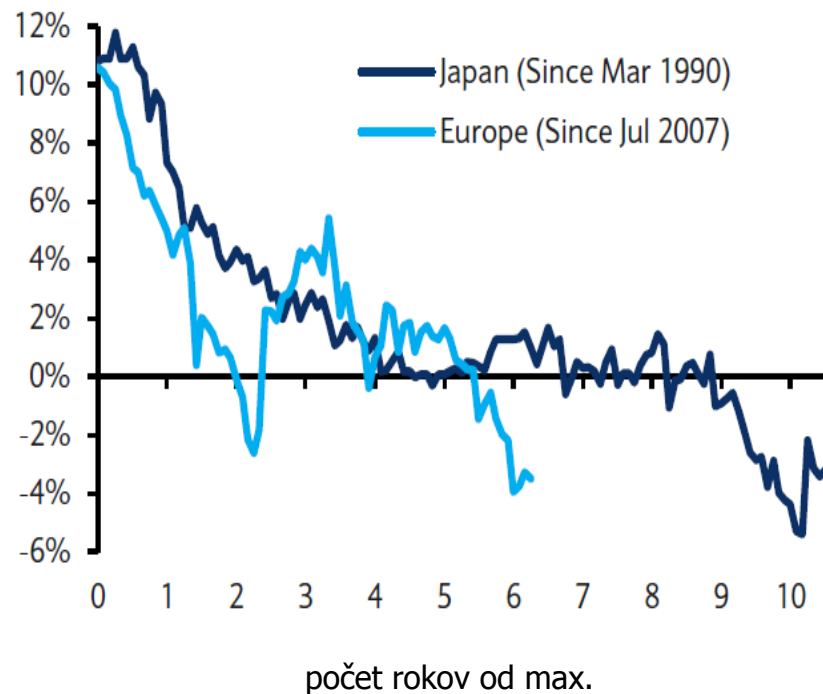
**Problém pre štandardnú menovú politiku - úrokové sadzby sú limitované nulou** (rovnovážne sadzby aproximované tzv. Taylorovým pravidlom – ilustratívny príklad). Japonsko je najpoužívanejší príklad tohto problému z minulosti (tzv. japonský scenár).

**Japonsko minulosť** (krátkodobé úroky)



Source: BoJ, IMF, Barclays Research

**Rast úverov** (EA vs. Japonsko)



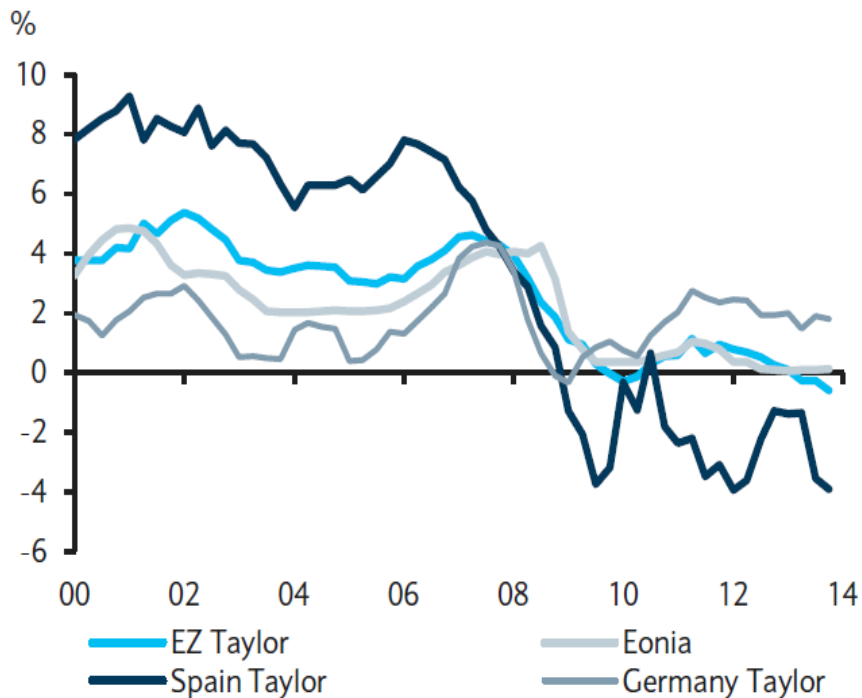


# Vývoj v krajinách je rôzny, cena úverov závisí viac od krajiny ako od ECB



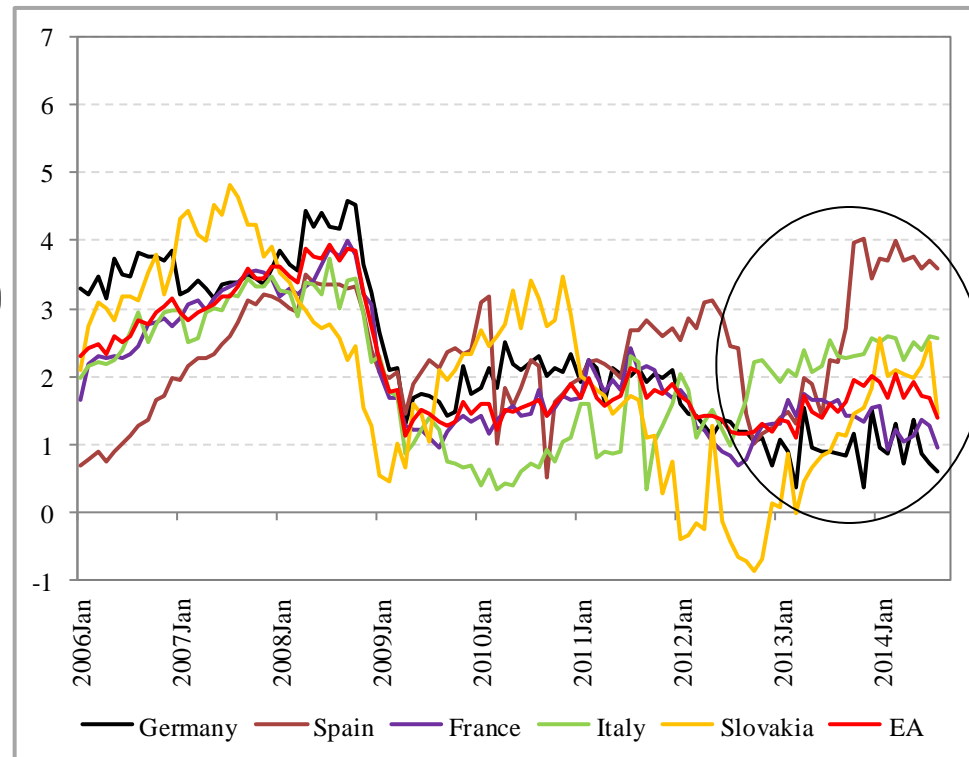
**V menovej únii je rôznorodý vývoj a navyše sú rôzne „menové podmienky“ (ceny úverov) napriek jednotnej menovej politike.**

**Eurozóna (krátkodobé úroky)**



Source: AMECO, Haver Analytics, Barclays Research

**Reálne sadzby podnikových úverov (CPI bez energií a potravín)**





Ďalšie 2 roky:

- dodávanie dlhodobejšej lacnej likvidity pre banky, ktoré dávajú úvery (mimo hypoték) – tzv. TLTRO,
- nakupovanie súkromných cenných papierov (ABS, kryté dlhopisy) – od októbra.

Pokračovanie s forward guidance (úroky budú na súčasnej úrovni počas dlhšej doby „extended period of time“).

Expanzívne neštandardné opatrenia zvyčajne oslabia kurz. Mimo menovej politiky, snaha o prinavrátenie dôvery pre bankový sektor (banková únia, preskúmanie kvality aktív a publikovanie stresového scenára vrátane požiadavky na rýchle doplnenie kapitálu).



## **2. Strednodobá predikcia SR**



- Slovenská ekonomika v tomto roku vzrastie o **2,3 %** (pokles o 0,1 p. b.), v roku 2015 o **2,9 %** (pokles o 0,3 p. b.) a v roku 2016 o **3,5 %** (bez zmeny).
- Najdôležitejšie zmeny v predikcii:
  - štruktúra ekonomiky – **slabší vývoz a silnejšia domáca ekonomika**,
  - zahŕňa posledné zhoršujúce sa mäkké indikátory zahraničia (vplyv do konca polroka 2014),
  - ako aj septembrové menovo-politické rozhodnutie ECB (vplyv hlavne v r. 2016).
- **Nominálne mzdy sa v tomto roku neprispôsobili bezinflačnému prostrediu vyústiac do silného 4,3 % rastu reálnych miezd v tomto roku. To zvyšuje tvorbu pracovných miest najmä v službách a obchode.** Predpokladáme, že časť nárastu bude dočasná (rast reálnych miezd 1,4 % v roku 2015).
- V tomto roku stagnujúce ceny, v horizonte predikcie by sa mal rast cien len postupne zrýchliť (v roku 2016 na 1,9 %). Inflácia v roku 2015 revidovaná nadol (o 0,4 p. b. na 1,2 %) v dôsledku nižších cien potravín.

# Predikcia SR – hlavné ukazovatele

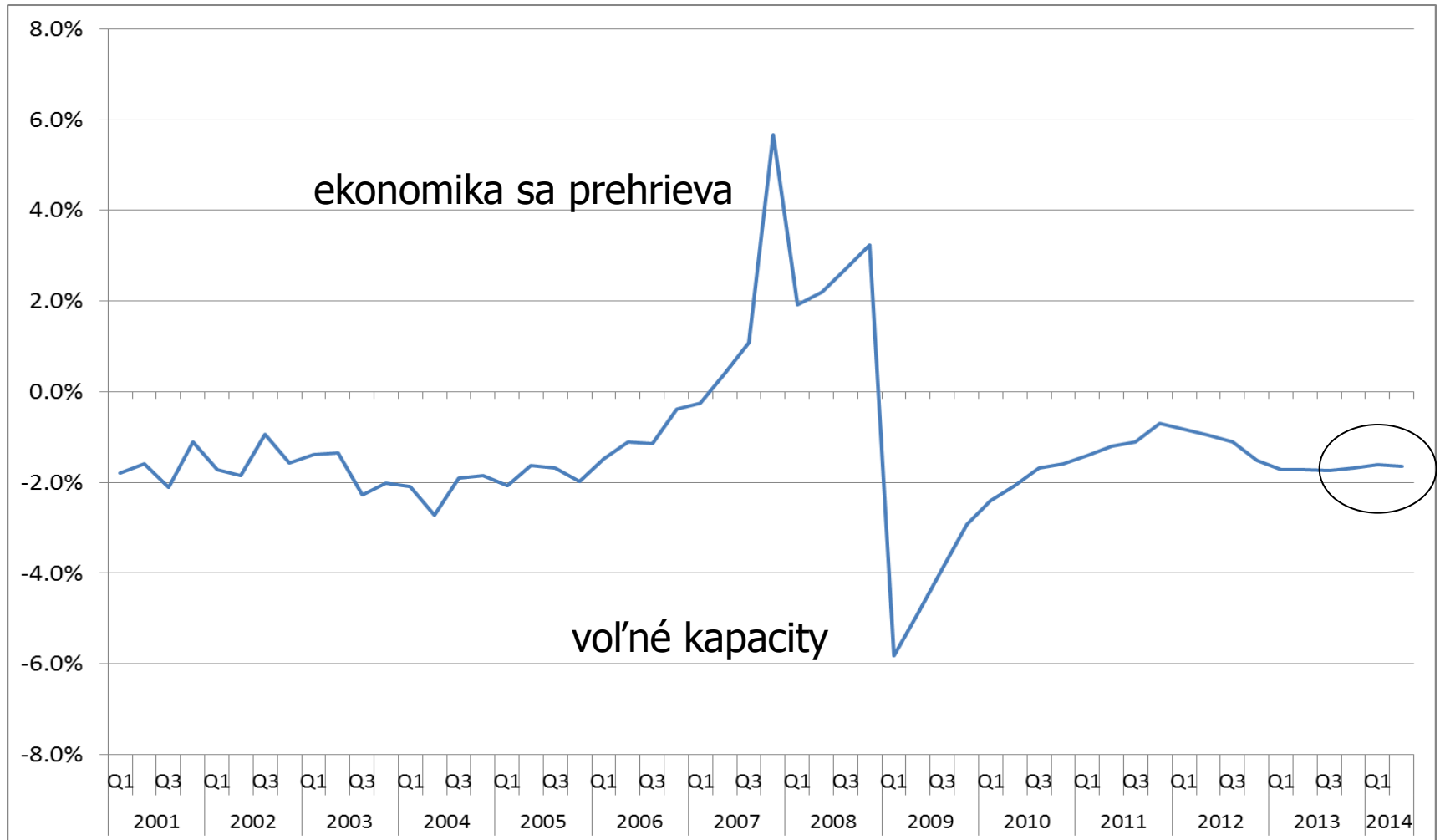


	2013	2014		2015		2016	
	Skutočnosť	P2Q	P3Q	P2Q	P3Q	P2Q	P3Q
HDP s. c.	0,9	2,4	2,3	3,2	2,9	3,5	3,5
HICP (priemer roka)	1,5	0,1	0,0	1,6	1,2	1,9	1,9
Nominálne mzdy	2,4	2,8	4,3	3,7	2,7	4,2	4,1
Reálne mzdy	1,0	2,7	4,3	2,0	1,4	2,2	2,1
Zamestnanosť ESA 95	-0,8	0,7	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Nezamestnanosť	14,2	13,5	13,4	12,8	12,8	12,0	12,1

# Voľné kapacity (tzv. produkčná medzera)



Ekonomika stále produkuje pod svojimi možnosťami.



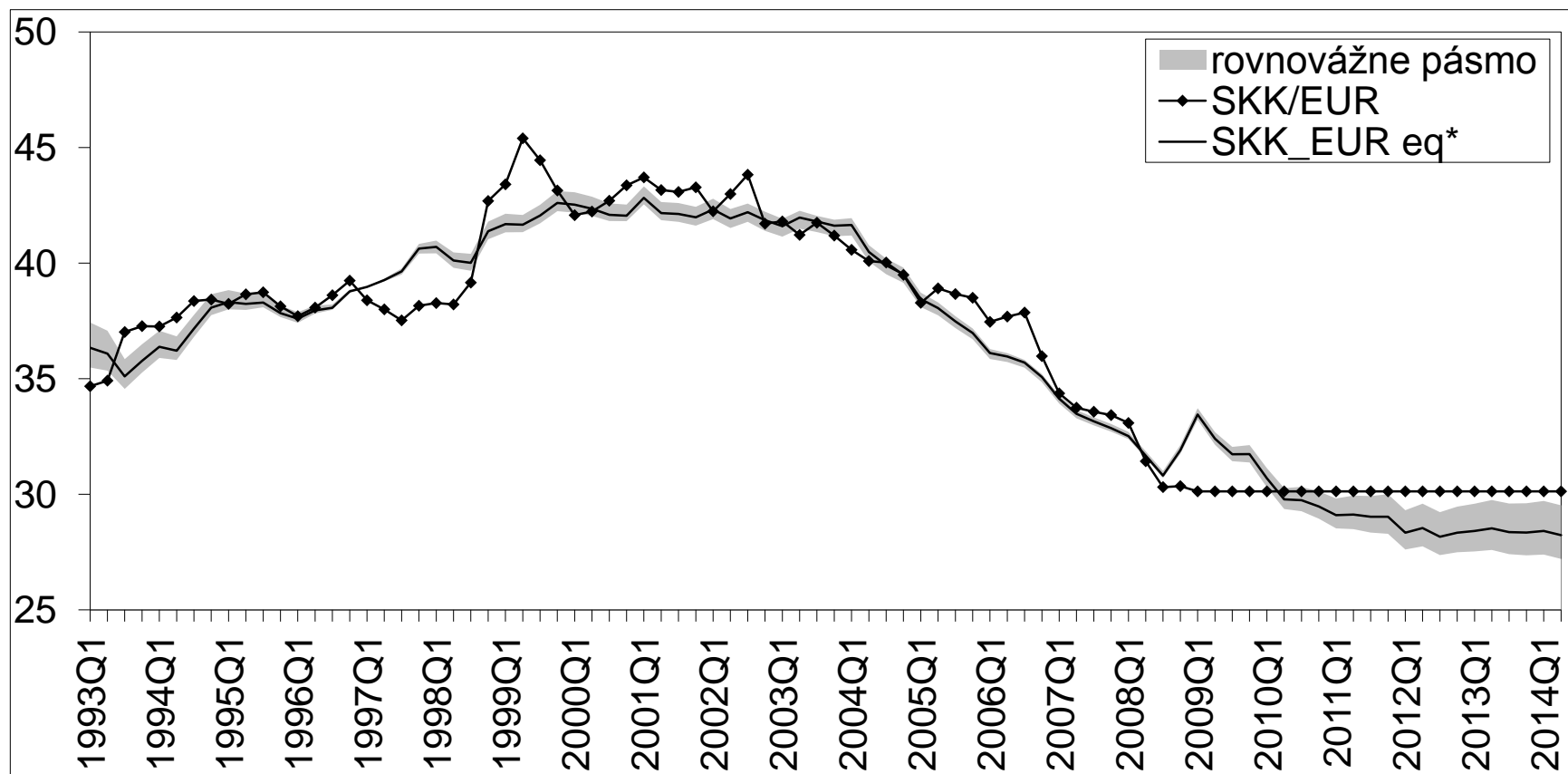


# Slovensko bolo v exportoch nadštandardne úspešné



Slovensko získavalo trhové podiely na úkor ostatných krajín. Produktivita rástla rýchlejšie ako mzdy a ceny v priemysle. V tomto roku však dochádza k obratu.

Rovnovážny kurz (prerátaný na SKK/EUR)



\*Poznámka: Založené na skutočnom inflačnom diferenciále.

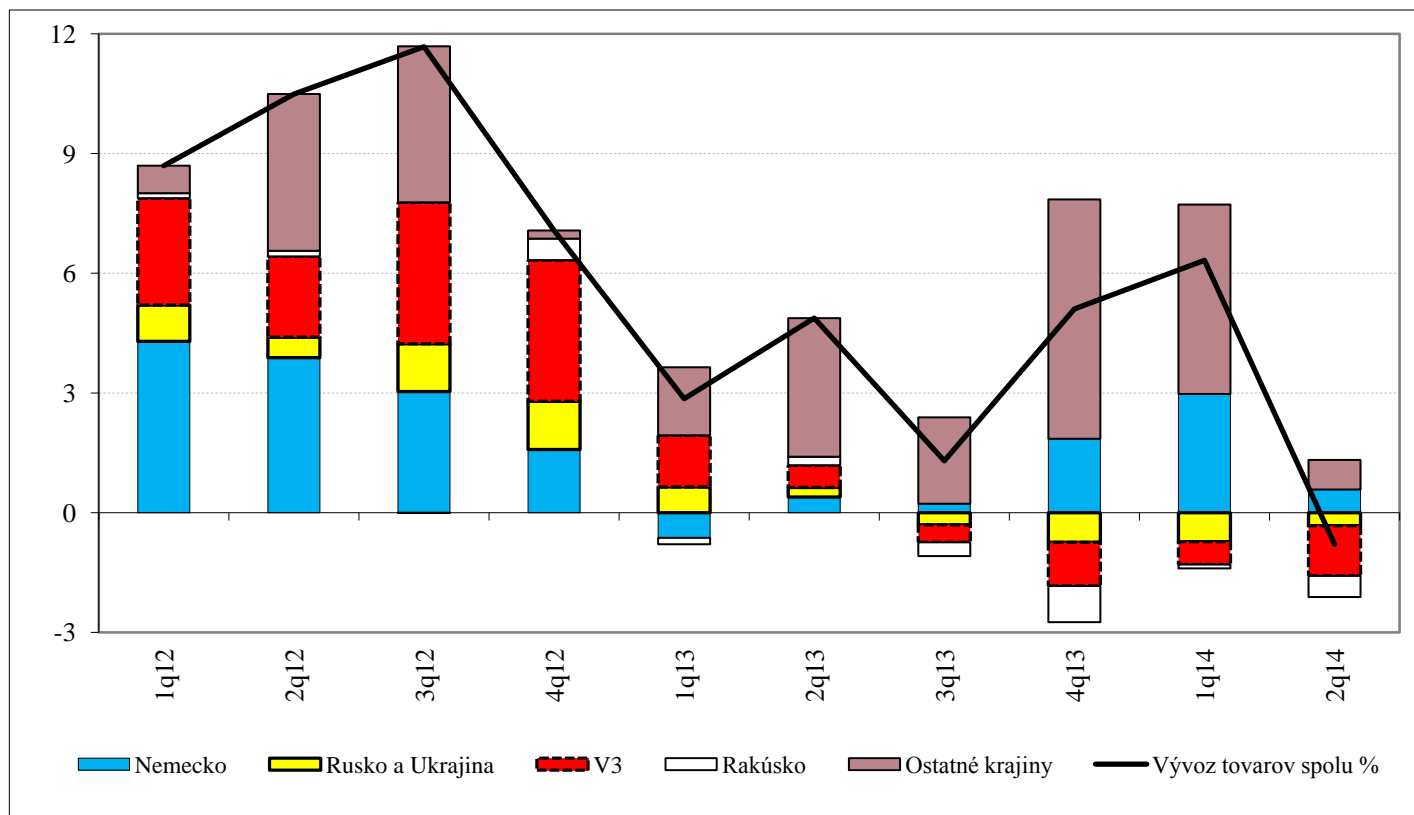
Zdroj: Výpočty NBS.

# Rusko a Ukrajina znižovali rast exportu už posledný rok



- Rusko a UA nie sú hlavné destinácie pre SK exporty.
- Negatívny vplyv Ruska (a UA) už od 3Q2013 a teda priamy dodatočný negatívny dopad do budúcnosti viac obmedzený.

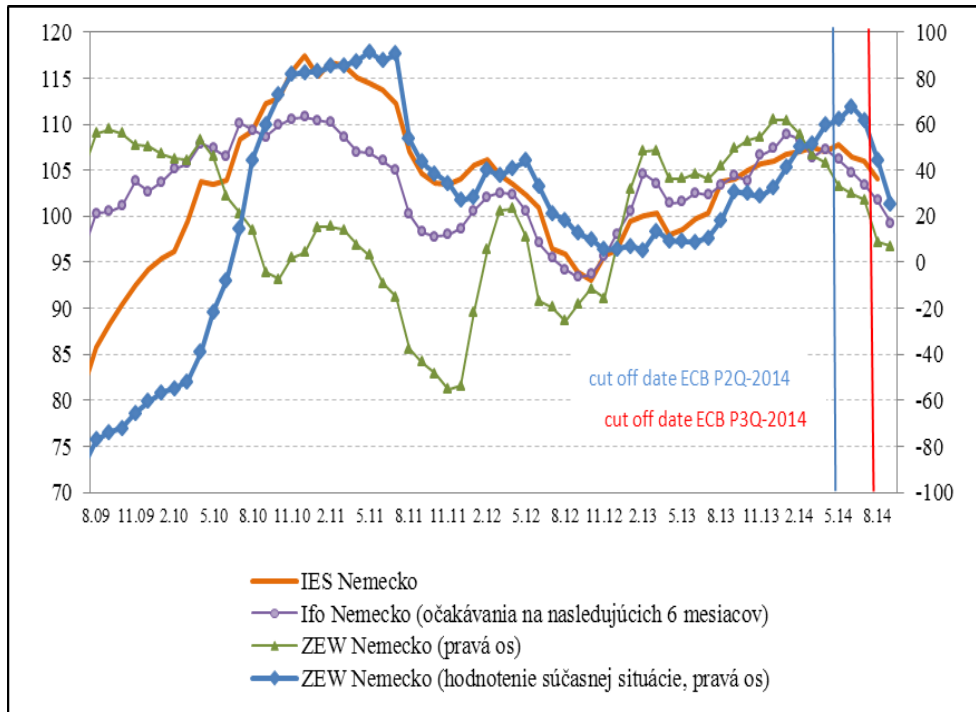
Teritoriálna štruktúra vývozu (príspevky k medziročnej zmene v p. b.)





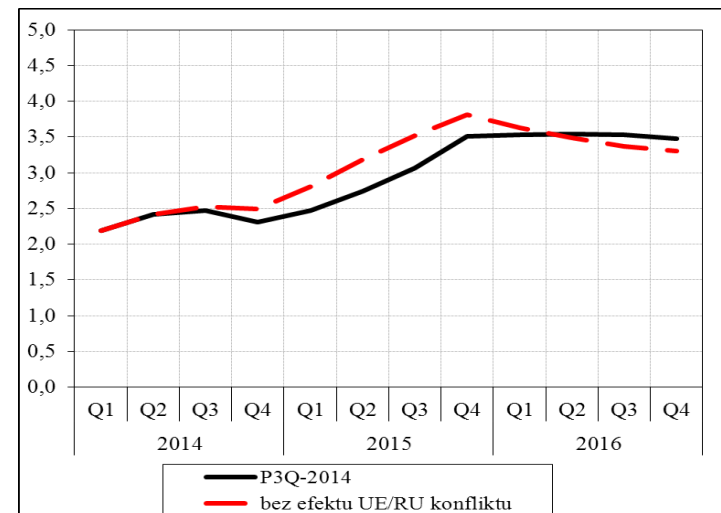
Vzhľadom na zhoršovanie dostupných predstihových indikátorov (reflektujúce neistotu spojenú s dopadom a vývojom vzťahov s Ruskou federáciou) predovšetkým bol zahraničný dopyt SR v prognóze ešte dodatočne expertne znížený.

Predstihové indikátory Nemecka



Dopad na medziročný rast v p . b.	2014	2015
Exportné trhy SR	-0,2	-0,6
Hrubý domáci produkt	-0,1	-0,4

Dopad na HDP

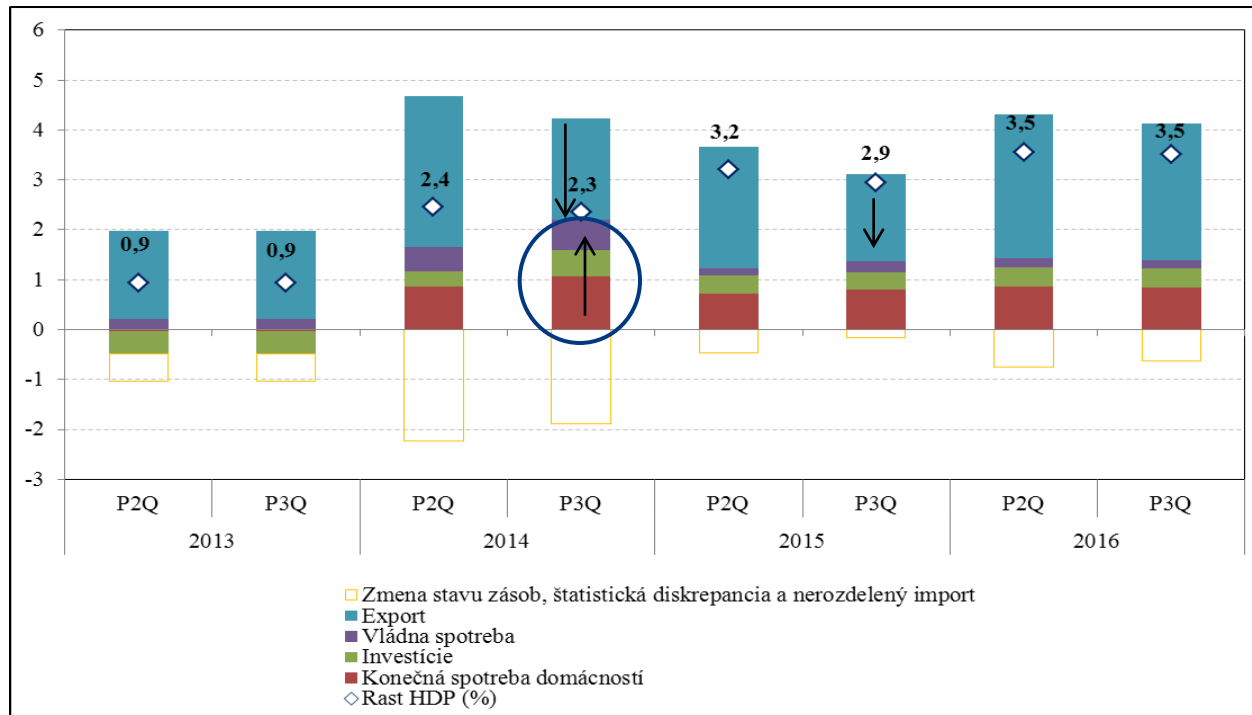


# Zdroje rastu ekonomiky SR



- V roku 2014 – **prehodnotenie** domáceho dopytu smerom nahor (súkromná a verejná spotreba aj investície) v dôsledku aktuálne lepšieho vývoja v 1. polroku. Domáci dopyt s mierne vyšším príspevkom k rastu ako export (prehodnotený nadol).
- V roku 2015 korekcia výhľadu smerom nadol vplyvom pomalšieho rastu zahraničného dopytu, v roku 2016 **nezmenený pohľad** na ekonomiku.

Porovnanie štruktúry rastu HDP (medziročný rast v %, príspevky v p. b., očistené od dovozy)

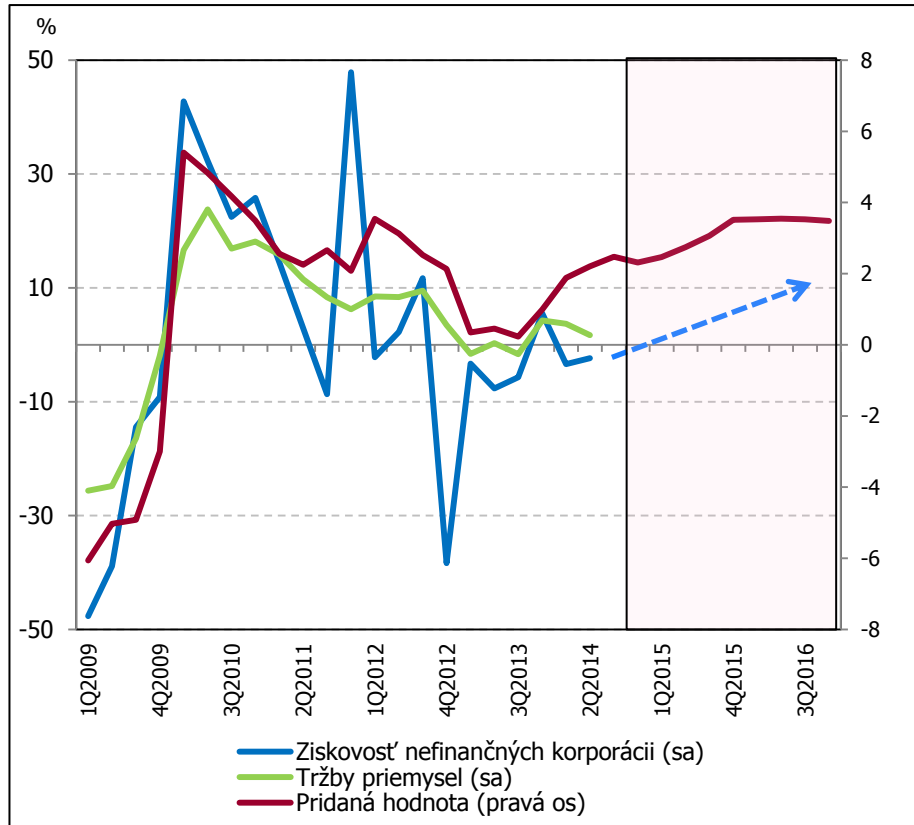


# Produkcia a teda tržby, ziskovosť a investície by sa mohli mali postupne zvyšovať

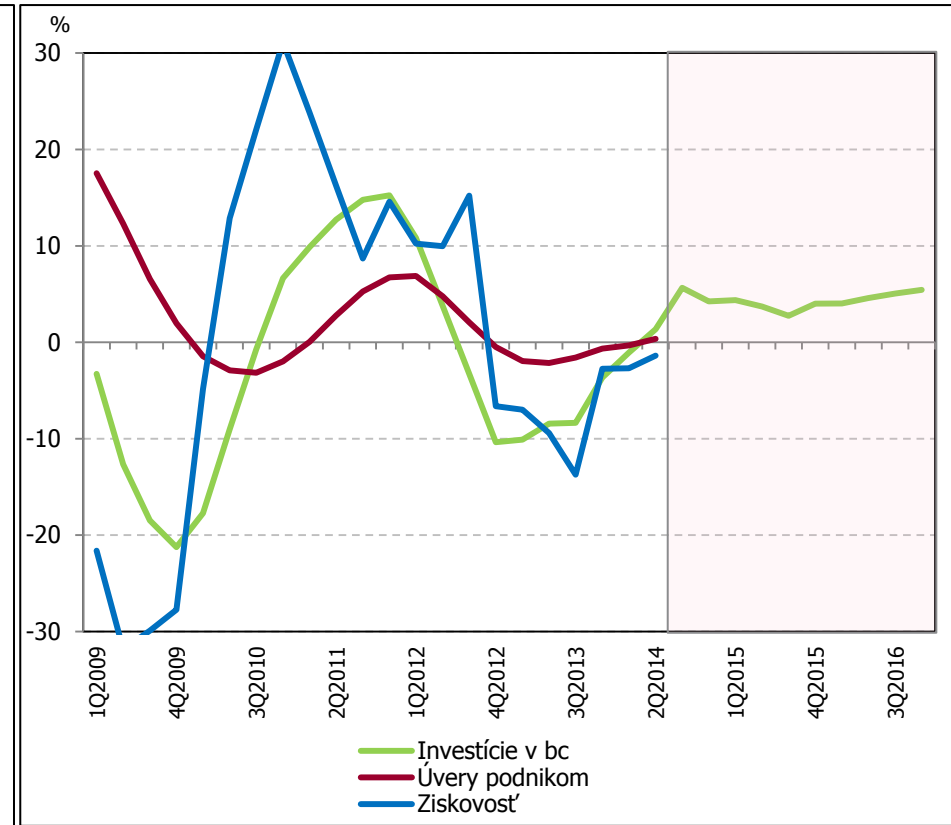


Investície mohli dosiahnuť dno? Oživovanie by malo súvisieť s postupným rastom ekonomiky.

Medziročný vývoj tržieb, ziskovosti a pridanej hodnoty (%)



Medziročný vývoj investícií, ziskovosti a úverov podnikom, 4-kvartálny kízavý priemer (%)

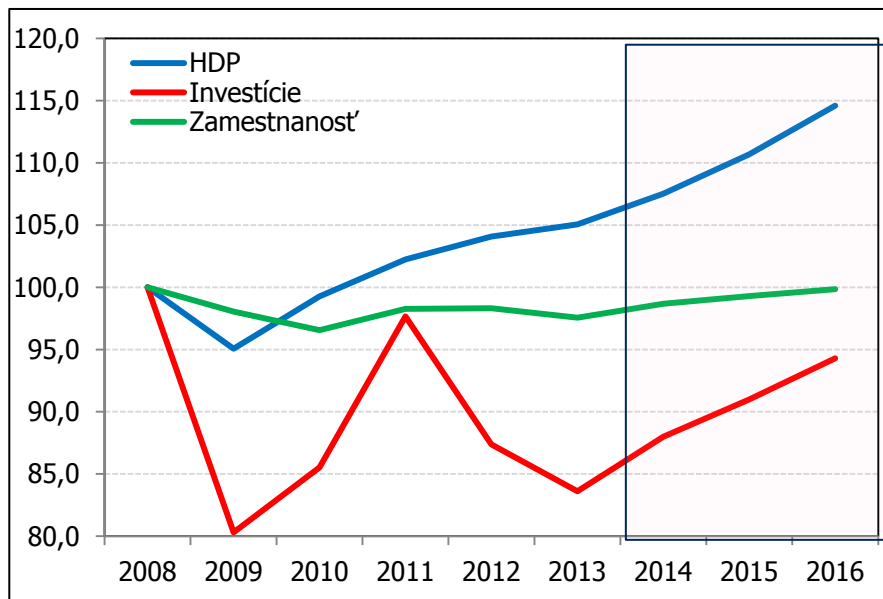


# Investície (a stavebníctvo) sú najslabším článkom

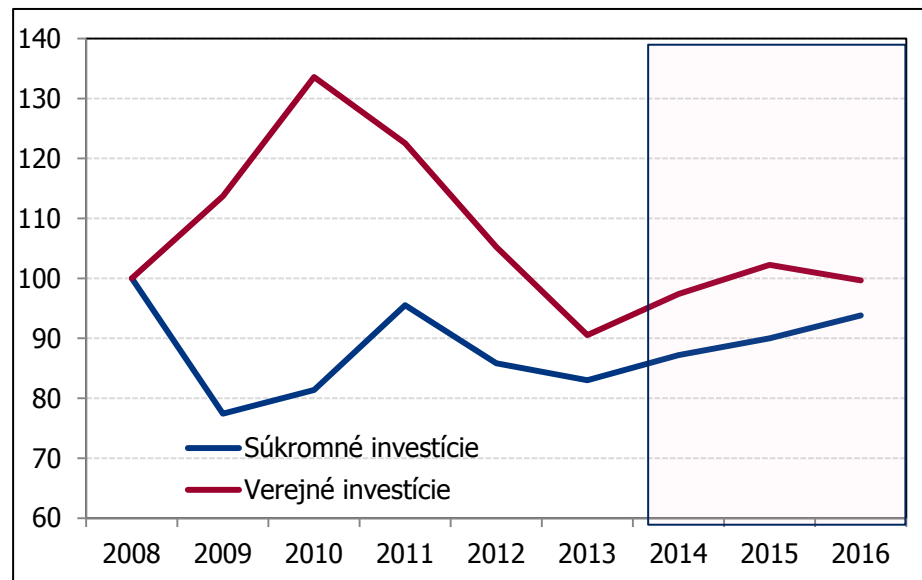


- Investície sú stále 16% pod predkrízovou úrovňou. Sú najslabším článkom ekonomiky. Verejné investície (nedlhovo financované cez eurofondy) a kvalita podnikateľského prostredia sú dôležité faktory pre znovu naštartovanie súkromných investícií v období slabšieho dopytu.

2008=100 (predkrízová úroveň)



2008=100 (predkrízová úroveň)



## Percentuálna zmena voči predkrízovému obdobiu

	2014	2016
<b>HDP</b>	7.5	14.6
<b>Spotreba domácnosti</b>	1.7	6.4
<b>Spotreba verejnej správy</b>	2.9	9.9
<b>Investície</b>	-16.4	-5.7
<b>Export</b>	31.2	45.6
<b>Zamestnanosť</b>	-1.3	-0.2



# Mzdy – zvyšovanie dynamiky v tomto roku

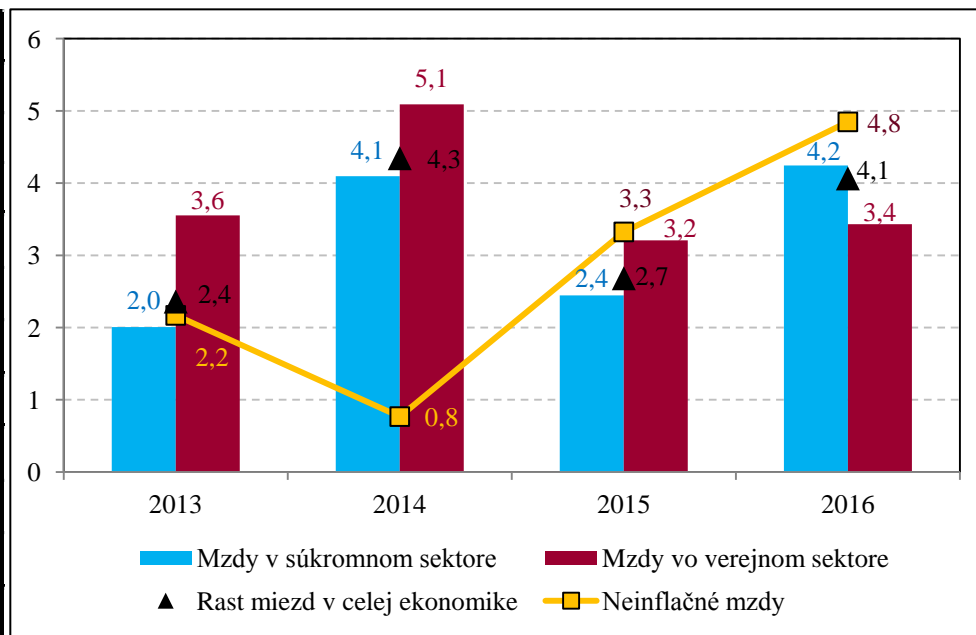


- **Mzdy rastú** v roku 2014 **prekvapivo rýchlo, nezohľadňujú tak bezinflačné prostredie** (ako aj produktivitu).
- Pri absencii rastu cien to spôsobuje silný nárast reálnych miezd, čo je významný dopytový impulz pre domácu ekonomiku.
- Predpokladáme, že tento efekt bude dočasný (mzdové vyjednávania pre mzdy v budúcom roku budú čiastočne zohľadňovať aj nulovú infláciu v tomto roku) a rast reálnych miezd sa výraznejšie zníži v budúcom roku.
- Mzdy rastú najmä v priemysle a verejnom sektore. Oživuje sa aj rast miezd v službách. V budúcom roku by sa poradie mohlo vymeniť vďaka rastu domáceho dopytu. Stavebníctvo naďalej pomerne slabé.

Predpoklad vývoja miezd v ekonomike

%, y-o-y	2013	2014	2015	2016	2014 P3Q-P2Q
Celá ekonomika	2,4	4,3	2,7	4,1	1,5
Celá ekonomika, reálne	1,0	4,3	1,4	2,1	1,6
Verejný sektor a zdravotníctvo	3,6	5,1	3,2	3,4	0,8
Verejná správa	1,4	4,0	2,7	3,2	1,3
Vzdelávanie	5,7	5,8	3,0	3,5	0,8
Zdravotníctvo a sociálna pomoc	3,8	5,7	4,1	3,7	0,3
Súkromný sektor	2,0	4,1	2,4	4,2	1,8
Priemysel	3,6	5,3	2,2	3,5	1,8
Služby	0,6	2,9	2,7	4,4	0,9
Stavebníctvo	0,0	-0,7	1,1	3,1	-1,8
Nominálna produktivita (neinflačné mzdy)	2,2	0,8	3,3	4,8	-0,9

Vývoj nominálnych miezd v horizonte predikcie (medziročná zmena v %)

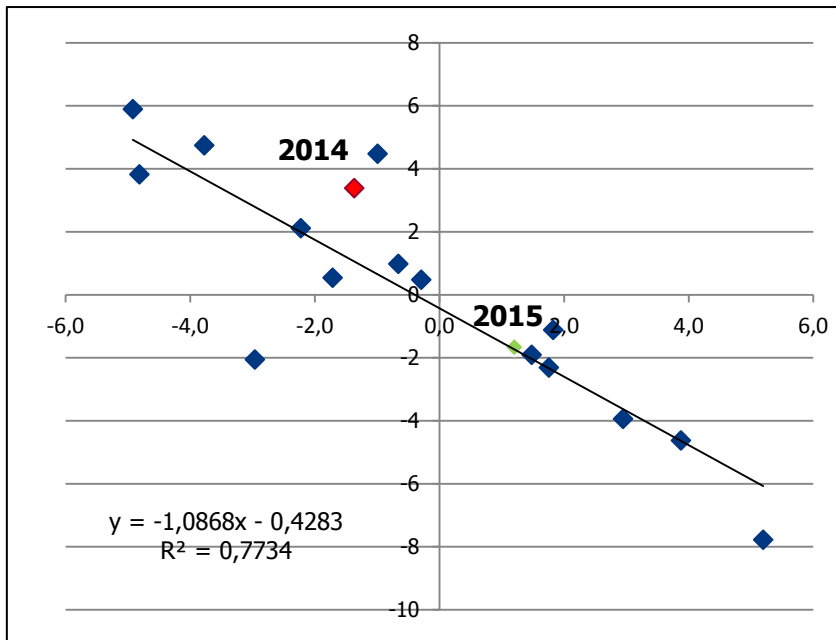


# Porovnanie a správanie miezd

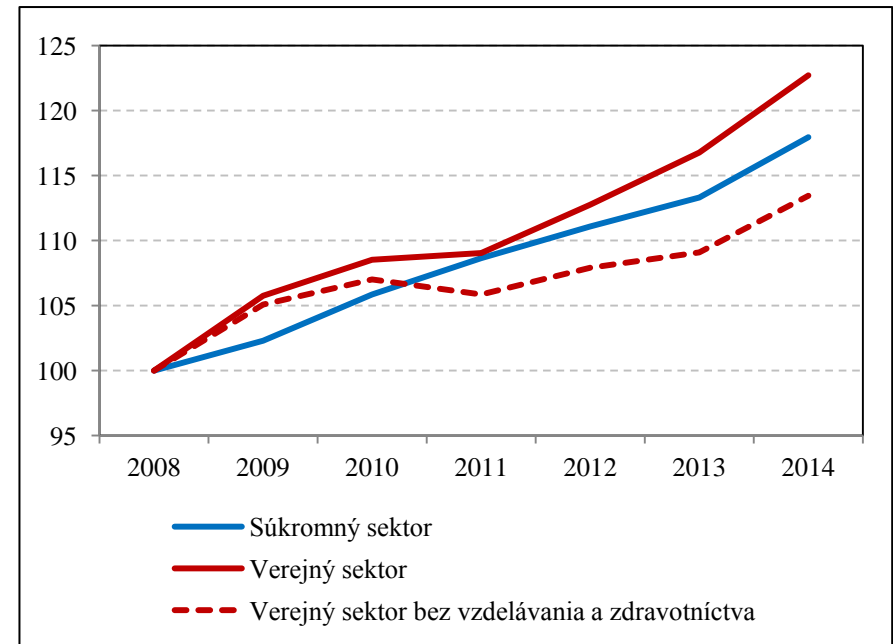


- Nominálne mzdy rastú hlavne kvôli predošlému relatívne výraznejšiemu vývoju nominálnej produktivity. **Zároveň zmena inflácie má krátkodobý dopad na reálne mzdy.**
- Z hľadiska sektorového členenia od roku 2008
  - najvýraznejšie vzrástli mzdy vo verejnom sektore (vrátane zdravotníctva a vzdelávania) – kumulatívne o 22,7 %; z toho slabší nárast bol dosiahnutý v administratíve – kumulatívne o 13,4 %,
  - v súkromnom sektore vzrástli mzdy kumulatívne o 18 %.

Zmena medziročnej dynamiky reálnej mzdy vs. zmena inflácie



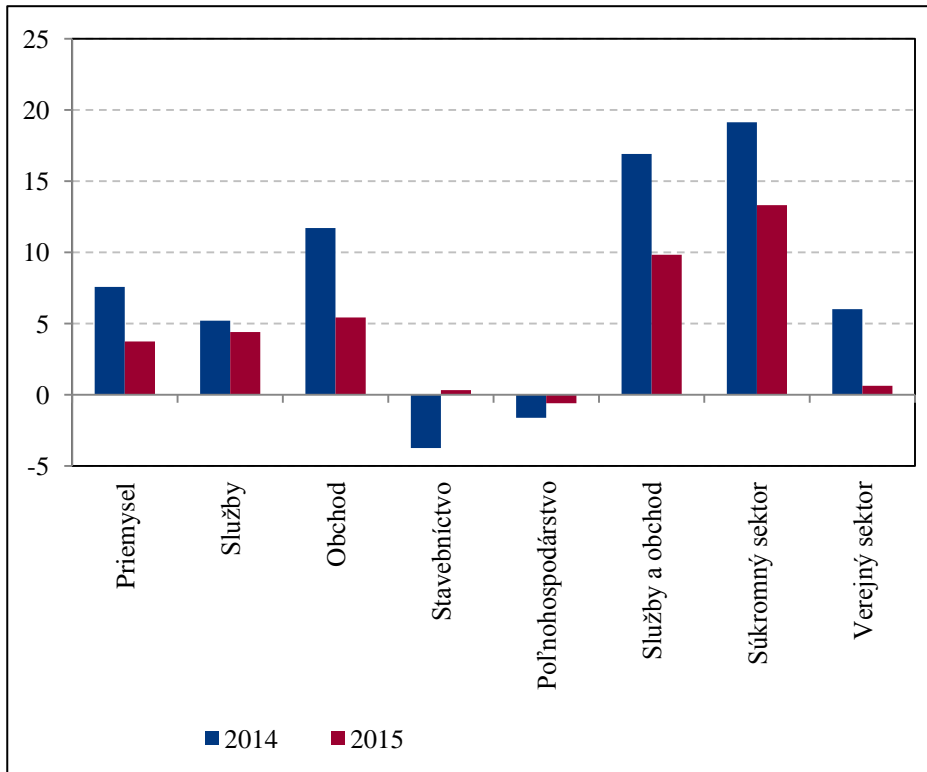
Kumulatívny nárast nominálnych miezd



# Zamestnanosť – podľa odvetví



Zamestnanosť podľa odvetví (zmena v tis. osôb)



- **Zlepšený domáci dopyt ťahá v horizonte prognózy viac odvetvia služieb**, naopak zmiernenie vo vývozných odvetviach môže spôsobiť slabší rast zamestnanosti v priemysle.
- Zamestnanosť bude **rásť hlavne v súkromnom sektore**, kde odhadujeme počas roka 2015 vytvorenie **12,5 tisíc pracovných miest**. Z toho najviac v odvetviach služieb a menej v priemysle a stavebníctve. Je to však pomalší nárast ako v roku 2014.

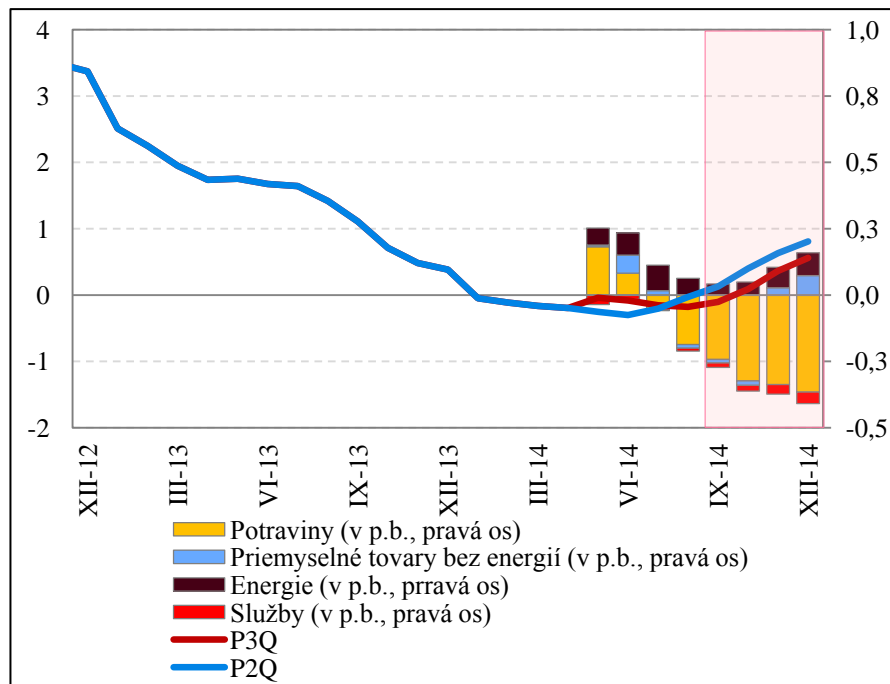
Predpoklad vývoja zamestnanosti (tis. pracovných miest)

Vytvorené pracovné miesta počas roka, tis.	2013	2014	2015	2016	2014 P3Q-P2Q
Súkromný sektor	-1,9	20,9	12,5	10,9	5,1
<i>Priemysel</i>	-0,2	6,2	3,2	2,5	1,0
<i>Služby</i>	2,6	20,4	8,4	10,0	11,1
<i>Stavebníctvo</i>	-2,9	-4,6	1,3	0,3	-5,1
Verejný sektor a zdravotníctvo	0,9	5,4	0,0	0,0	6,8

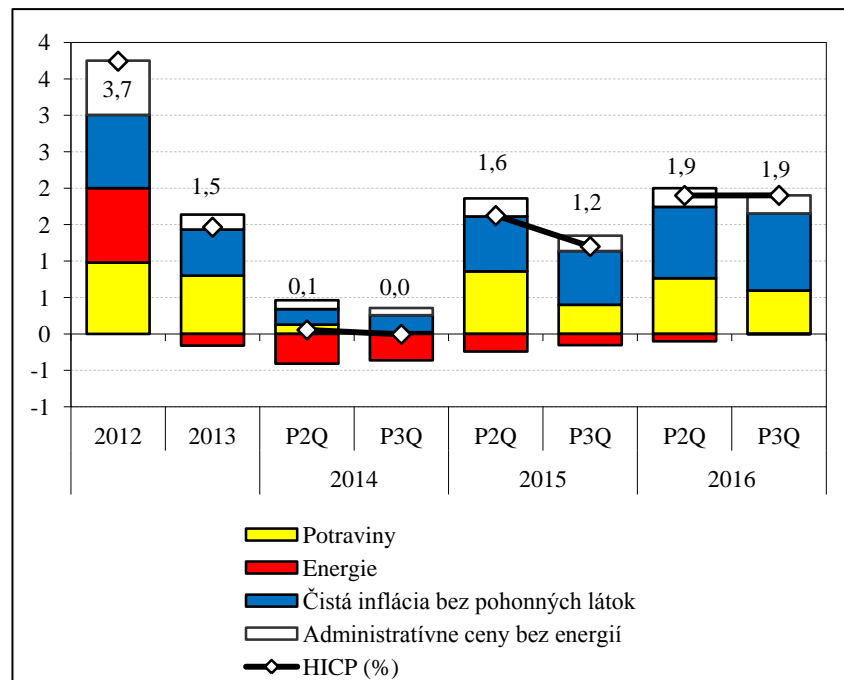


- Prekvapenia takmer výhradne v dôsledku **cien potravín**.
- Dopytová inflácia viac-menej rovnaká ako v P2Q.

Vývoj inflácie a porovnanie s predpokladmi (medziročné zmeny v %)



Štruktúra cenového vývoja (porovnanie predikcií P2Q a P3Q)

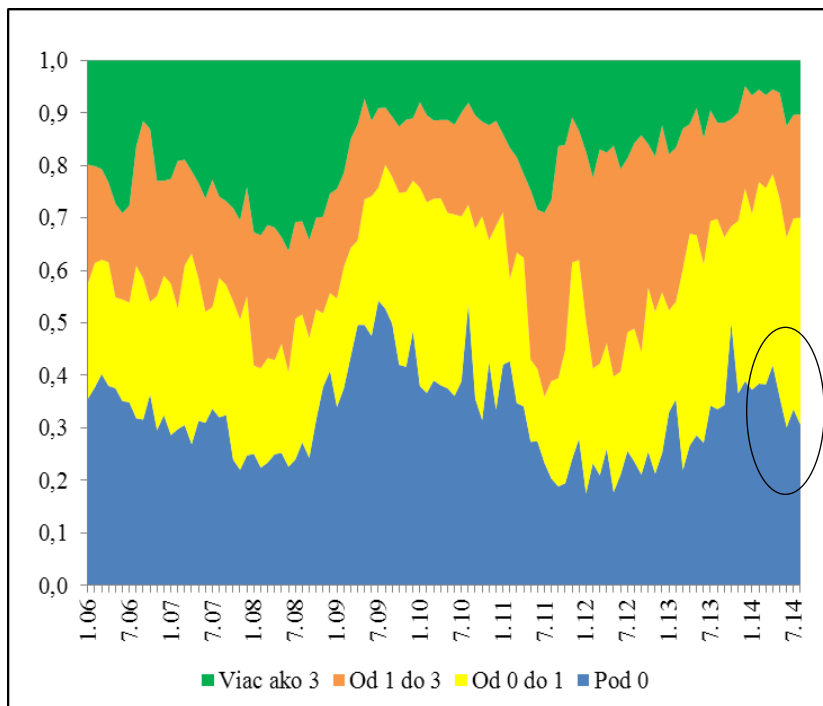


# Inflácia – menšia pravdepodobnosť deflácie

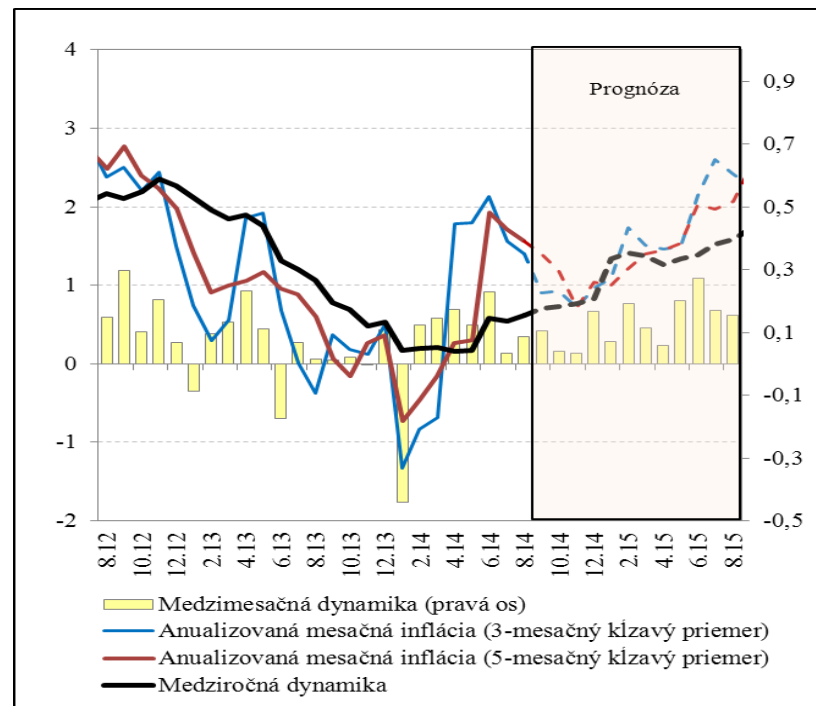


- V posledných mesiacoch je badateľný mierny pokles počtu položiek s klesajúcimi cenami.
- Anualizovaná dopytová inflácia rastie (bez potravín a energií).

Vývoj podielov intervalov polročných zmien cien



Vývoj anualizovanej čistej inflácie bez pohonných látok (% , s. o.)

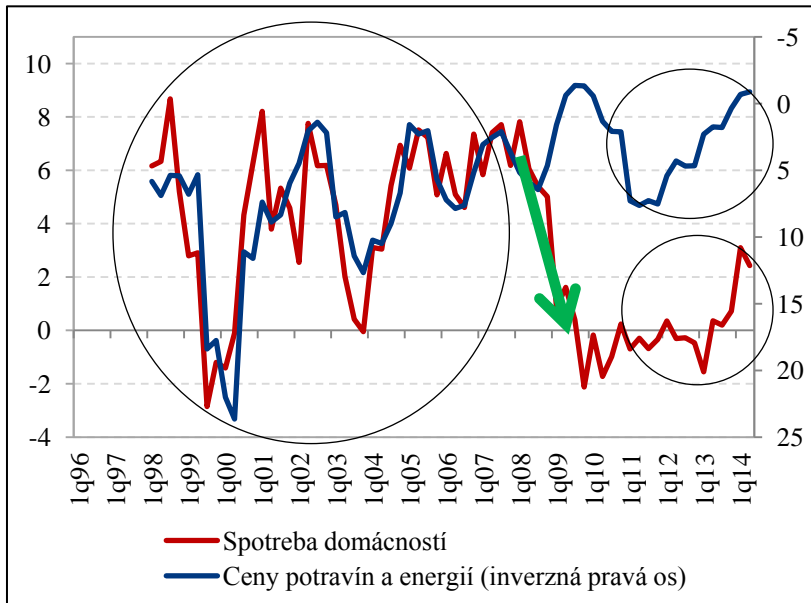


# Pozitívny dopad cien potravín a energií na spotrebu

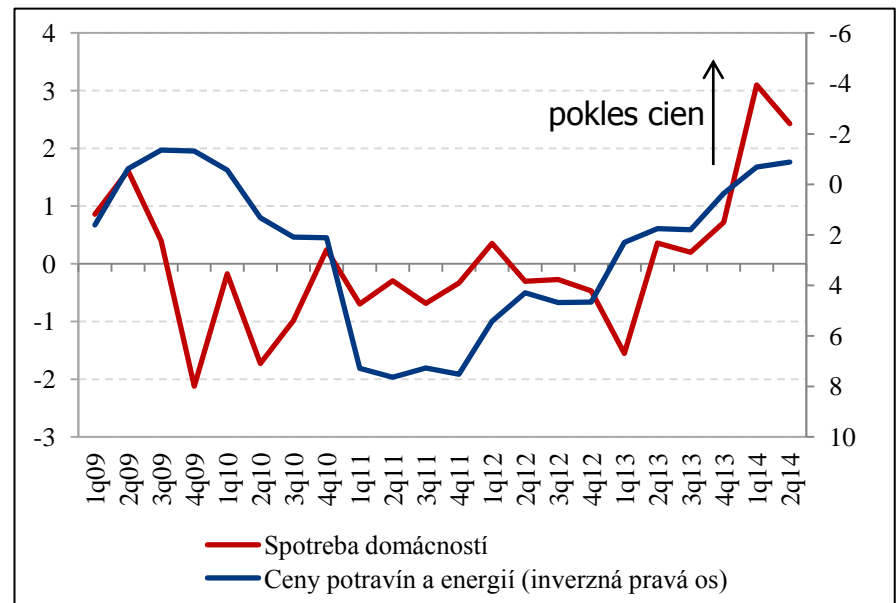


Spotreba domácností rástla aj vďaka nižším cenám potravín a energií. Nižšia cenová hladina práve týchto tovarov (základné a nutné tovary), ktoré spotrebitelia spotrebúvajú pravidelne v takmer rovnakom množstve, necháva viac peňazí v peňaženkách spotrebiteľov. Tieto „dodatočné“ prostriedky zvyknú zdynamizovať rast spotreby.

Medziročný vývoj reálnej spotreby domácností a cien energií a potravín (% , inverzná os, 1Q1998 - 2Q2014)



Medziročný vývoj spotreby a cien potravín a energií od krízy (% , inv. os)







Riziká pre **reálnu ekonomiku** vybilancované v horizonte predikcie:

- Riziko smerom nadol predstavuje zahraničný dopyt (aktuálne sa spomaľujú indikátory dôvery v súvislosti s ekonomickou situáciou v Rusku a na Ukrajine).
- Naopak, prorastovo by mohol pôsobiť celkový domáci dopyt, najmä verejný sektor (predvolebný cyklus).

Riziká v **inflačnom vývoji** vybilancované:

- Smerom k vyššej inflácii slabší výmenný kurz eura.
- Tlmiaci vplyv potravín (dobrá úroda, embargo), prípadne energií pre budúci rok.

**Prípadná ďalšia eskalácia geopolitického napätia predstavuje dodatočné riziko nezohľadnené v prognóze.**



Prípadný úplný zákaz vývozu európskych automobilov vrátane príslušenstva do Ruska by pre Slovensko mohol znamenať:

- priamy výpadok exportu v objeme do 270 mil. € štvrťročne v b. c., plný priamy efekt, **zníženie HDP o -0,7 p. b.**

## Ilustratívne scenáre

Eskalácia sankcií (bez zastavenia plynu), vrátane vplyvu zníženej dôvery zo zahraničia – **zníženie HDP cca 2 p. b.** (kumulovane)

Dlhodobý výpadok plynu (15%) – **zníženie HDP o 3,3 p. b.** (kumulovane)

# Dlhodobé plánovanie - nominálne rasty budú polovičné



- Pred krízou bol priemerný nominálny rast HDP cca 10 %. V strednodobom horizonte očakávame len cca 5 %.
- Priemerný reálny rast klesne zo 6,8 % na 3,0 %. Zároveň očakávame aj nižší nárast cien (cca 2,5 % namiesto 4,8 % v minulosti).
- Podobne aj rast miezd by mal oproti predkrízovému obdobiu spomaliť, pričom mzdy by mali v strednodobom horizonte rásť cca polovičným tempom v porovnaní s predkrízovým vývojom (cca 4,1 % namiesto 8,2 % v minulosti).

Rast nominálneho HDP a nominálnych miezd (%)

