

Slovenská ekonomika v 3. štvrtroku stabilne rástla

Rast slovenskej ekonomiky je stabilný; rast HDP už neťahali vývozy, ale domáci dopyt podobne ako v prvej polovici roka

Katarína Muchová
muchova.katarina@slsp.sk

Prehľad predpovedí		
	2014	2015
Kľúčová sadzba ECB	0.05	0.05
3M Euribor (%)	0.07	0.07
Výnos 10R SK dlhopisov	1.20	1.30
	2014	2015
Rast reálneho HDP (%)	2.2	2.5
Nezamestnanosť (%)	13.3	12.8
CPI (% priemer)	0.0	1.0
Fiškálny deficit (% HDP)	-2.9	-2.5
Verejný dlh (% HDP)	54.7	54.3
Bežný účet (% HDP)	3.1	2.9
Ratingy		
	Slovensko	
Moody's	A2	
S&P	A	
Fitch	A+	
HDP na obyv. v pomere k priemeru EU (% FKS)	77	
Populácia (v mil.)	5.4	

Zmeny v predpovediach od poslednej verzie:

Po pomalom raste v roku 2013 na úrovni 1,4 % slovenská ekonomika v ostatných troch štvrtrokoch zrýchlila. Reálny rast HDP dosiahol v 1. polroku 2,4 %, pričom takéto tempo si udržal aj v 3. štvrtroku. Oproti 2. štvrtroku to predstavuje sezónne očistený rast o 0,6 %.

Štruktúra HDP za 3. štvrtrok potvrdila naše očakávanie, že hlavným ťahúňom rastu zostal aj naďalej domáci dopyt. Už aj za prvý polrok vyzdvihujeme oživenie domáceho dopytu, ktorý sa po niekoľkých rokoch stal ťahúňom rastu. Zlepšenie situácie na trhu práce v podobe rastu miezd a zamestnanosti umožnili rast spotreby domácností. Vývozy možno podporia rast v nasledujúcich štvrtrokoch, dominantnú úlohu v roku 2014 však hrá domáci dopyt. Zlepšenie vidno aj pri investíciách, ktoré v posledných štvrtrokoch rastú. Čakáme, že v roku 2015 stúpne ekonomika o približne 2,5 %.

Tlak na rast cien na Slovensku v tomto roku vymizol. Za január až november spotrebiteľské ceny klesli v priemere o 0,1 %. Dobrá vlnajšia úroda prispela k nižším cenám potravín, čo spolu s poklesom cien energií spôsobuje miernu defláciu. Za celý rok by tak v priemere mala dosiahnuť 0 %. Očakávame, že inflácia sa začne presvedčivejšie dvíhať až v budúcom roku a mohla by dosiahnuť v priemere približne 1 %.

Výnosy slovenských dlhopisov ostali na rekordne nízkych úrovniach, pod 2 % (splatné v r. 2024). ECB v septembri znížila úrokové sadzby a zaviedla programy na zvýšenie likvidity v eurozóne. Menová politika ECB zostane uvoľnená a spolu s pokračujúcou fiškálnou konsolidáciou na Slovensku očakávame, že výnosy slovenských dlhopisov zostanú nezmenené po zvyšok roka. Očakávame, že ECB môže ešte v budúcom roku doplniť svoje kvantitatívne opatrenia o nákup štátnych a korporátnych dlhopisov. V takom prípade by výnosy slovenských dlhopisov zostali na terajších nízkych úrovniach, prípadne by mohli ešte mierne klesnúť.

Reálna ekonomika

Ekonomický rast sa v 3Q udržal napriek spomaleniu v Nemecku

Štatistický úrad potvrdil svoj predbežný odhad rastu **slovenskej ekonomiky v 3. štvrtroku 2014 na úrovni 2,4 % medziročne**, rovnako ako v 1. polroku. Oproti druhému štvrtroku Slovensko však mierne spomalilo (z 2,6 % r/r v Q2). Medzikvartálny rast dosiahol v 3. štvrtroku tempo 0,6 % q/q (sezónne očistený rast).

Domáci dopyt ťahá ekonomiku

Domáci dopyt bol hlavným ťahúňom rastu aj v treťom štvrtroku. V tomto roku vidíme celkovo zrýchlenie rastu oproti roku 2013 a navyše vítanú zmenu ťahúňov rastu od vývozov k domácejmu dopytu. Spotreba domácností výraznejšie stúpila prvý krát od roku 2009, medziročne o 2,3 % za prvé tri štvrtroky. Pozitívne prekvapili investície, ktoré medziročne vzrástli o 5,3 % v Q3 a ich priemerný rast je zatiaľ 4,2 % r/r. Rast investícií je vítanou správou, keďže pomáha vytvárať podmienky pre rast ekonomiky aj v budúcnosti. Investície sa vytvárali najmä v priemysle, doprave a skladovaní ako aj v sektore nehnuteľností.

Stabilizácia trhu práce zvýšila dôveru domácností

Spotreba domácností rástla v 3. štvrtroku pomalšie ako v 2. štvrtroku, celkovo je však jej doterajší rast v roku 2014 na úrovni 2,3 % r/r. Spotrebu domácností výrazne podporilo aj zlepšenie na trhu práce. Nulová, respektíve mierne záporná inflácia pomohla k rastu reálnych miezd v tomto roku. Reálne mzdy sa v Q3 zvýšili o 4,3 % medziročne (v porovnaní s rastom 4,9 % v druhom štvrtroku). Mzdy sa zvyšovali vo väčšine odvetví, hlavne však vo veľkých podnikoch, v priemysle, veľkoobchode a maloobchode. Takisto klesla miera nezamestnanosti, hoci v porovnaní s európskym priemerom či úrovňou pred krízy zostáva vysoká (v Q3 2014 bola 12,9 %). V medzinárodne porovnateľnej metodológii ILO dosiahla vlni miera nezamestnanosti 14,2 %, a v tomto roku by mala v priemere klesnúť k 13,3 % a budúci rok očakávame pokles na 12,8 %.

Spomaľujúce Nemecko prináša pre Slovensko riziká

Hoci si Slovensko udržalo aj v treťom štvrtroku relatívne slušný rast, stagnujúca eurozóna a spomaľujúce Nemecko prinášajú negatívne riziká aj pre slovenský rast. **Rast ekonomiky tento rok čakáme na úrovni 2,2-2,3 % a v roku 2015 by rast HDP mohol byť na úrovni 2,5 %**. Riziká aj naďalej predstavujú pretrvávajúce geopolitické napätie a pomalý rast v Nemecku a Európe. Práve Nemecko je našim kľúčovým exportným trhom, s podielom vyše 20 % na slovenských vývozoch.

Priame obchodné väzby s Ruskom a Ukrajinou nie sú veľké

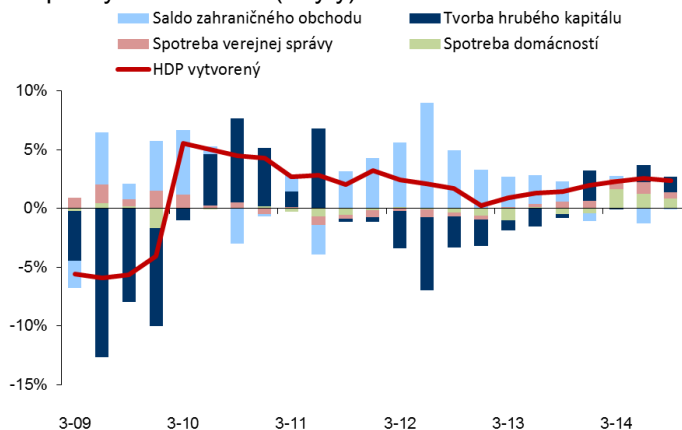
Rusko-ukrajinský konflikt doposiaľ nemal na Slovensko výrazný vplyv. Vývozy do Ruska predstavujú menej než 5 % slovenských vývozov, na Ukrajinu ešte menej. Slovensko vyváža do Ruska najmä autá a komponenty, zákaz dovozu potravín do Ruska z európskych krajín sa nás takmer nedotýka. Slovensko závisí najmä na dovoze plynu z Ruska. Pokiaľ sa plyn dostane do Európy či už cez Ukrajinu alebo mimo nej, vieme ho cez reverzný tok plynu dostať zo západnej Európy na naše územie. Tým pádom by krajina mala byť schopná vyhnúť sa kríze ako na jar 2009, keď okrem výpadku dodávok plynu ekonomiku zasiahol aj prudký prepád dopytu.

Klesajúca cena ropy môže Slovensku prospieť

Na druhej strane, klesajúca cena ropy predstavuje tlak smerom nadol pre infláciu aj na Slovensku. Slovensku ako krajine, ktorá dováža ropu, by mohli nízke ceny ropy pomôcť k vyššiemu hospodárskemu rastu.

Rast je ťahaný už domácim dopytom

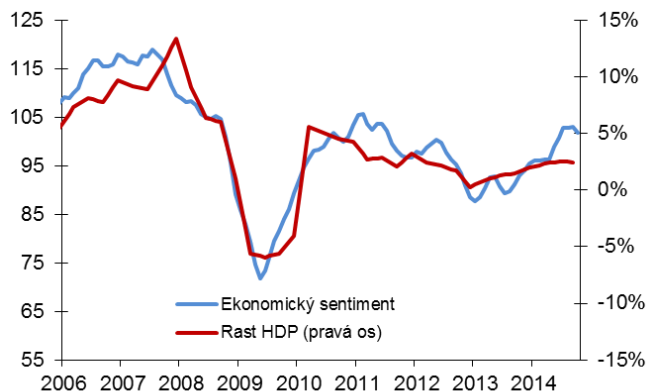
Príspevky k rastu HDP (% y/y)



Zdroj: Štatistický úrad, SLSP

Sentiment aj rast HDP zľahka spomalil

Indikátor ekonomického sentimentu a rast HDP (r/r)



Zdroj: Štatistický úrad, SLSP

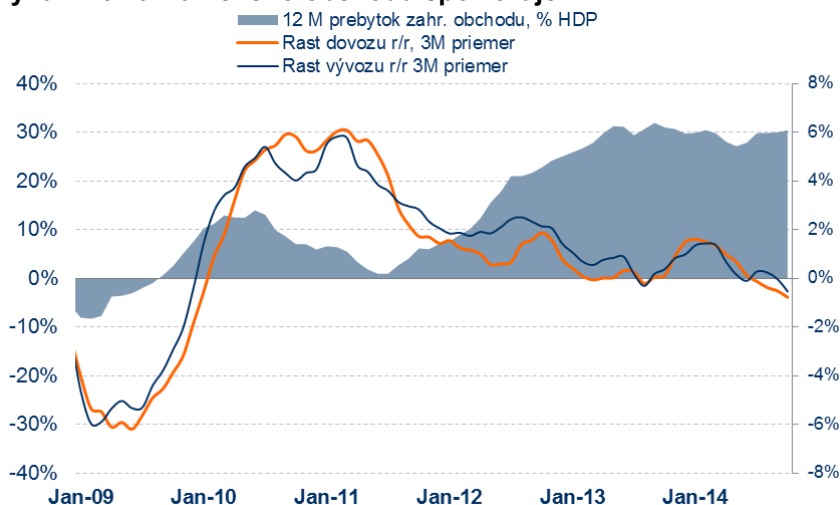
Externá bilancia

Dynamika dovozov a vývozov sa spomaľuje

Obchodná bilancia ostala v značnom prebytku okolo 6 % HDP. Dynamika vývozu a dovozu sa v poslednom čase spomalila a rolu ťahúňa ekonomiky namiesto čistého exportu prevzal domáci dopyt. Oživenie spotreby domácností by tiež malo viesť v najbližších rokoch k vyšším dovozom a menšiemu obchodnému prebytku.

Medzi hlavné vyvážané tovary patria autá, elektronika, stroje a spracované kovy. Približne polovica slovenského vývozu smeruje do eurozóny a až 84% do krajín Európskej únie.

Dynamika zahraničného obchodu spomaľuje



Zdroj: Štatistický úrad, SLSP

Bežný účet zrejme zostane kladný

Bilancia bežného účtu sa dostala do kladných čísiel v roku 2012 a odvtedy sa drží v prebytku okolo 1,2 - 2 % HDP. Stagnujúci domáci dopyt v posledných rokoch a teda aj väčší prebytok obchodnej bilancie boli hlavným dôvodom pre prebytky bežného účtu.

Inflácia a menová politika

Slovensko s miernou defláciou

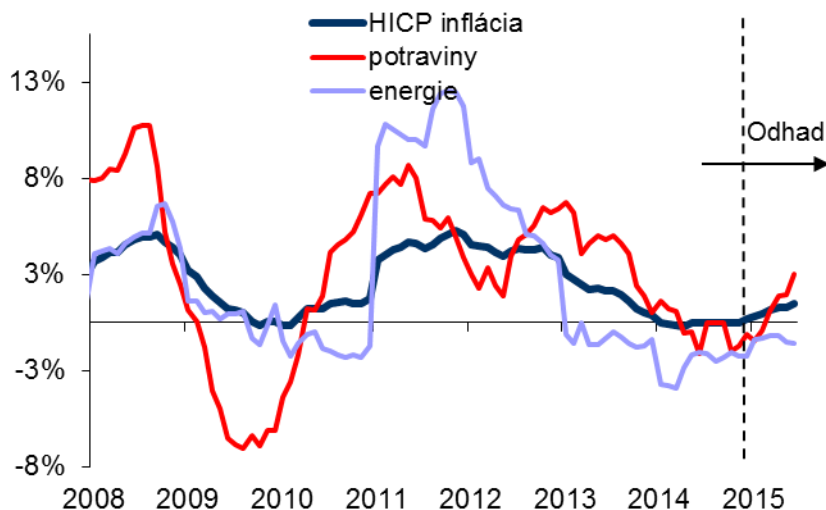
Rast spotrebiteľských cien výrazne spomalil v druhom polroku 2013 a ešte viac v roku 2014. V januári až novembri 2014 ceny v priemere medziročne klesali o 0,1 %. Dobrá úroda a nižšie ceny potravín, pokles cien energií a mierny rast cien služieb prispeli k oslabeniu inflačných tlakov. V ďalších mesiacoch predpokladáme, že inflácia zostane blízko súčasných úrovní a postupne od budúceho roku porastie. Za celý rok 2014 očakávame priemernú infláciu okolo 0 %.

Očakávame postupný rast inflácie

Na budúci rok čakáme zrýchlenie inflácie na 1,0 %, čo však bude závisieť od vývoja inflácie v eurozóne, kde nateraz ostávajú inflačné tlaky slabé. Slovenská cenová úroveň je okolo 71 % priemeru Európskej únie, pričom ceny tovarov sú skonvergované viac ako ceny služieb. Predpokladáme konvergenciu najmä cez ceny služieb, ktoré viac odzrkadľujú aj mzdovú úroveň v krajine.

Spotrebiteľské ceny mierne pod úrovňou roku 2013

HICP inflácia (% r/r)



Zdroj: Štatistický úrad, SLSP

ECB bojuje s nízkou infláciou

Od vstupu do eurozóny platia pre Slovensko okrem európskej meny aj európske sadzby. Inflácia v eurozóne spomalila a v novembri 2014 dosiahla 0,3 %, čo je výrazne pod cieľom ECB (menej, avšak blízko 2 %). Zo strednodobého hľadiska, čo je relevantný horizont pre rozhodovanie ECB, by mala inflácia naďalej ostať nízka. Prognózy ECB vidia infláciu pod cieľom tak v roku 2014 ako aj 2015.

Okrem zníženia sadzieb ECB organizuje ďalšie refinančné tendre

Odpoveďou ECB na pomalšiu infláciu bolo zníženie hlavnej refinančnej sadzby na historické minimum 0,05 % v septembri 2014 a zníženie depozitnej sadzby na -0,2 %. ECB tiež začala cieleňé dlhodobé refinančné tendre („targeted LTRO“) v septembri a decembri 2014 a pokračuje s nimi aj v rokoch 2015-16. Na dlhodobé financovanie budú mať nárok banky, ktoré zvýšili a budú zvyšovať úvery pre súkromný sektor. Cieľom je znížiť náklady na financovanie pre periférne krajiny EÚ a zvýšiť úverovú aktivitu v eurozóne. Takisto ECB zaviedla nákup krytých dlhopisov a nákup cenných papierov krytých aktívami. Ak kroky ECB nebudú dostatočné na to, aby zvýšili infláciu v eurozóne, ECB zváži aj iné možnosti. Napríklad priame

kvantitatívne uvoľňovanie. Predpokladáme, že sadzby ECB ostanú bezo zmeny prinajmenšom do konca roku 2015.

Fiškálna politika

Slovensko sa dostalo z procedúry nadmerného deficitu

Slovensku sa podarilo dostať z procedúry nadmerného deficitu. Schodok verejnej správy klesol zo 4,2 % HDP v roku 2012 na 2,6 % HDP v roku 2013 a dostal sa tak pod hranicu 3 % HDP. Výrazná konsolidácia však bola dosiahnutá najmä cez opatrenia na príjmovej strane (špeciálne dane pre vybrané sektory, nárast dane z príjmu právnických osôb, progresívna daň pre fyzické osoby...) a zmenšením druhého piliera namiesto znižovania výdavkov. Vláda sa zameriava najmä na náhradu cyklických a jednorazových opatrení štrukturálnymi a trvalými.

V tomto roku by mal deficit mierne vzrásť na 2,9 % HDP

Po dlhom čase sa daňové prognózy zlepšili, vďaka lepšiemu vývoju ekonomiky (napr. miezd a zamestnanosti) ako aj efektívnejšiemu výberu daní (najmä DPH). Napriek tomu očakávame v roku 2014 vyšší schodok verejných financií ako minulý rok, na úrovni 2,9 % HDP.

Návrh rozpočtu na 2015: deficit 2,5 % HDP

Parlament schválil návrh rozpočtu na rok 2015, pričom deficit má dosiahnuť približne 2,5 % HDP. Medzi hlavné opatrenia na budúci rok patrí ponechanie DPH na úrovni 20 % (namiesto plánovaného poklesu na 19 %), zmeny v pravidlách odpisovania pre daňové účely, kroky na zlepšenie výberu daní a pokračovanie reformy verejnej správy. Zároveň však vláda zavádza nižšie odvody pre ľudí s nízkymi príjmami a plánuje zvýšiť platy učiteľom, takže schodok sa oproti roku 2014 má znížiť len mierne.

Zmeny súvisiace s metodikou ESA-2010 zvýšili HDP (za rok 2013), čo prinieslo pokles štátneho dlhu pod hranicu 55 % HDP. Vláda tak už nie je viazaná dlhovou brzdou a nemusí ponechať nominálne výdavky nezmenené.

Slovensko má podľa fiškálneho kompaktu dosiahnuť takmer vyrovnaný štrukturálny rozpočet do 2017

Podľa fiškálneho kompaktu by malo Slovensko dosiahnuť takmer vyrovnaný štrukturálny deficit do 3 rokov, avšak väčšina konsolidácie ostala na roky 2016 a 2017 (pričom rok 2016 bude volebný). Zo strednodobého hľadiska by tak rozpočet na budúci rok mohol byť ambicióznejší. Rozpočet sa snaží držať v rámci európskeho fiškálneho kompaktu. Návrh rozpočtu uvádza, že vláda chce dosiahnuť zníženie štrukturálneho deficitu o 0,5 % HDP v súlade s európskymi pravidlami.

Verejný dlh by nemal prekročiť úroveň 55 % HDP

Dlh verejnej správy zaznamenal za posledné roky výrazný nárast, keď sa zvýšil z 41,1 % HDP v roku 2010 na 54,6 % v roku 2013. Hlavným dôvodom boli veľké deficity v rokoch 2009-10. Časť rastu dlhu bola spôsobená aj príspevkami a garanciami do európskych záchranných mechanizmov (2 % HDP) a tiež predfinancovaním dlhovou agentúrou.

Predpokladáme, že verejný dlh bude tento rok vrcholiť pod úrovňou 55 % HDP, čiže pod hranicou dlhovej brzdy a v ďalších rokoch by už v pomere k HDP nemal stúpať.

Ako funguje dlhová brzda

Lokálny zákon o rozpočtovej zodpovednosti, zvaný aj dlhová brzda, vymedzuje hranice, pri ktorých sa automaticky uplatňujú opatrenia na zníženie dlhu (menej razantné pri 50 % a 53 % a vážnejšie pri 55 % a 57 % HDP). Hranica dlhu 55 % HDP, ktorá bola podľa predchádzajúcej metodiky ESA prekročená v roku 2013, si vyžiadala v roku 2014 viazanie vládnych výdavkov o 3 % (s výnimkou niektorých výdavkov ako sú eurofondy, príspevky do sociálnej poisťovne alebo náklady na obsluhu verejného dlhu).

Výnosy slovenských vládných dlhopisov zostávajú blízko historických miním

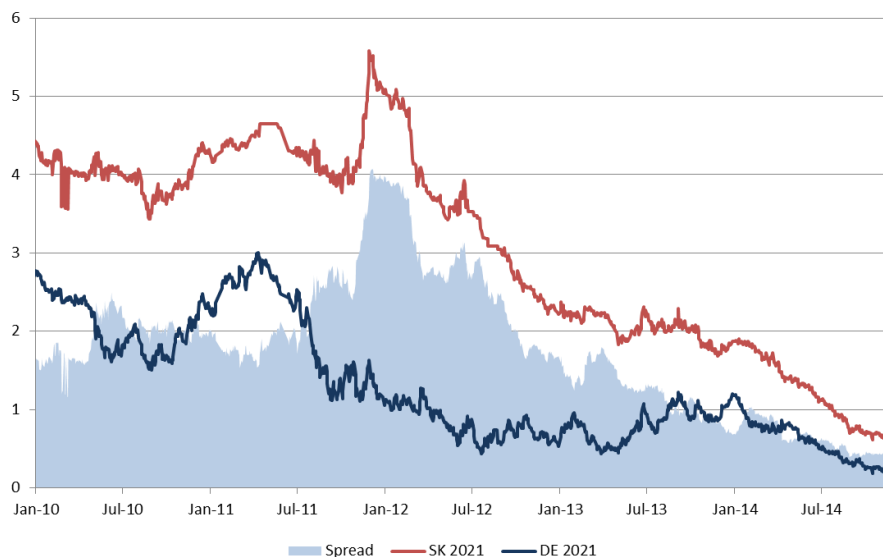
Očakávame, že slovenské výnosy zostanú blízko terajších úrovní

Pri úrovni 57 % by vláda bola nútená predložiť na ďalší rok vyrovnaný rozpočet a v prípade prekonania 60 % úrovne by parlament musel hlasovať o dôvere vláde.

Výnosy slovenských vládných dlhopisov v predchádzajúcich dvoch rokoch výrazne klesli, k čomu pomohla likvidita od ECB (prostredníctvom LTRO), zlepšenie sentimentu na trhu voči európskym vládnym dlhopisom ako aj zníženie sadzieb zo strany ECB. Výnosy slovenských vládných bondov klesli na historické minimá pod 2 % (splatnosť v roku 2024), čo mohlo byť spôsobené aj zvýšeným záujmom zahraničných investorov. Ich podiel na vlastníctve slovenských dlhopisov stúpol tento rok na 50 % z 10 % v roku 2009 (čo prináša aj riziko do budúcnosti, ak by sa sentiment voči európskemu dlhu náhle zmenil).

S výrazne uvoľnenou politikou ECB a prebiehajúcou fiškálnou konsolidáciou by sa výnosy slovenských vládných dlhopisov v nasledujúcich mesiacoch nemali výraznejšie meniť – do konca roka ich očakávame na terajších úrovniach. Očakávame, že ECB môže ešte v budúcom roku doplniť svoje kvantitatívne opatrenia o nákup štátnych a korporátnych dlhopisov. V takom prípade by výnosy slovenských dlhopisov zostali na terajších nízkych úrovniach, prípadne by mohli ešte mierne klesnúť.

Výnosy slovenských vládných dlhopisov zostávajú nízke (splatnosť 2021)



Zdroje: Reuters, SLSP

Predpovede

	2012	2013	2014	2015	2016
Nominálny HDP (mil. EUR, fixný kurz*)	72185	73593	75065	77692	81344
Populácia (mil.)	5.406	5.413	5.420	5.443	5.461
HDP na obyvateľa (EUR)	13352	13596	13850	14275	14895
Reálny HDP (r/r %)	1.6	1.4	2.2	2.5	3.0
Spotreba domácností (r/r %)	-0.5	-0.8	2.1	1.8	2.0
Fixné investície (r/r %)	-9.3	-2.7	4.3	3.0	3.0
Nominálne mzdy (EUR, fixný kurz*)	805	824	858	885	919
Nominálne mzdy (r/r %)	2.4	2.4	4.1	3.2	3.8
Maloobchodné tržby (rast r/r %)	-1.0	0.1	3.6	1.8	2.0
Priemyselná produkcia (r/r %)	8.2	5.2	4.5	5.0	5.0
CPI (r/r, priemer %)	3.6	1.4	0.0	1.0	2.3
CPI (r/r, koniec roka %)	3.2	0.4	0.2	1.5	2.5
Miera nezamestnanosti (%)	14.0	14.2	13.3	12.8	12.5
Export (mil. EUR, fixný kurz*)	62144	64172	65263	67547	70317
Import (mil. EUR, fixný kurz*)	58588	59940	60539	62961	65479
Obchodná bilancia (% HDP)	4.9	5.8	6.3	5.9	5.9
Priame zahraničné investície (% HDP)	0.1	0.9	1.3	1.3	1.2
Bežný účet (% HDP)	2.2	2.0	3.1	2.9	2.5
Deficit štátneho rozpočtu (% HDP)	-4.2	-2.6	-2.9	-2.5	-1.5
Verejný dlh (% HDP)	52.1	54.6	54.7	54.3	53.5
Externý dlh (% HDP)	74.4	81.9	93.5	96.5	97.3
Kľúčový úrok ECB, koniec roka	0.8	0.3	0.1	0.1	0.2
3M EURIBOR priemer**	0.6	0.2	0.2	0.1	0.1
3M EURIBOR, koniec roka**	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2
Výnos 10R dlhopisov, priemer ***	3.3	2.7	2.0	1.3	1.5
Výnos 10R dlhopisov, koniec roka ***	2.3	2.6	1.2	1.3	1.7
EUR/USD priemer	1.29	1.33	1.25	1.20	1.20
EUR/USD koniec roka	1.32	1.38	1.25	1.20	1.20

Poznámka:

* Časový rad v SKK vynásobený konverzným kurzom 30,1260 SKK/EUR.

** 3M BRIBOR do 2008, 3M EURIBOR od 2009.

*** SK 2020 do 2012, SK 2024 od 2013

Zdroj: Štatistický úrad, Eurostat, NBS, SLSP, Erste Group Research

Pre ďalšie informácie navštívte, prosím

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/MarketsAndTrends/Markets_by_Region/Slovakia/Market_insight/index.phtml

Disclaimer

This publication has been prepared by EG Research. This report is for information purposes only.

Publications in the United Kingdom are available only to investment professionals, not private customers, as defined by the rules of the Financial Services Authority. Individuals who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on it.

The information contained herein has been obtained from public sources believed by EGB to be reliable, but which may not have been independently justified. No guarantees, representations or warranties are made as to its accuracy, completeness or suitability for any purpose.

This material is not intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or any other action and will not form the basis or a part of any contract.

Neither EGB nor any of its affiliates, its respective directors, officers or employees accepts any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection therewith. Any opinion, estimate or projection expressed in this publication reflects the current judgement of the author(s) on the date of this report. They do not necessarily reflect the opinions of EGB and are subject to change without notice. EGB has no obligation to update, modify or amend this report or to otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate.

The past performance of financial instruments is not indicative of future results. No assurance can be given that any financial instrument or issuer described herein would yield favourable investment results.

EGB, its affiliates, principals or employees may have a long or short position or may transact in the financial instrument(s) referred to herein or may trade in such financial instruments with other customers on a principal basis. EGB may act as a market maker in the financial instruments or companies discussed herein and may also perform or seek to perform investment banking services for those companies. EGB AG may act upon or use the information or conclusion contained in this report before it is distributed to other persons.

This report is subject to the copyright of EGB. No part of this publication may be copied or redistributed to persons or firms other than the authorised recipient without the prior written consent of EGB.

By accepting this report, a recipient hereof agrees to be bound by the foregoing limitations.

Copyright: 2014 EGB AG. All rights reserved.

Tento materiál slúži ako doplnkový zdroj pre klientov Slovenskej sporiteľne, a.s. Je založený na najlepšíh informáčnych zdrojoch dostupných v čase publikovania. Hoci použité informáčne zdroje sú všeobecne považované za spoľahlivé, Slovenská sporiteľňa, a.s., neručí za správnosť a úplnosť uvedených informácií. Tento dokument nie je ponukou a ani propagáciou nákupu či predaja určitého aktíva.