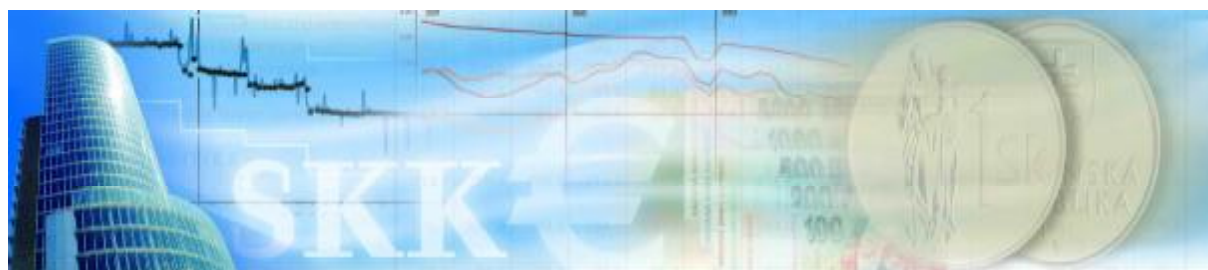




NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

# STREDNODOBÁ PREDIKCIA (P1Q - 2007)

Január 2007



## Rovnovážne premenné, vývoj potenciálu ekonomiky

Strednodobá predikcia je založená na predpoklade konvergujúcej ekonomiky, čomu zodpovedajú rovnovážne trendy základných makroekonomických ukazovateľov. Základný rámec predikcie predstavujú rovnovážne reálne úrokové sadzby, rovnovážny reálny kurz a neinflačne pôsobiaci rast ekonomiky (potenciálny produkt). V porovnaní s októbrovou predikciou P4Q-2006 nedošlo k zásadným zmenám, ktoré by viedli k prehodnoteniu dlhodobých trendov reálnych menových premenných. Naďalej sa predpokladá dlhodobá rovnovážna reálna apreciácia výmenného kurzu, ktorá zodpovedá charakteru konvergujúcej ekonomiky. Vo vývoji rovnovážnych reálnych sadzieb nedochádza k zmene.

Zvýšená exportná výkonnosť však predstavuje posun v potenciálnom produkte na celom strednodobom horizonte. Rozširujúce sa výrobné kapacity pri pokračujúcom investičnom dopyte vytvárajú priestor na zrýchlenie neinflačne pôsobiaceho rastu ekonomiky. Ten by mal byť aj naďalej charakterizovaný zlepšujúcou sa exportnou výkonnosťou, ale aj miernym zrýchľovaním vývojových tendencií ostatných komponentov HDP. V porovnaní s P4Q-2006 sa tak v rokoch 2006-2008 predpokladá vyšší ročný rast potenciálneho HDP v priemere o 1 percentuálny bod bez nežiaducich inflačných tlakov.

## Východisková pozícia ekonomiky<sup>1</sup>

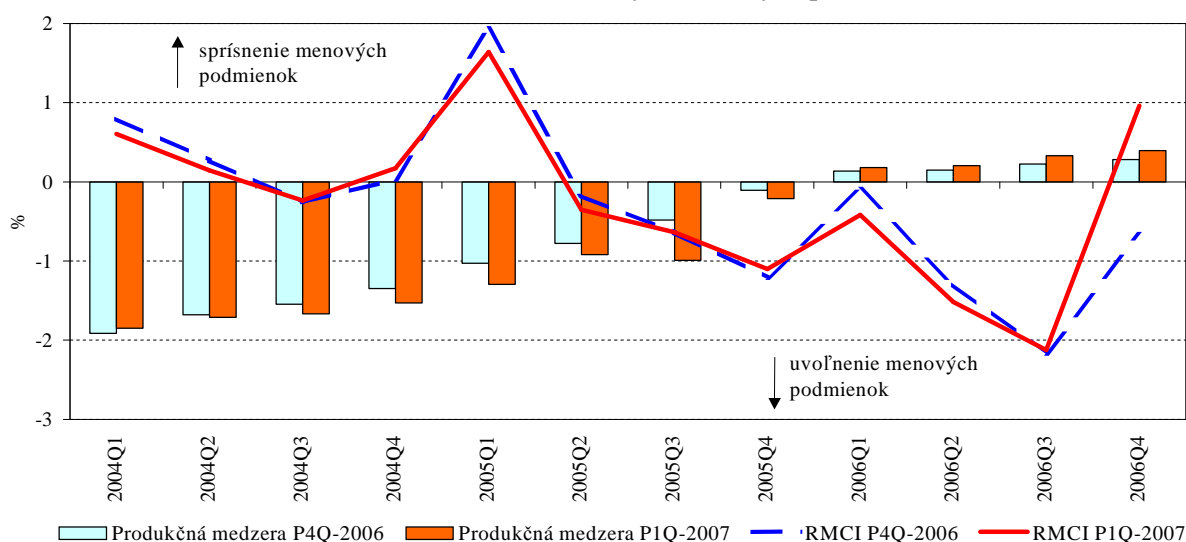
Odhad východiskovej pozície ekonomiky je založený na odhade odchýlok kľúčových makroekonomických ukazovateľov od ich rovnovážnych trendov. Prostredníctvom indexu reálnych menových podmienok (RMCI) došlo v 4. štvrtroku 2006 k sprísneniu menových podmienok. Vyššie ako očakávané sprísnenie menových podmienok bolo predovšetkým výsledkom rýchlej apreciácie nominálneho kurzu. Doterajšie uvoľnené nastavenie menovej politiky, ktoré pretrvávalo od 2. štvrtroku 2005 sa tak v 4. štvrtroku 2006 zmenilo na reštriktívne. Z dôvodu výraznej apreciácie nominálneho kurzu došlo k zhodnoteniu reálneho kurzu v 4. štvrtroku o takmer 6%. V porovnaní s predpokladmi P4Q-2006 tak reálny kurz prispel k sprísneniu menových podmienok meraných RMCI o 1,7 p.b.. Reálne sadzby zostali nezmenené, čo bolo výsledkom jednak nezmenených nominálnych sadzieb, ako aj inflačných očakávaní. Reálne úrokové sadzby tak zotrvali mierne nad svojou rovnovážnou úrovňou. Ich pôsobenie na cyklickú zložku ekonomiky však možno považovať za neutrálne.

Zo štruktúry HDP je zrejmé, že výrazné zrýchlenie rastu ekonomiky v 3. štvrtroku 2006 bolo do značnej miery spôsobené akceleráciou exportnej výkonnosti. Zvyšujúce sa produkčné schopnosti ekonomiky by mali vytvárať priestor na dynamický rast neinflačne pôsobiaceho HDP aj v nasledujúcom období. Odhad cyklickej zložky HDP sa v porovnaní s októbrovou predikciou výraznejšie nezmenil. Možno teda skonštatovať, že ekonomika zotráva aj naďalej v kladnej produkčnej medzere (0,4% v 4. štvrtroku 2006). Mierne a z hľadiska vývoja inflácie zanedbateľné otváranie kladnej produkčnej medzery v priebehu roka 2006 možno pripísať jednak dlhodobejšie uvoľneným menovým podmienkam, ako aj rýchlejšiemu ako očakávanému oživeniu ekonomického rastu u hlavných obchodných partnerov.

---

<sup>1</sup> Východisková pozícia ekonomiky predstavuje jej stav v 4. štvrtroku 2006 (na základe odhadu rastu HDP), od ktorého sa odvíja tak krátkodobá, ako aj strednodobá prognóza.

### Produkčná medzera a index reálnych menových podmienok RMCI



Dynamika reálneho rastu hrubého domáceho produktu (HDP) dosiahla v 3. štvrtroku 2006 v stálych cenách 9,8%, čím boli predstihnuté očakávania predikcie P4Q-2006. K významnému zrýchleniu výkonnosti ekonomiky v 3. štvrtroku 2006 v porovnaní s očakávaniami prispeli všetky jeho zložky, najmä však nárast zahraničného dopytu a prírastok zásob súvisiacich s výrobou.

Z hľadiska relatívnych príspevkov k rastu HDP v stálych cenách prispeli predovšetkým zásoby 3,9 percentuálnymi bodmi, t.j. takmer 40%. Zvýšili sa najmä zásoby súvisiace s výrobným procesom, a to zásoby materiálu a hotových výrobkov. Nárast zásob hotových výrobkov indikuje, že pomerne dynamicky narastajúci objem hrubej produkcie nebol realizovaný v plnej miere, ale časť produkcie hotových výrobkov sa stala súčasťou zásob. Nárast zásob hotových výrobkov pravdepodobne súvisel aj s nábehom nových výrob v automobilovom priemysle. Prírastok zásob materiálu mohol byť spojený aj s rozširovaním výroby a zavádzaním nových technológií, napríklad v elektrotechnickom priemysle. Z vývoja bilancie výrobkov a služieb v 3. štvrtroku 2006 na prvý pohľad vyplynulo len mierne prorastové pôsobenie príspevku čistého exportu na rast HDP. Vyššie dovozy však nesúviseli iba s dovoznou náročnosťou produkcie, ale aj s dovozmi technológií a so zámermi zvyšovania produkčných kapacít v exportných odvetviach ekonomiky. Z tohto pohľadu je významná narastajúca dynamika vývozu výrobkov a služieb, ktorá predstavovala hlavný prorastový zdroj ekonomiky.

Z medzikvartálneho porovnania vývoja krátkodobých indikátorov (predovšetkým tržieb za vlastné výkony a tovar v priemysle a vo výrobe dopravných prostriedkov) je možné indikovať pokračovanie pomerne dynamického ekonomického rastu v poslednom štvrtroku 2006. Konjunkturálne prieskumy naznačujú zrýchľovanie ekonomickej aktivity v porovnaní s 3. štvrtrokom 2006. Z hľadiska štruktúry najvýznamnejším faktorom rastu HDP v 4. štvrtroku 2006 by mal byť čistý export v súvislosti s rozvojom produkčných kapacít i exportnej výkonnosti ekonomiky, ako aj vplyvom rozvíjajúceho sa zahraničného dopytu. Reálny rast ekonomiky, popri čistom exporte, by mal stimulovať aj domáci dopyt, v rámci ktorého sa predpokladá prorastové pôsobenie všetkých jeho hlavných zložiek. Od výrobkovej štruktúry nových kapacít v automobilovom priemysle, ako aj od miery dovozných náročností, pridanej hodnoty a vývozných cien však bude závisieť vplyv nábehu nových výrob na reálny rast ekonomiky.

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol za prvých deväť mesiacov roku 2006 deficit vo výške 105,6 mld. Sk, keď medziročne vzrástol o viac ako 37,4 mld. Sk. Medziročné prehlbenie deficitu bolo v súlade s očakávaniami NBS, pričom bolo zapríčinené najmä rastom deficitu obchodnej bilancie. Prírastok vývozu vyplývajúci z narastajúcich výrobných a vývozných schopností ekonomiky bol v treťom štvrtroku 2006 prevýšený neštandardnými dovozmi, ktoré súviseli s nábehom nových výrob a ich kapacitným rozširovaním. Dôsledkom toho deficit obchodnej bilancie v treťom štvrtroku mierne prevýšil očakávaná z P4Q-2006. Zrýchľovanie medziročnej dynamiky vývozu a dovozu sa prejavilo aj vo vyšších (v porovnaní s predchádzajúcou predikciou) hodnotách vývozu a dovozu, pričom vyššia ako očakávaná dynamika vývozu v treťom štvrtroku 2006 potvrdzuje predpoklad o rastúcej exportnej výkonnosti. Vo štvrtom štvrtroku 2006 sa očakáva medzikvartálny pokles deficitu obchodnej bilancie, čo súvisí s predpokladom postupnej transformácie zásob do vývozu. Celkovo by mal byť v roku 2006 prírastok vývozu vyplývajúci z narastajúcich výrobných a vývozných schopností ekonomiky prevýšený výraznými dovozmi v treťom štvrtroku 2006. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou by tak malo dôjsť k prehlbeniu salda obchodnej bilancie o 1,1 mld. Sk.

Vývoj bilancie služieb v posledných mesiacoch roku 2006 bol prakticky vo všetkých položkách v súlade s predchádzajúcou predikciou, mierne znížený bol iba odhad výdavkov na služby súvisiace s dopravou, čo viedlo k vyššiemu predikovanému prebytku celkovej bilancie služieb. Na základe najnovších údajov došlo k zníženiu prebytku bilancie transferov, najmä vplyvom zhoršeného vývoja bilancie súkromných transferov. Zmeny odhadov jednotlivých položiek bežného účtu viedli k zvýšeniu jeho deficitu o takmer 6 mld. Sk v roku 2006, pričom by sa mal zvýšiť aj jeho podiel na HDP o 0,3 p. b..

Rast nominálnej i reálnej mzdy bol v 3. štvrtroku 2006 pomalší než boli očakávania NBS v októbrovej predikcii, čo bolo ovplyvnené predovšetkým nižším rastom miezd vo verejnej správe, obrane a sociálnom zabezpečení, obchode a tiež aj v priemysle. Dynamický rast miezd by mal pokračovať aj v 4. štvrtroku 2006, čo naznačujú aj predbežné údaje o vývoji miezd vo vybraných odvetviach v októbri a novembri a ich dynamika by mala byť v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom mierne vyššia. V roku 2006 by mala nominálna mzda dosiahnuť rovnakú dynamiku rastu ako boli očakávania v P4Q-2006.

Rast reálnej mzdy v 4. štvrtroku 2006 by sa mal oproti predchádzajúcemu štvrtroku zrýchliť tak vplyvom rýchlejšieho rastu nominálnych miezd, ako aj nižšej priemernej miery inflácie. Dynamika rastu priemernej reálnej mzdy by mala byť v roku 2006 oproti P4Q-2006 rovnaká.

Zamestnanosť podľa štatistického výkazníctva pokračovala v dynamickom medziročnom raste aj v 3. štvrtroku 2006 a jej vývoj bol v súlade s predikciou v P4Q-2006. Zamestnanosť podľa výberového zisťovania pracovných síl (VZPS) zaznamenala v 3. štvrtroku 2006 medziročné zvýšenie pri miernom spomalení dynamiky rastu a jej rast iba mierne prevýšil predpoklady NBS z novembrovej predikcie. Vyšší rast zamestnanosti oproti predpokladom P4Q-2006 (podľa VZPS) bol ovplyvnený mierne rýchlejším rastom zamestnanosti v domácej časti ekonomiky, kým zamestnanosť v zahraničí sa vyvíjala v súlade s predpokladmi NBS. Vývoj zamestnanosti v prvých troch štvrtrokoch 2006, ako aj predbežné výsledky o vývoji zamestnanosti vo vybraných odvetviach v októbri a novembri 2006 naznačujú, že dynamický rast zamestnanosti by mal pokračovať aj v poslednom štvrtroku 2006. Za celý rok 2006 by mala zamestnanosť (podľa VZPS) dosiahnuť mierne vyšší rast v porovnaní s P4Q-2006.

V štvrtom štvrtroku 2006 došlo k spomaleniu medziročného tempa rastu spotrebiteľských cien, meraných harmonizovaným indexom (HICP). Aj napriek tomu prekročila inflácia stanovený cieľ NBS, čo bolo ovplyvnené vývojom nákladových položiek spotrebiteľského koša, a to vývojom regulovaných cien energií.

Na vývoj inflácie v poslednom štvrtroku 2006 malo vplyv zmiernenie medziročnej dynamiky cien služieb, ako aj cien tovarov. V rámci cien tovarov sa na medziročnej báze, oproti predchádzajúcemu štvrtroku, spomalilo predovšetkým tempo rastu cien energií v dôsledku bázičného efektu výraznejšieho zvyšovania cien energií v rovnakom období minulého roka, ale aj v dôsledku výrazného medziročného poklesu cien pohonných hmôt. Ceny priemyselných tovarov si zachovali rovnakú dynamiku ako v predchádzajúcom štvrtroku. Zrýchlenie medziročného rastu cien zaznamenali potraviny, kde sa prejavilo zrýchľovanie dynamiky cien spracovaných (chlieb a pekárenské výrobky, cigarety), ako aj nespracovaných potravín (zelenina vrátane zemiakov). V rámci cien služieb došlo k spomaleniu ich medziročného tempa rastu vplyvom vývoja cien služieb v doprave, rekreačných a osobných službách a vývoja cien telekomunikačných služieb.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P4Q-2006 bola úroveň inflácie v štvrtom štvrtroku 2006 nižšia. Dôvodom je pomalší ako očakávaný vývoj cien všetkých skupín služieb, pričom najväčší rozdiel v porovnaní s očakávaniami bol zaznamenaný v rekreačných a osobných službách a v službách spojených s dopravou. Podobne ceny tovarov zaznamenali mierne pomalšiu dynamiku, kde rýchlejšie ako očakávané tempo rastu cien tovarov bez energií bolo kompenzované pomalším ako očakávaným medziročným rastom cien energií (v dôsledku výraznejšieho medziročného poklesu cien pohonných hmôt a pomalšej dynamiky cien ostatných energií, predovšetkým cien tepla) a potravín. V dôsledku takéhoto vývoja v poslednom štvrtroku bol rozdiel skutočnej hodnoty inflácie a cieľa menší, ako to predpokladala októbrová predikcia P4Q-2006.

## **Strednodobá predikcia**

### **Vstupné exogénne ukazovatele**

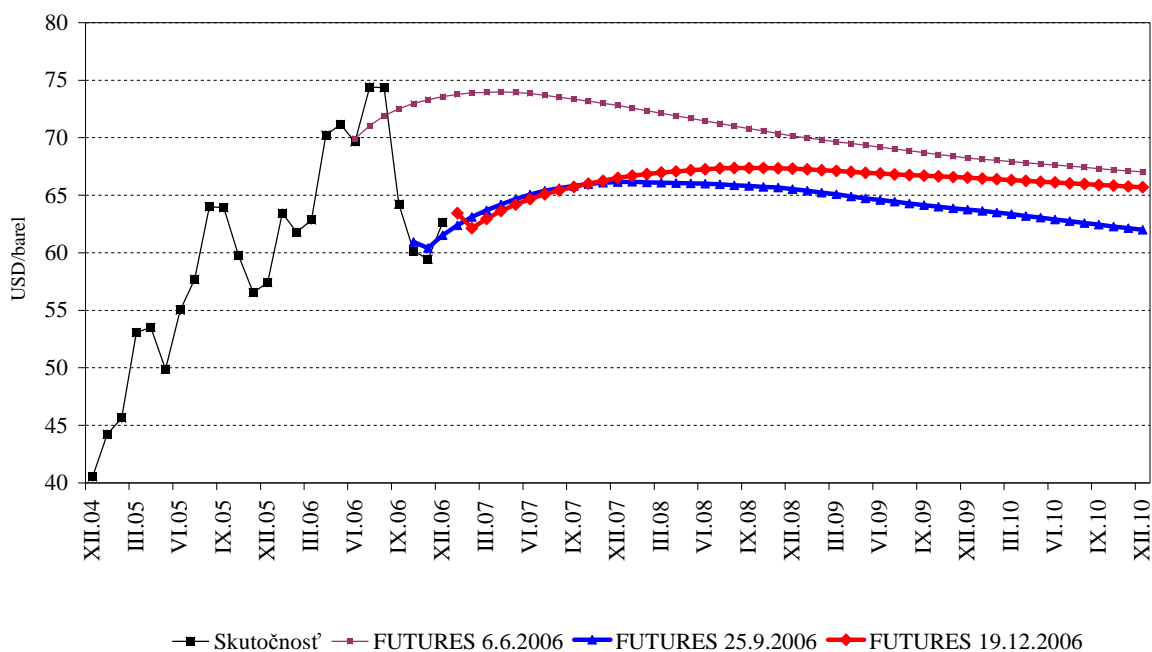
Predikcia za oblasť exogénnych ukazovateľov vychádzala z decembrovej publikácie Consensus Forecasts (CF)<sup>2</sup>. Očakávaný vývoj cien ropy je založený na cenách futures z 19. decembra 2006.

V porovnaní s predpokladmi vývoja externého prostredia z P4Q-2006 zostáva zachovaný predpoklad približne rovnakej dynamiky rastu cien ropy v roku 2007. Avšak v roku 2008 sa na rozdiel od predchádzajúcej predikcie, kde sa predpokladal postupný pokles cien ropy, očakáva ich mierny rast až na úroveň 67 USD/barel. V celom horizonte prognózy sa očakáva mierne apreciačný trend USD voči EUR. Aj keď v roku 2007 je jeho úroveň v porovnaní s P4Q-2006 slabšia, v roku 2008 by malo dôjsť k posunu na silnejšie úrovne.

---

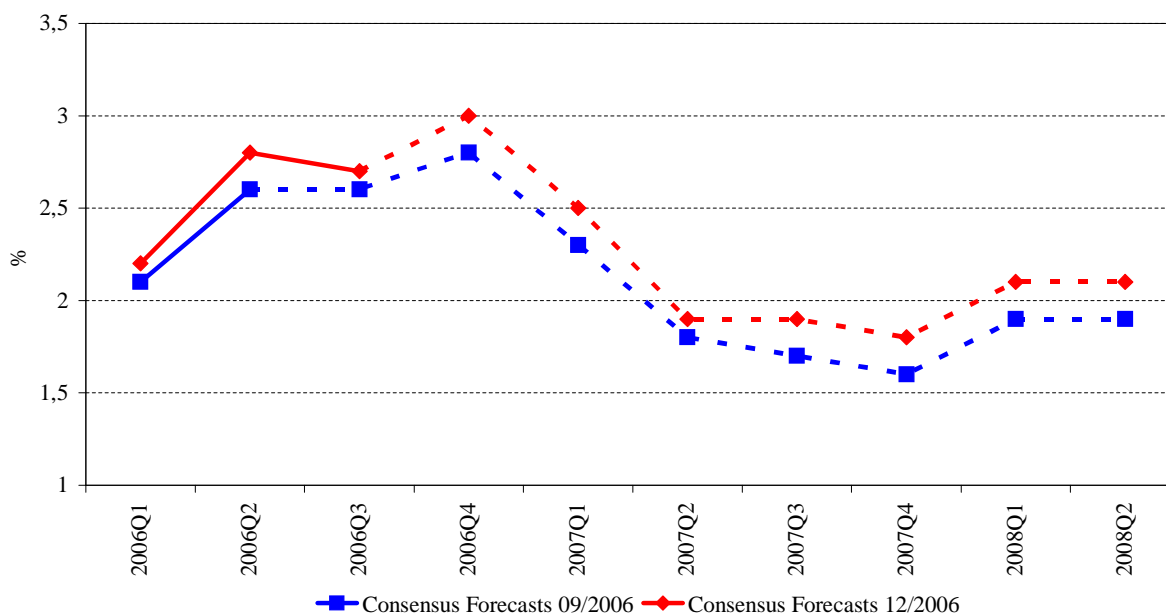
<sup>2</sup> Prieskum predikcií ekonomických a finančných medzinárodných inštitúcií, z ktorých je vypočítavaná priemerná hodnota. Týmto spôsobom sa zabezpečuje čo najobjektívnejšie odhadnutie vývoja potrebných ukazovateľov za zahraničný sektor. Vzhľadom na priebeh a harmonogram predikcií v NBS boli hodnoty vstupných premenných čerpané z Consensus Forecasts z decembra 2006 a na týchto úrovniach zafixované počas celého prognostického procesu. Všetky nové informácie budú zohľadnené v ďalších strednodobých predikciách.

### Očakávaná cena ropy



V porovnaní s predikciou P4Q-2006 sa očakáva mierne vyššia úroveň rastu HDP eurozóny približne o 0,1-0,2 p.b. na celom horizonte prognózy, avšak zostáva zachovaný predpoklad spomalenia rastu v roku 2007 s následným miernym oživením v roku 2008. Ekonomia eurozóny však naďalej zostáva pod svojim potenciálom.

### Prognóza rastu HDP eurozóny podľa Consensus Forecasts



Očakávaný vývoj inflácie eurozóny by sa mal v priebehu celého horizontu pohybovať v blízkosti cieľa ECB, avšak v priebehu roku 2007 mierne pod úrovňou 2%. Oproti P4Q-2006 to predstavuje pokles inflácie do konca roku približne o 0,2 p.b. Aj v roku 2008 CF očakáva

nízku úroveň inflácie. V porovnaní s P4Q-2006 dochádza k zvýšeniu očakávanej úrokovej sadzby EURIBOR v roku 2007 o 0,2 p.b. nad 3,8%.

	2006	2007	2008
<b>Inflácia eurozóna rast v %</b>			
CF 09/06 (priemer roka)	2,3	2,2	
CF 12/06 (priemer roka)	2,2	2,1	1,9 (2Q)
<b>HDP eurozóna rast v %</b>			
CF 09/06	2,5	1,8	
CF 12/06	2,7	2,0	2,1 (2Q)
<b>Ceny ropy v USD/barel, resp. EUR/barel</b> (priemer za rok)			
25.september 2006	66,7/53,0	64,5/49,4	
19.december 2006	66,2/52,9	64,7/49,1	67,2/51,7
<b>Výmenný kurz USD/EUR</b> (koniec príslušného štvrťroka)			
CF 09/06	1,287 (3Q)	1,302 (2Q)	
CF 12/06		1,323 (1Q)   1,308 (4Q)	1,291 (4Q)

Výraznejšie oživenie ekonomického rastu eurozóny v roku 2006 aj 2007 v porovnaní s minulosťou by malo zvýrazniť stimulujúci efekt zo strany zahraničného dopytu na ekonomiku SR. Tlmiaco by mali na cenový vývoj v SR pôsobiť inflácia v eurozóne i slabší dolár. V roku 2008 by však mala začať prorastovo pôsobiť očakávaná vyššia cena ropy a silnejší dolár.

### **Predikcia na roky 2007 a 2008**

Aktuálna strednodobá predikcia očakáva koncoročnú infláciu v roku 2007 na úrovni 1,5% (priemerná 1,6%) a v roku 2008 jej mierne zrýchlenie na úroveň 2,0% (priemerná 2,0%). V porovnaní s predikciou P4Q-2006 sú hodnoty koncoročnej aktuálnej strednodobej predikcie inflácie v roku 2007 nižšie a v roku 2008 rovnaké. Významnejší posun odhadu inflácie k nižším úrovňam v roku 2007 oproti predchádzajúcej predikcii bol spôsobený poklesom regulovaných cien, ale aj vplyvom pomalšej ako očakávanej dynamiky cien služieb v poslednom štvrťroku 2006 a vplyvom predpokladaných menších nákladových impulzov v dôsledku zníženia regulovaných cien energií (nižšie sekundárne efekty z cien energií do cien služieb). Rovnako na spomalenie inflácie v roku 2007 by mal mať dopad predpoklad o výraznejšom medziročnom poklese cien pohonných hmôt.

V rámci základnej štruktúry inflácie by na inflačný vývoj v roku 2008 malo vplývať predovšetkým výrazné spomalenie dynamiky cien tovarov a očakávané mierne zníženie medziročného tempa rastu cien služieb. V roku 2008 oproti roku 2007 by malo dôjsť k miernemu zrýchleniu dynamiky cien tovarov, ako aj cien služieb.

V cenách tovarov by mali ceny priemyselných tovarov, vplyvom vývoja tak priemyselných tovarov bez energií, ako aj cien energií (pohonných hmôt a ostatných energií), zaznamenať v priebehu roku 2007 spomaľovanie medziročného rastu. Od druhého štvrťroka 2007 by mali ceny priemyselných tovarov zaznamenať medziročný pokles a následne v ďalšom období sa predpokladá postupne mierne zrýchľovanie medziročného poklesu cien. Od roku 2008 by ceny priemyselných tovarov mali opätovne zaznamenať zrýchľovanie medziročného rastu. Na medziročný pokles cien priemyselných tovarov bez energií a zrýchľovanie tohto poklesu



v priebehu roku 2007 by malo pôsobiť, okrem nízkoinflačného prostredia, nízkej dovezenej inflácie a nízkych inflačných očakávaní, aj zníženie DPH na lieky a zdravotné pomôcky od 1. januára 2007 z 19% na 10% (so záporným príspevkom k celkovej inflácii približne -0,1 p.b. a približne -0,3 p.b. k dynamike cien priemyselných tovarov). V roku 2008 by malo naopak dochádzať k miernemu spomaľovaniu medziročného tempa poklesu ich cien vplyvom bazického efektu.

Ceny energií by mali v roku 2007 spomaľovať svoju medziročnú dynamiku. V januári by malo dôjsť k poklesu cien plynu, vodného a stočného, stagnovať by mali ceny elektrickej energie (čo je výrazný rozdiel oproti predchádzajúcej predikcii). V roku 2008 sa predpokladá rovnaká dynamika regulovaných cien energií ako v P4Q-2006. Celkovo regulované ceny (energie a ostatné regulované ceny) by sa podľa predpokladov NBS mali v priemere za rok 2007 zvýšiť o 2,4% (v P4Q-2006 bol predpoklad 5,2%) a o 2,0% v roku 2008 (v P4Q-2006 2,1%). Ich príspevok k celkovej inflácii by mal predstavovať v roku 2007 približne 0,7 p.b. a v roku 2008 približne 0,6 p.b.. Ku koncu roka 2007 by regulované ceny mali vzrásť o 1% s príspevkom k celkovej medziročnej inflácii približne 0,3 p.b. a ku koncu roka 2008 by ich medziročný rast dosiahol 1,8% s príspevkom k celkovej inflácii približne 0,5 p.b..

Rovnako na spomalenie inflácie v roku 2007 bude mať dopad predpoklad o výraznejšom medziročnom poklese cien pohonných hmôt vplyvom aktuálneho vývoja cien ropy na svetových trhoch ako aj futures na ropu Brent na nasledujúce obdobie. V roku 2008 by ceny pohonných hmôt mali opäť zaznamenať mierny medziročný rast.

V rámci cien tovarov by mali ceny potravín zaznamenať začiatkom roku 2007 vrchol medziročného zrýchľovania (rast cien chleba a pekárenských výrobkov a cien zeleniny vrátane cien zemiakov) spojených so slabšou úrodou v roku 2006 a následne s vývojom cien poľnohospodárskych komodít na domácom, ako aj na zahraničných trhoch. Od druhého štvrtroka 2007, vplyvom bazického efektu vysokých nárastov ich cien ako aj efektu zvyšovania spotrebných daní v roku 2006, by sa medziročná dynamika cien potravín mala spomaľovať. V priebehu roka 2008 by sa po doznení dôsledkov slabej úrody z roku 2006 mala dynamika cien potravín spomaľovať a v druhej polovici roka 2008 vplyvom zvýšenia spotrebných daní na cigarety by sa opäť mala zrýchliť (po zohľadnení efektu predzásobenia). Vzhľadom na aktuálny vývoj a na očakávania o raste cien potravín v nasledujúcom období by mala byť úroveň predpokladanej trajektórie dynamiky cien potravín v porovnaní s P4Q-2006 až do druhého štvrtroka 2008 pomalšia.

V cenách služieb by malo vplyvom absencie nákladových impulzov z priaznivejšieho vývoja cien energií dôjsť ku spomaleniu medziročnej dynamiky. Vzhľadom na uvedenú absenciu nákladových impulzov by mala byť dynamika služieb v porovnaní s predchádzajúcou predikciou P4Q-2006 nižšia.

V roku 2008, v súlade s rozpočtom verejnej správy, sa predpokladá zvyšovanie spotrebných daní na cigarety s predpokladaným príspevkom k celkovej inflácii 0,3 percentuálneho bodu. Tento inflačný impulz by nemal znamenať zvýšenie inflácie nad cieľovú úroveň v dôsledku opatrnej menovej politiky a nízka inflácia v roku 2007 by mala priaznivo pôsobiť na cenový vývoj v roku 2008 prostredníctvom nižších inflačných očakávaní, čím by malo dôjsť k spomaleniu dynamiky ostatných zložiek základnej štruktúry inflácie.



Porovnanie predikcií HICP (medziročná zmena v %, priemer za obdobie)

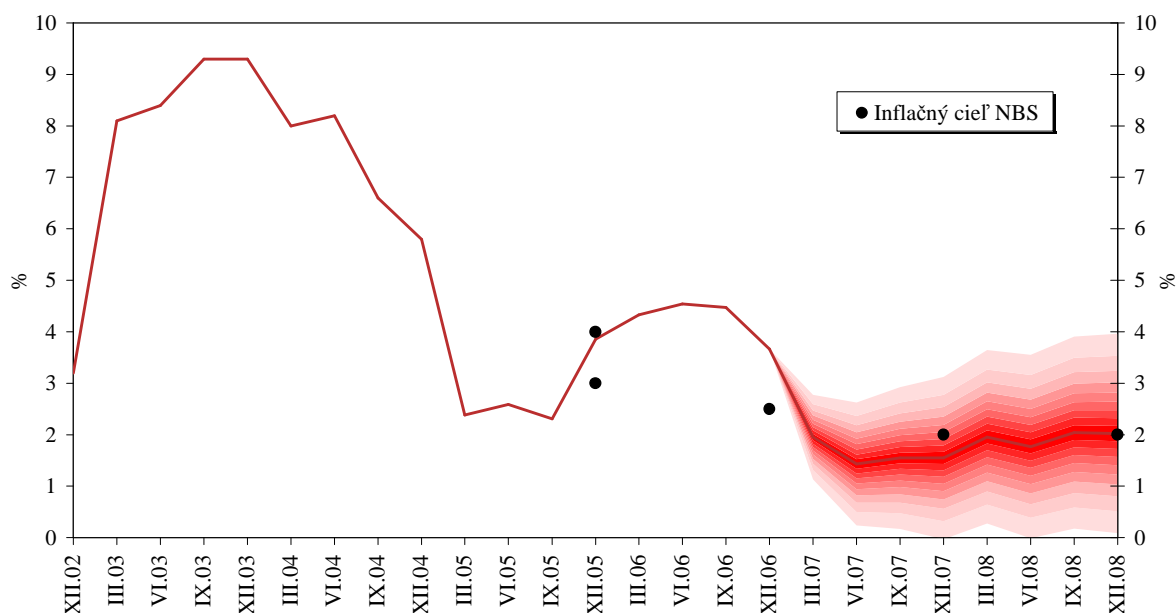
		2006	2007	2008
ÚHRN (HICP)	P3Q-2006	4,4	2,9	2,0
	P4Q-2006	4,4	2,8	2,1
	P1Q-2007	4,3	1,6	2,0

Porovnanie predikcií HICP (medziročná zmena v %, koniec roka)

		2006	2007	2008
ÚHRN (HICP)	P3Q-2006	3,9	2,8	2,0
	P4Q-2006	4,1	2,6	2,0
	P1Q-2007	3,7	1,5	2,0

Strednodobá predikcia inflácie je spojená aj s rizikami. Medzi najvýraznejšie riziká patrí vývoj cien ropy a z toho vyplývajúce dopady na ceny pohonných hmôt a na regulované ceny energií, čo môže posunúť trajektóriu inflácie na inú úroveň v porovnaní s aktuálnou predikciou (koncom roka 2007 alebo začiatkom roka 2008). Pretrvávajú riziká aj v cenách potravín, kde sa môže prejaviť vplyv počasia, ako aj vývoj cien poľnohospodárskych komodít na európskom trhu. Ďalším faktorom, ktorý môže posunúť predikciu inflácie, je vývoj cien služieb, kde by sa mohli prejaviť sekundárne efekty zvyšovania regulovaných cien energií v inej ako predpokladanej miere, predovšetkým v cenách služieb spojených s bývaním. V cenách služieb by sa aj väčšou ako očakávanou mierou mohol prejaviť vplyv rastúcej zamestnanosti, rast nominálnej a reálnej mzdy a konečnej spotreby domácností.

### Predikcia inflácie HICP

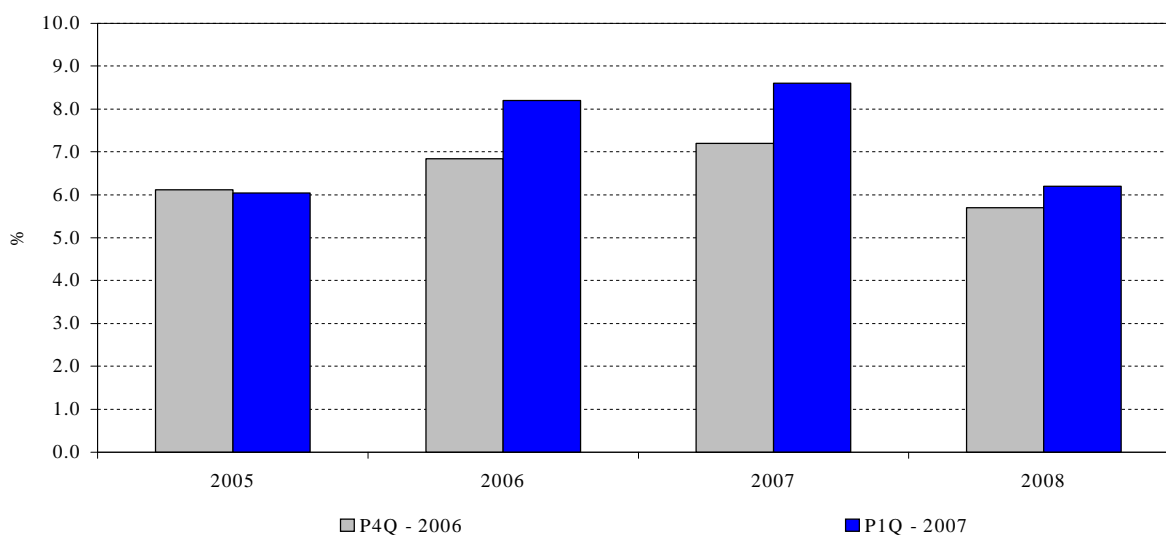


V rámci strednodobej prognózy reálneho rastu HDP v porovnaní s P4Q-2006 dochádza k zrýchleniu vývojových tendencií jeho jednotlivých komponentov (predovšetkým exportnej výkonnosti), ako aj k úprave celkovej dynamiky. Tento posun súvisí s očakávanými postupne sa rozširujúcimi výrobnými kapacitami (čomu nasvedčuje aj to, že ostatnou revíziou HDP za rok 2005 bolo potvrdené zrýchlenie investičnej aktivity v ekonomike v roku 2005), ktorých prorastové efekty by sa mali prejavovať vo vyššej produkcii, exportnej výkonnosti, ako aj vo vyššej tvorbe pridanej hodnoty v strednodobom horizonte. Na základe údajov o vývoji HDP

v 3. štvrtroku 2006 je možné predpokladať zvýšenie exportnej výkonnosti ekonomiky predovšetkým v odvetviach automobilového a elektrotechnického priemyslu, čo by malo predstavovať v porovnaní s odhadmi v P4Q-2006 dodatočný príspevok k rastu HDP v priemere 1 percentuálny bod. Novonabiehajúce výroby automobilov z hľadiska rozsahu miery pridanej hodnoty, z hľadiska výšky dovoznej náročnosti a veľkosti postupne sa rozvíjajúcej siete subdodávateľov sú rizikom prognózy. Za predpokladu výroby modelov s vyššou cenou, ako aj pridanou hodnotou je možné, že skutočne dosiahnuté dynamiky rastu ekonomiky budú vyššie ako odhady prognózy P1Q-2007, ktoré sú založené na nezmenených predpokladoch štruktúry výroby v nových závodoch automobilového priemyslu v porovnaní s doterajšími očakávaniami.

Vo vývoji domáceho dopytu je možné očakávať prorastové pôsobenie všetkých jeho hlavných komponentov. Vo vývoji konečnej spotreby domácností by sa mal premietnuť pomerne dynamický rast zamestnanosti (v domácej ekonomike i v zahraničí) a mzdový vývoj. Mierne zrýchlenie súkromnej spotreby v porovnaní s predchádzajúcou predikciou by malo súvisieť s narastajúcim trendom hrubých zmiešaných dôchodkov (ziskov a príjmov z podnikania). Vývoj konečnej spotreby verejnej správy v najbližšom období bude súvisieť s naplňaním rozpočtových zámerov verejnej správy, s celkovým vývojom ekonomiky, ako aj s čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov. Vo vývoji tvorby hrubého fixného kapitálu je možné očakávať naďalej rastový trend, k čomu by mal prispievať vývoj ziskovosti podnikov, stabilné podnikateľské prostredie, ako aj zrýchľovanie produkčnej aktivity v priemyselných odvetviach. V roku 2006 je síce predpoklad mierneho zníženia celkovej dynamiky fixných investícií v porovnaní s P4Q-2006 (bázický efekt roku 2005, ako aj zaradovanie už dokončených investičných celkov do účtovníctva firiem). Napriek týmto faktorom očakávaná dynamika rastu investícií nezaostáva za celkovou dynamikou rastu ekonomiky. V jednotlivých štvrtrokoch rokov 2007-2008 sa očakáva ďalšie rozširovanie produkčných kapacít ekonomiky, z čoho vyplýva, že napriek prognózovaným vyšším dynamikám reálneho rastu HDP (v porovnaní s P4Q-2006) by takýto rast ekonomiky nemal pôsobiť proinflačne.

**Predikcia rastu HDP**



V predikcii P1Q-2007 v porovnaní s októbrovou predikciou neočakáva NBS v celom prognózovanom horizonte zmenu v dynamike nominálnych miezd. Vo svojich predpokladoch NBS vychádzala z vývoja miezd za 1. – 3. štvrtrok 2006, ktorý sa výrazne neodlišoval od predchádzajúcej predikcie. Zároveň NBS predpokladala, že rýchlejší rast produktivity práce a zamestnanosti by sa nemal v krátkodobom horizonte premietnuť priamo do rastu nominálnej

mzdy a vyššie vytvorené zisky by sa mohli prerozdeliť na výplatu dividend a reinvestovaný zisk. V roku 2008 by dynamickejšia rast ekonomiky mohol vytvárať tlaky na zvyšovanie úrovne miezd, ale na druhej strane by na jej rast malo tlmiaco pôsobiť nižšie inflačné prostredie z roku 2007 oproti predchádzajúcej predikcii. Za najväčšie riziko strednodobej prognózy v roku 2007-2008 považujeme vývoj nominálnej mzdy vo verejnom sektore z dôvodu rozsahu a časového rozloženia avizovaných zmien zo strany vlády.

Rast reálnych miezd by mal byť v roku 2007 rýchlejší vplyvom nižšej očakávanej inflácie oproti predchádzajúcej predikcii. V roku 2008 by sa mal rast reálnej mzdy pohybovať na úrovni očakávanej v P4Q-2006.

Rast reálnej produktivity práce by mal byť v rokoch 2007 rýchlejší v súvislosti s dynamickejším rastom HDP oproti predchádzajúcej predikcii. V roku 2008 by reálna produktivita práce mala rásť rovnakou dynamikou ako v P4Q-2006.

V rokoch 2007 a 2008 by mal byť vývoj zamestnanosti ovplyvňovaný predovšetkým priaznivým ekonomickým prostredím, prejavujúcim sa tak v celkovom dynamickom ekonomickom raste, ako vo zvyšujúcej sa výkonnosti produkčných odvetví a odvetví trhových služieb. Tieto faktory, prorastovo pôsobiace na dopyt po pracovnej sile v domácej časti ekonomiky, by mali byť čiastočne tlmené predpokladaným znižovaním zamestnanosti v rozpočtových a príspevkových organizáciách, ktorého začiatok podľa najnovších informácií možno očakávať až na prelome rokov 2007 a 2008, s dopadmi na celkovú zamestnanosť najmä v roku 2008.

Z vývoja zamestnanosti v jednotlivých odvetviach v posledných mesiacoch roku 2006 možno tiež usudzovať, že riziko zvýšenia minimálnej mzdy od októbra 2006, ktoré bolo definované v P4Q-2006 a ktoré malo mať obmedzujúci vplyv na tvorbu nových pracovných miest v súvislosti s predpokladanými vyššími nákladmi na pracovnú silu, sa pravdepodobne nenaplní v takej miere, s akou NBS počítala vo svojej poslednej prognóze.

Vzhľadom na tieto predpoklady predikcia P1Q-2007 očakáva v rokoch 2007 a 2008 mierne rýchlejší rast zamestnanosti (podľa štatistického výkazníctva i podľa VZPS) v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, pričom predpoklad postupného spomaľovania rastu zamestnanosti ostáva zachovaný.

Miera nezamestnanosti (podľa VZPS) by mala dosahovať, rovnako ako v predchádzajúcej predikcii, pozvoľne klesajúcu tendenciu, avšak jej hodnoty by mali vzhľadom na predpokladaný vývoj zamestnanosti dosahovať mierne nižšie hodnoty ako v P4Q-2006.

Vývoj bežného účtu platobnej bilancie v roku 2006, ako aj nové predpoklady o vývoji externých faktorov ovplyvňujúcich vývoj bežného účtu boli východiskom pre zmeny predikcie položiek bežného účtu platobnej bilancie v ďalších rokoch.

Prognóza vývoja zahraničného obchodu na roky 2007 a 2008 zohľadňuje doterajší vývoj obchodnej bilancie v roku 2006. Na strane vývozu dochádzalo k zrýchľovaniu medziročného tempa rastu vývozu najmä v elektrotechnickom priemysle, pričom takýto vývoj by mal pokračovať aj v ďalších mesiacoch. Vzhľadom na vysoké dovozy do zásob v treťom štvrtroku 2006, ktoré by sa v budúcnosti mali prejavovať dodatočným rastom exportnej výkonnosti, očakávame dodatočné zlepšenie vývozných schopností ekonomiky aj začiatkom roku 2007.

Najvýraznejší nárast vývozu by mal byť sústredený najmä v skupinách strojov a polotovarov. Vyšší vývoz by sa mal prejavovať vo vyššom očakávanom dovoze tak polotovarov, ako aj strojov. Mierny nárast dovozu, vyplývajúci z dynamického rastu zamestnanosti, ako aj rastového potenciálu ekonomiky, sa tiež predpokladá pri tovaroch určených na konečnú spotrebu. V bilancii surovín boli v rokoch 2007 a 2008, okrem najnovších cien ropy, do predikcie zahrnuté aj očakávania týkajúce sa odstavenia blokov atómovej elektrárne V1 v Jaslovských Bohuniciach. Nižšia produkcia elektrickej energie by sa mala prejavovať buď nižším vývozom alebo vyšším dovozom (prípadne kombináciou uvedených spôsobov), pričom deficit obchodnej bilancie by sa mal z tohto dôvodu prehĺbiť približne o 3,5 mld. Sk v porovnaní s predchádzajúcou októbrovou predikciou.

V rokoch 2007 a 2008 je nárast vývozu (vyplývajúci z rastu exportných schopností ekonomiky v porovnaní s P4Q-2006) iba čiastočne kompenzovaný prírastkom dovozu vyplývajúcim z dovoznej náročnosti ekonomiky, z vyššieho dovozu tovarov určených na konečnú spotrebu a z vyššieho dovozu surovín. Rizikom prognózy zostávajú ceny automobilov, ktoré budú vyvážať novoetablované automobilky. Celkovo dochádza v predikcii obchodnej bilancie v rokoch 2007 a 2008 k zlepšeniu salda o 6,5 mld. Sk, resp. o 10,6 mld. Sk.

Vzhľadom na aktuálny vývoj v roku 2006 bol v rokoch 2007 a 2008 znížený iba odhad výdavkov na služby súvisiace s dopravou, čo viedlo k mierne vyššiemu prebytku celkovej bilancie služieb.

Prognóza celkového deficitu bilancie výnosov bola v porovnaní s predchádzajúcou predikciou zmenená najmä vplyvom vyššej odhadovanej ziskovosti ekonomiky, čo sa prejavilo vyšším odhadom reinvestovaného zisku a vyplácaných dividend zahraničným investorom. Celkové zhoršenie deficitu bilancie výnosov predstavuje 2 mld. Sk v roku 2007 a 3 mld. Sk v roku 2008.

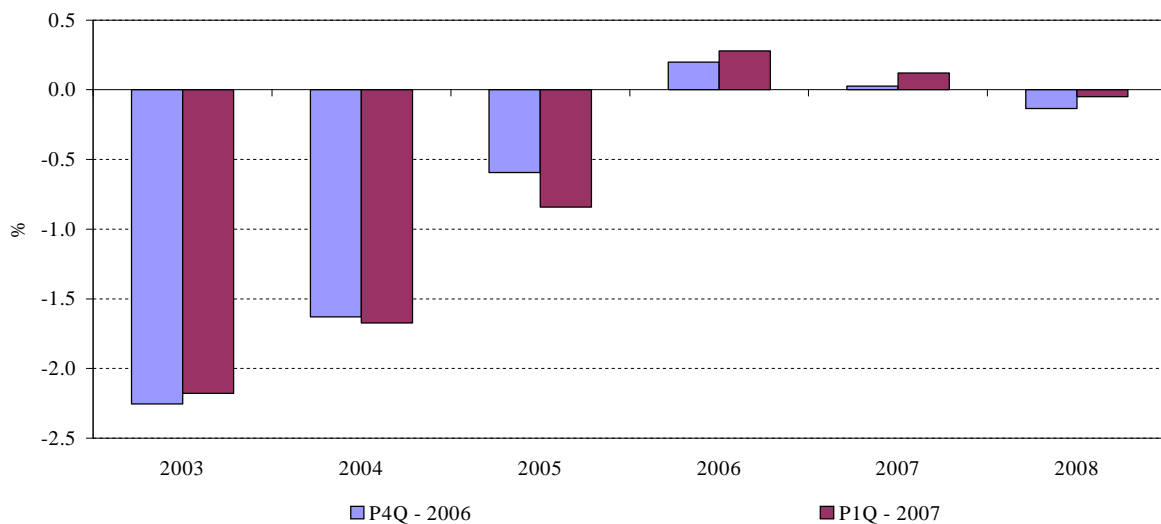
V rokoch 2007 a 2008 zostali zachované údaje z predchádzajúcej predikcie, keďže sa v budúcnosti očakáva zlepšovanie bilancie bežných transferov najmä vplyvom rastúceho čerpania prostriedkov z EÚ. Výška čerpania prostriedkov z EÚ je zároveň rizikom pre vývoj bilancie transferov, keďže pri pevných realizovaných platbách do rozpočtu EÚ môžu ovplyvniť dosiahnuté saldo bežných transferov.

V rokoch 2007 a 2008 sa saldo bežného účtu zlepšilo, čo bolo zapríčinené výraznejším zlepšením odhadu obchodnej bilancie a bilancie služieb, ktoré prevýšilo rast deficitu bilancie výnosov. Deficit bežného účtu platobnej bilancie by mal v súlade s predchádzajúcou predikciou v priebehu rokov 2007 – 2008 klesať, pričom jeho podiel na HDP bude v rokoch 2007 a 2008 nižší o 0,5 p. b. v porovnaní s predchádzajúcou prognózou. Stupeň otvorenosti ekonomiky sa v oboch rokoch zvýšil o 6,2 p. b. na približne 174%.

Nastavenie menovej politiky v rokoch 2007 a 2008 je determinované pretrvávajúcimi vývojovými tendenciami v ekonomike. Napriek vyššiemu zahraničnému dopytu sa predpokladá, že cyklická zložka ekonomiky by už nemala rásť. Naopak, prostredníctvom menovej politiky by malo postupne dochádzať k uzatváraniu produkčnej medzery. V roku 2007 by ešte mala ekonomika produkovať mierne nad svoj potenciál. Z pohľadu reálnej ekonomiky tak v nasledujúcom období naďalej pretrváva nevyhnutnosť zachovania opatrnej menovej politiky s cieľom eliminovať potenciálne riziko prehrievania ekonomiky.

Na druhej strane, posun inflácie k nižším úrovniam v roku 2007 znižuje potrebu výraznejšie spomaľovať dopytovú stranu ekonomiky. Pokles regulovaných cien a nízka importovaná inflácia by mali krátkodobo znížiť infláciu v roku 2007 pod stanovený cieľ. Nízka inflácia v roku 2007 by mala priaznivo pôsobiť na cenový vývoj aj v roku 2008 prostredníctvom nižších inflačných očakávaní. Ich tlmiaci efekt by však mal byť kompenzovaný dodatočným príspevkom zo strany nepriamych daní. Pri predpokladanom stabilizovanom vývoji autonómnych faktorov, predovšetkým nízkej zahraničnej inflácie, spolu s nastavením menovej politiky by mala miera inflácie v roku 2008 dosiahnuť hodnoty na úrovni inflačného cieľa.

**Predikcia produkčnej medzery**



# Tabuľková príloha

## Strednodobá predikcia (P1Q-2007) základných makroekonomických ukazovateľov

Ukazovateľ	2005	2006*	2007	2008	2006	2007	2008
	Skutočnosť	Prognóza		Rozdiel oproti minulej prognóze			
<b>Ceny (medziročná dynamika)</b>							
Inflácia meraná HICP (koniec roka)	3.9	3.7	1.5	2.0	-0.4	-1.1	0.0
Inflácia meraná HICP (priemer)	2.8	4.3	1.6	2.0	-0.1	-1.2	-0.1
HICP bez energií a nespracovaných potravín (koniec roka)	1.2	2.5	1.9	2.4	-0.3	-0.7	0.0
HICP bez energií a nespracovaných potravín (priemer)	1.7	2.1	1.7	2.3	0.0	-0.8	-0.1
Inflácia meraná CPI (koniec roka)	3.7	4.2	1.8	2.1	0.1	-0.7	0.2
Inflácia meraná CPI (priemer)	2.7	4.5	2.0	2.0	0.0	-0.7	0.0
Jadrová inflácia (koniec roka)	1.7	2.8	2.3	1.9	0.2	0.1	-0.1
Jadrová inflácia (priemer)	1.1	2.5	1.9	1.9	0.0	0.1	-0.1
Ceny priemyselných výrobcov (priemer)	4.7	8.4	1.5	1.6	-0.5	-1.8	0.0
<b>HDP (medziročná dynamika, ak nie je uvedené inak)</b>							
HDP nominálny (mld. Sk)	1 472.1	1 642.5	1 811.0	1 954.3	17.5	23.8	32.2
HDP nominálny	8.6	11.7	10.3	7.9	1.3	0.3	0.4
HDP reálny	6.1	8.2	8.6	6.2	1.4	1.4	0.5
Domáci dopyt	8.0	6.1	4.4	5.5	0.7	-0.1	-0.1
Konečná spotreba domácností	7.2	6.4	6.9	5.7	0.3	0.8	0.4
Konečná spotreba verejnej správy	0.5	4.5	2.9	2.0	0.0	0.0	0.0
Konečná spotreba nezisk. inštitúcií	-3.0	-1.6	2.9	2.0	-1.2	-2.1	-3.0
Tvorba hrubého fixného kapitálu	13.8	8.2	6.9	6.8	-2.7	1.0	0.0
Vývoz tovarov a služieb	13.5	22.0	16.6	10.0	5.3	1.9	0.7
Dovoz tovarov a služieb	15.5	18.8	12.4	9.4	4.3	0.6	0.2
<b>Trh práce</b>							
Priemerná mesačná mzda nominálna (medziročná dynamika)	9.2	8.0	7.2	6.3	0.0	0.0	0.0
Priemerná mesačná mzda reálna (medziročná dynamika)	6.3	3.4	5.1	4.2	0.0	0.7	0.0
Zamestnanosť podľa VZPS (medziročná dynamika)	2.1	3.9	3.0	2.3	0.2	0.5	0.6
Zamestnanosť podľa štat. výkazníctva (medziročná dynamika)	2.2	2.3	2.1	1.4	0.0	0.5	0.4
Miera nezamestnanosti podľa VZPS (%)	16.2	13.5	12.3	11.5	-0.2	-0.2	-0.4
Produktivita práce (HDP s.c./zamestnanosť) (medziročná dynamika)	3.8	5.8	6.4	4.7	1.4	0.9	0.0
<b>Platobná bilancia</b>							
Otvorenosť ekonomiky (% HDP)	158.0	174.7	174.3	174.0	5.5	6.2	6.2
Obchodná bilancia (mld. Sk)	-76.0	-79.5	-36.8	-35.0	-1.1	6.5	10.6
Obchodná bilancia (% HDP)	-5.2	-4.8	-2.0	-1.8	0.0	0.4	0.6
Bilancia služieb (mld. Sk)	9.9	17.6	18.1	18.8	1.7	2.0	2.0
Bilancia služieb (% HDP)	0.7	1.1	1.0	1.0	0.1	0.1	0.1
Bežný účet (mld. Sk)	-126.9	-115.2	-69.7	-63.6	-5.9	6.5	9.6
Bežný účet (% HDP)	-8.6	-7.0	-3.8	-3.3	-0.3	0.5	0.5
Bežný a kapitálový účet (mld. Sk)	-127.4	-114.7	-64.2	-58.4	-10.4	6.5	9.6
Bežný a kapitálový účet (% HDP)	-8.7	-7.0	-3.5	-3.0	-0.6	0.5	0.5

\*/ Údaje za infláciu (HICP, CPI) - skutočnosť