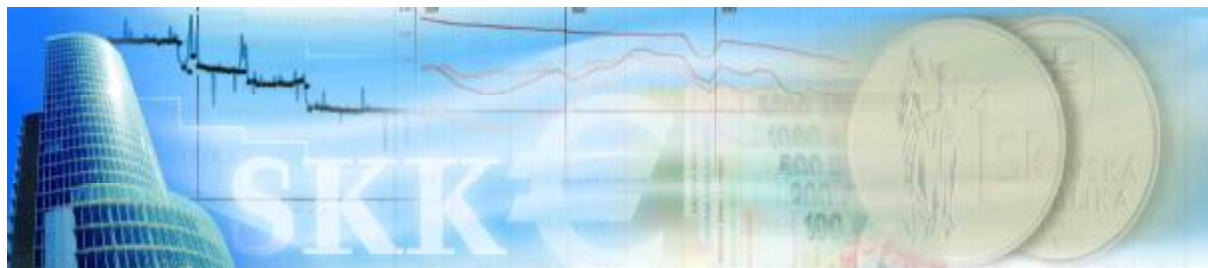




NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

STREDNODOBÁ PREDIKCIA (P2Q - 2008)

Apríl 2008



Rovnovážne premenné, vývoj potenciálu ekonomiky

Východiskovým predpokladom strednodobej predikcie je konvergujúca ekonomika, ktorú bližšie popisujú rovnovážne trendy hlavných makroekonomických ukazovateľov. Rovnovážne reálne úrokové sadzby, rovnovážny reálny kurz a neinflačne pôsobiaci rast ekonomiky (potenciálny produkt) predstavujú, rovnako ako doteraz, základný rámec strednodobej predikcie P2Q-2008, v rámci ktorej nedošlo k výraznejším zmenám dlhodobých trendov reálnych menových premenných.

Vysoký rast HDP za 4. štvrťrok 2007 spôsobil, že rast slovenskej ekonomiky v roku 2007 dosiahol dvojciferné hodnoty. Je možné predpokladať, že tento vývoj súvisel s výraznejším ako očakávaným impulzom nových výrobných kapacít na produkčnú stránku ekonomiky. Okrem toho bol rast v 4. štvrťroku 2007 ovplyvnený aj efektom predzásobenia sa cigaretami (box 1). Aktuálne dáta tak naznačili, že zvýšenie produkčných schopností, najmä v automobilovom a elektrotechnickom priemysle, ako aj spomínaný efekt predzásobenia predstavujú posun neinflačne pôsobiacej produkcie ekonomiky (potenciálu ekonomiky) na vyššie úrovne na celom horizonte prognózy.

Box 1: Vplyv predzásobenia cigaretami a tabakovými výrobkami na predikciu HDP

Rast HDP v 4. štvrťroku 2007 bol prorastovo ovplyvnený predzásobením cigaretami a tabakovými výrobkami z dôvodu zvyšovania spotrebnej dane na tieto výrobky od začiatku roka 2008. Keďže v roku 2009 by malo dôjsť k ďalšiemu zvýšeniu spotrebných daní, podobný efekt možno očakávať aj na konci roka 2008. Zakomponovanie takéhoto predpokladu, pri inak nezmenených podmienkach, zásadnejším spôsobom ovplyvňuje pohľad na predpokladaný rast HDP v rokoch 2007-2010.

Odhaduje sa, že predzásobenie v 4. štvrťroku 2007 môže pokrývať až tri štvrtiny ročnej spotreby cigariet. Znamená to, že v priebehu prvých troch štvrťrokov 2008 dôjde k zníženiu výberu daní (rovnomerne v každom štvrťroku). V poslednom štvrťroku 2008 sa však očakáva rovnaký efekt ako v roku 2007, t.j. dodatočné príjmy. Následne v prvých troch štvrťrokoch 2009 dôjde k opätovnému výpadku daňových príjmov v porovnaní s predpokladmi v predchádzajúcej predikcii, avšak bez dodatočného prílevu príjmov v poslednom štvrťroku 2009.

Na ročných objemoch HDP to oproti predpokladom januárovej strednodobej predikcie predstavuje zvýšenie v roku 2007, v roku 2008 neutrálny efekt (zníženie z prvých troch štvrťrokov by malo byť vykompenzované predzásobením v 4. štvrťroku), v roku 2009 pokles. Pre dynamiky rastu HDP to znamená zvýšenie o 0,5 p.b. v roku 2007 (oproti odhadu, resp. stavu bez vzniku predzásobenia), zníženie v rokoch 2008 a 2009 o 0,5 p.b., resp. 0,4 p.b. a v roku 2010 zvýšenie o 0,4 p.b. (bázický efekt nižšieho objemu HDP v roku 2009).

Uvedené zmeny v raste HDP predstavujú len mechanické prepočítanie efektu predzásobenia a nemajú vplyv na dopytovú stránku ekonomiky. Z tohto dôvodu sa tieto zmeny v aktuálnej strednodobej predikcii premietli do tzv. neinflačne pôsobiaceho rastu HDP (potenciálu ekonomiky) bez vplyvu na cyklickú pozíciu ekonomiky.

Východisková pozícia ekonomiky¹

Východisková pozícia ekonomiky je založená na odhade odchýlok kľúčových makroekonomických ukazovateľov od ich rovnovážnych trendov. Nastavenie menovej politiky prostredníctvom reálnych menových podmienok zostalo v 1. štvrtroku 2008 mierne reštriktívne na podobnej úrovni ako v 4. štvrtroku 2007. V rámci jednotlivých zložiek bola rovnako ako v predchádzajúcom štvrtroku mierne uvoľnená úroková a reštriktívna kurzová zložka menových podmienok. Napriek spomaleniu nominálnej apreciácie výmenného kurzu, reálny kurz sa zhodnocoval rýchlejšie v porovnaní s predpokladmi rovnovážneho kurzu, čím si naďalej zachoval svoj reštriktívny charakter. V porovnaní s odhadmi predchádzajúcej predikcie však bola priemerná úroveň nominálneho kurzu mierne slabšia, v dôsledku čoho sú aj celkové menové podmienky v 1. štvrtroku 2008 menej reštriktívne.

Reálny ekonomický rast v 4. štvrtroku 2007 dosiahol 14,3%. Predchádzajúca predikcia P1Q-2008 bola založená na predpoklade pôsobenia zahraničného dopytu a raste pridanej hodnoty vo výrobe dopravných prostriedkov, ako aj v celej priemyselnej výrobe, čo sa potvrdilo aj v skutočnom raste HDP. Zmena stavu zásob prispela k ekonomickému rastu približne 4,1 p.b., najmä vplyvom predzásobenia cigaretami. Rast HDP v celom roku 2007 dosiahol 10,4% v stálych cenách, k čomu prispel takmer rovnakou mierou zahraničný aj domáci dopyt.

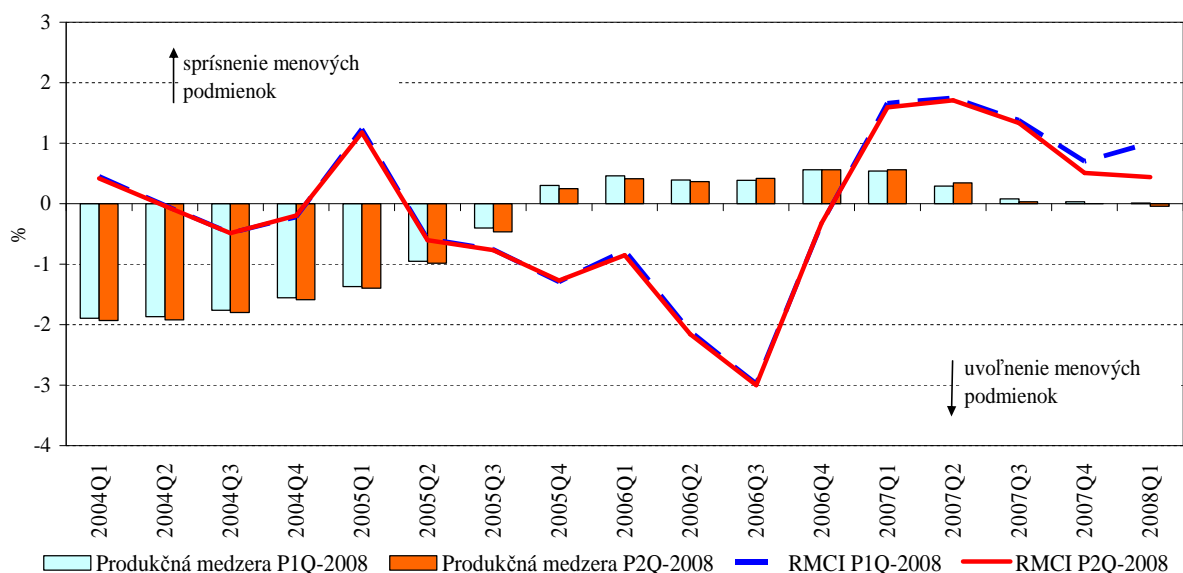
Box 2: Vývoj HDP v 4.Q 2007

Výrazné zvýšenie dynamiky HDP v 4. štvrtroku 2007 je z hľadiska princípu kontinuity v ekonomickom vývoji možné považovať za neštandardné. Podľa nášho názoru je možné predpokladať, že odhadovaný rast produkčných schopností ekonomiky sa týkal celého minulého roka a nielen posledného štvrtroka. Vzhľadom na skutočnosť, že ŠÚSR môže revidovať údaje o HDP každý štvrtrok a že údaje od roku 2004 sú zatiaľ len predbežné, je možné predpokladať, že v budúcnosti by mohli byť minuloročné údaje tiež zrevidované. V súvislosti s neštandardným vývojom HDP v 4. štvrtroku podlieha predikcia reálnej ekonomiky čo do dynamiky rastu, ako aj čo do štruktúry značnej neistote. Je možné očakávať, že výsledky HDP za 1. štvrtrok 2008 poskytnú viac informácií o smerovaní ekonomiky.

Z hľadiska vývoja reálnej ekonomiky v 1. štvrtroku 2008 bude k rastu HDP pravdepodobne opäť prispievať zahraničný aj domáci dopyt. Na základe vývoja tržieb za vlastné výkony a tovar v mesiacoch január a február 2008, ako aj indexu priemyselnej produkcie možno očakávať aj naďalej vysoký rast pridanej hodnoty vo výrobe dopravných prostriedkov, ako aj vo výrobe elektrických a optických zariadení. Na druhej strane by mohol byť rast HDP tlmený nižším výberom daní v dôsledku predzásobenia cigaretami na konci roka 2007. Slovenská ekonomika by tak mala aj v 1. štvrtroku 2008 dosahovať vysoký rast v stálych cenách.

¹ Východisková pozícia ekonomiky predstavuje jej stav v 1. štvrtroku 2008 (na základe odhadu rastu HDP), od ktorého sa odvíja tak krátkodobá, ako aj strednodobá prognóza.

Produkčná medzera a index reálnych menových podmienok RMCI



Keďže efekt predzásobenia sa cigaretami a predpokladané výraznejšie zvýšenie produkčných schopností ovplyvnili najmä ponukovú stránku ekonomiky, cyklická pozícia ostáva v súlade s januárovou predikciou takmer nezmenená. Od druhého polroka 2007 ekonomika produkuje blízko svojich produkčných schopností.

Rast nominálnej i reálnej mzdy bol v 4. štvrťroku 2007 vyšší v porovnaní s očakávaniami NBS z januárovej strednodobej predikcie, čo bolo spôsobené hlavne vplyvom rastu miezd vo verejnom sektore (najmä v odvetví zdravotníctvo a školstvo). Vzhľadom na to, že vývoj nominálnej mzdy bol v 4. štvrťroku 2007 rýchlejší v porovnaní s očakávaniami NBS, jej dynamika za celý rok 2007 dosiahla tiež mierne vyššiu ako predikovanú hodnotu (7,2%). Dynamický rast nominálnej mzdy by mal pokračovať aj v 1. štvrťroku 2008, čo naznačujú aj predbežné údaje o vývoji miezd vo vybraných odvetviach v januári a februári 2008.

Rast reálnej mzdy by sa mal v 1. štvrťroku 2008 oproti predchádzajúcemu štvrťroku spomaliť vplyvom vyššej medziročnej inflácie. Rast reálnej mzdy v 4. štvrťroku 2007 zaostal za rastom reálnej produktivity práce a rovnaký vývoj očakávame aj v 1. štvrťroku 2008. V roku 2007 dosiahla reálna mzda rast 4,3%.

Pokračujúci silný rast HDP sa v 4. štvrťroku 2007 čiastočne premietol aj do rastu zamestnanosti (ESA95), ktorej vývoj bol v porovnaní s predikciou P1Q-2008 mierne vyšší. Za celý rok 2007 dosiahla zamestnanosť rast 2,1%. Na základe doterajšieho vývoja očakávame dynamický rast zamestnanosti aj v 1. štvrťroku 2008 (naznačujú to aj predbežné výsledky o vývoji zamestnanosti vo vybraných odvetviach v januári a februári 2008) a jej dynamika by mala dosahovať hodnoty približne na úrovni 4. štvrťroka 2007.

Bežný účet platobnej bilancie dosiahol v roku 2007 deficit vo výške 98,8 mld. Sk, keď medziročne poklesol o 17,7 mld. Sk, a to vplyvom nižšieho deficitu obchodnej bilancie. Ostatné položky bežného účtu zaznamenali zhoršenie v porovnaní s vývojom v roku 2006. Deficit bežného účtu prevýšil očakávania NBS z P1Q-2008 o viac ako 26 mld. Sk, pričom vyššia ako očakávaná úroveň bola spôsobená najmä vyšším dosiahnutým deficitom bilancie výnosov a v menšej miere aj horším, ako pôvodne očakávaným vývojom bilancie bežných

transferov a bilancie služieb. Naopak, dosiahnuté celoročné saldo zahraničného obchodu bolo v súlade s očakávaniami NBS z P1Q-2008. Zaznamenané výrazné medziročné zlepšenie vývoja obchodnej bilancie, podporené najmä rastúcim zapojením novoetablovaných investícií PZI sa prejavilo vo vysokej dynamike vývozu. Medziročný pokles deficitu obchodnej bilancie ovplyvnil aj vývoj podielu deficitu bežného účtu platobnej bilancie na HDP, ktorý sa v porovnaní s rokom 2006 znížil o 1,7 p.b., keď v roku 2007 dosiahol 5,3%. V obchodnej bilancii bolo zaznamenané zlepšenie vývoja tohto ukazovateľa o 3,3 p.b. na hodnotu 1,2%.

V 1. štvrtroku 2008 došlo k zrýchleniu medziročného tempa rastu spotrebiteľských cien na úroveň 3,4%. Na takýto vývoj malo vplyv zrýchlenie medziročnej dynamiky vo všetkých skupinách základnej štruktúry inflácie. Najväčšie zrýchlenie dynamiky však zaznamenali ceny pohonných hmôt a ceny ostatných regulovaných cien. K zrýchleniu medziročného tempa rastu došlo aj pri cenách služieb a potravín. Spomalil sa aj medziročný pokles cien priemyselných tovarov bez energií. V cenách potravín sa prejavil globálny nárast cien poľnohospodárskych komodít vplyvom neúrody, rastúceho dopytu po potravinách v Číne a v Indii, ako aj dopytu po poľnohospodárskych komoditách ako prostriedku na výrobu biopalív. V rámci cien potravín sa zrýchlilo tempo rastu cien spracovaných potravín. Ceny nespracovaných potravín spomalili svoju medziročnú dynamiku (vplyv vývoja cien zemiakov). V cenách priemyselných tovarov bez energií sa prejavil predovšetkým bázičný efekt v cenách liekov, keď v rovnakom období minulého roka došlo k zníženiu ich cien vplyvom nižšej sadzby DPH a v januári 2008 k výraznejšiemu nárastu ich cien. Takýto vývoj sa prejavil v spomalení medziročného poklesu cien priemyselných tovarov v 1. štvrtroku 2008. Zrýchlenie medziročného rastu cien energií, v 1. štvrtroku 2008 oproti predchádzajúcemu, bolo spôsobené vývojom cien pohonných hmôt, ktoré zaznamenali výrazné zrýchlenie medziročného nárastu, ako aj cenami ostatných energií (ceny tepla a elektrickej energie). V rámci cien služieb došlo k zrýchleniu dynamiky cien v doprave a bývaní, ako aj pri cenách osobných a rekreačných služieb, čo súvisí s nákladovými vplyvmi vo vývoji cien potravín a energií. Rovnako vyššiu medziročnú dynamiku oproti predchádzajúcemu štvrtroku zaznamenali ceny lekárskeho služieb a finančných služieb.

V porovnaní s predchádzajúcou predikciou P1Q-2008 bola úroveň inflácie v 1. štvrtroku 2008 vyššia, a to vplyvom predovšetkým vyššej ako očakávanej dynamiky cien potravín, ako aj rýchlejším ako predpokladaným nárastom cien pohonných hmôt a ostatných energií (regulované ceny energií – teplo). Na druhej strane ceny služieb zaznamenali pomalšiu ako v P1Q-2008 očakávanú dynamiku (predovšetkým vplyvom pomalšej ako očakávanej dynamiky cien služieb spojených s bývaním).

Strednodobá predikcia

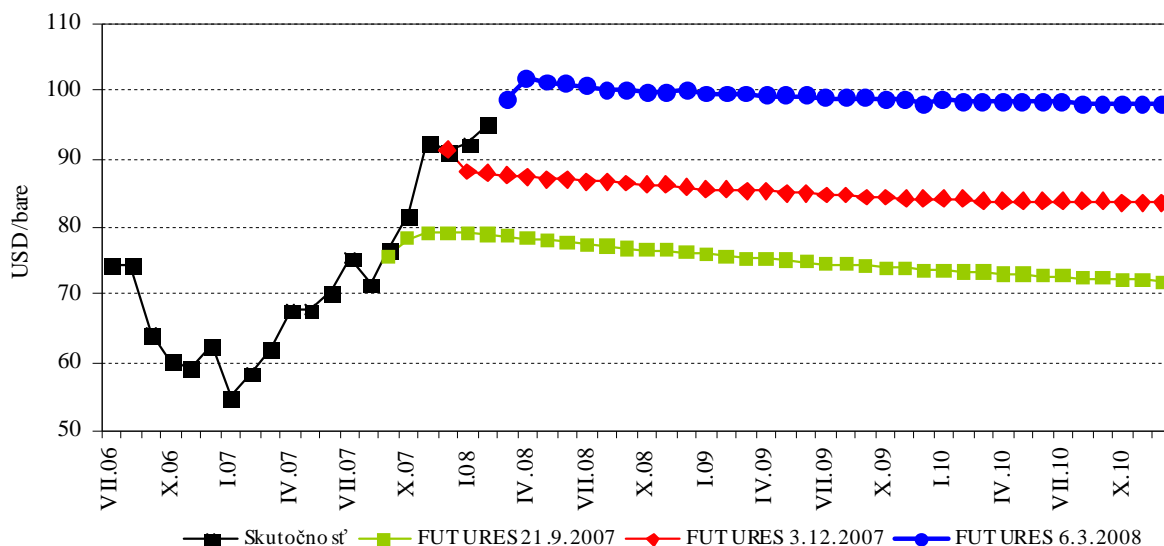
Vstupné exogénne ukazovatele

Predikcia za oblasť exogénnych ukazovateľov vychádzala z marcovej publikácie Consensus Forecasts (CF)². Očakávaný vývoj cien ropy je založený na cenách futures z 6.3.2008.

² 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 marca 2008 a na týchto úrovniach zafixované počas celého prognostického procesu. Všetky nové informácie budú zohľadnené v ďalších strednodobých predikciách.

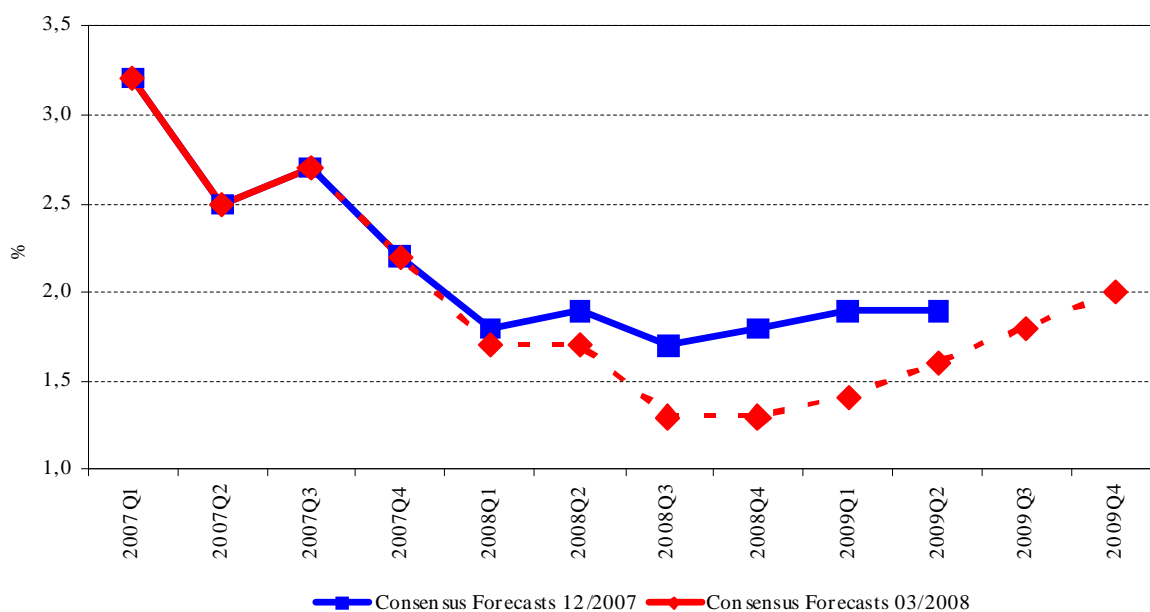
Predikcia vývoja cien ropy oproti P1Q-2008 predpokladá ďalší posun na vyššie úrovne v celom horizonte prognózy. V porovnaní s predchádzajúcou prognózou by mala ropa až do 1. štvrt'roku 2009 zaznamenávať výraznejší medziročný rast. V ďalšom období by jej cena mala mierne klesať, avšak pomalšie ako v P1Q-2008. Vplyv svetových cien ropy na domáci cenový vývoj by mal byť čiastočne tlmený slabším kurzom dolára. Vzhľadom na aktuálny vývoj a úroveň krížového kurzu EUR/USD je však pravdepodobné, že môže dochádzať k výraznejšiemu tlmiacemu vplyvu kurzu USD na korunový ekvivalent cien ropy.

Očakávaná cena ropy



Rast HDP eurozóny podľa CF 03/2008 by sa mal v porovnaní s predchádzajúcou prognózou opätovne spomaliť v roku 2008 približne o 0,3 p.b. a v roku 2009 o 0,2 p.b.

Prognóza rastu HDP eurozóny podľa Consensus Forecasts



V porovnaní s P1Q-2008 by mala byť inflácia eurozóny v roku 2008 vyššia a mala by sa pohybovať výrazne nad inflačným cieľom ECB. Tento vývoj by mal byť ovplyvnený vysokým rastom cien ropy a pretrvávajúcim rastom cien potravín, ktorého dopad by mal odznieť koncom roka 2008. V dôsledku bazického efektu vývoja cien potravín by inflácia v roku 2009 mala klesnúť späť na úroveň inflačného cieľa ECB.

V dôsledku pretrvávajúcej krízy na finančných trhoch a očakávaným rýchlejšim spomalením ekonomického rastu eurozóny predpokladá marcový CF pomerne výrazný pokles sadzieb už v priebehu 2. štvrťroka 2008. Tie by v porovnaní s priemernou úrovňou v 1. štvrťroku mali poklesnúť až o 0,4 p.b.. Úrokové sadzby by mali klesať aj v ďalšom období, pričom by toto zníženie malo byť v porovnaní s predchádzajúcou predikciou výraznejšie.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Inflácia eurozóna rast v % | | | | |
| CF 12/07 (priemer roka) | 2,2 | 2,1 | 2,4 | 1,9* |
| CF 03/08 (priemer roka) | 2,2 | 2,1 | 2,7 | 2,0 |
| HDP eurozóna rast v % | | | | |
| CF 12/07 | 2,8 | 2,7 | 1,8 | 1,9* |
| CF 03/08 | 2,8 | 2,7 | 1,5 | 1,7 |
| Ceny ropy v USD/barel, resp, EUR/barel (priemer za rok) | | | | |
| 3.december 2007 | 66,2/52,9 | 71,7/52,8 | 86,6/60,1 | 84,7/61,1 |
| 6.marec 2008 | 66,2/52,9 | 72,1/52,5 | 99,2/67,1 | 99,0/70,2 |
| Úrokové sadzby (3-mesačný EURIBOR) (koniec príslušného štvrťroka) | | | | |
| CF 12/07 | 3,725 (4.Q) | 4,9 (4.Q) | 4,2 (4.Q) | 4,1* (4.Q) |
| CF 03/08 | 3,725 (4.Q) | 4,7 (4.Q) | 4,1 (2.Q) | 3,8* (4.Q) |
| Výmenný kurz USD/EUR (koniec príslušného štvrťroka) | | | | |
| CF 12/07 | 1,317 (4.Q) | 1,410 (4.Q) | 1,410 (4.Q) | 1,361 (4.Q) |
| CF 03/08 | 1,317 (4.Q) | 1,456 (4.Q) | 1,443 (4.Q) | 1,388 (4.Q) |

* NBS predikcia

Predikcia na roky 2008 až 2010

Aktuálna strednodobá predikcia očakáva koncoročnú infláciu v roku 2008 na úrovni 2,8% (priemerná 3,2%), v roku 2009 jej zrýchlenie na úroveň 3,1% (priemerná 3,0%) a v roku 2010 by inflácia, meraná HICP, mala dosiahnuť 2,8% (priemer 3,0%). V porovnaní s predikciou P1Q-2008 sú hodnoty aktuálnej strednodobej predikcie inflácie v rokoch 2008 a 2009 vyššie (2008 je vyšší priemer a 2009 zase koniec roka). V roku 2008 vyššia predikcia celkovej priemernej inflácie (oproti predchádzajúcej predikcii) je ovplyvnená predovšetkým výraznejšou ako predpokladanou dynamikou inflácie v 1. štvrťroku, a to predovšetkým vplyvom vývoja cien energií a potravín. Na druhej strane sa koncom roka 2008 vzhľadom na marcový nárast cien tepla nepredpokladá jeho ďalšie zvyšovanie (na rozdiel od predchádzajúcej predikcie, kde sa predpokladal 5%-ný nárast cien tepla v októbri). Na vyššiu

dynamiku koncoročnej inflácie v roku 2009 by malo mať dopad predovšetkým rýchlejšie medziročné tempo rastu cien služieb (v dôsledku vývoja cien energií a potravín v roku 2008).

V rámci základnej štruktúry inflácie by v roku 2008 oproti roku 2007 malo dôjsť k zrýchleniu dynamiky cien tovarov, ako aj cien služieb. Okrem regulovaných cien energií by mali v porovnaní s P1Q-2008 viac prorastovo na infláciu pôsobiť ceny pohonných hmôt, ktoré by mali od roku 2008 zaznamenávať opätovne medziročné rasty. Aktuálna predikcia predpokladá zvyšovanie spotrebných daní na cigarety, ktoré by malo v roku 2008 predstavovať približne 0,4 percentuálneho bodu. V poslednom štvrtroku sa, tak ako v P1Q-2008, predpokladá spomalenie medziročnej dynamiky inflácie v dôsledku bazického efektu v potravinách a službách, čo bude kompenzovať očakávané zvýšenie regulovaných cien. Na základe vývoja cien poľnohospodárskych komodít NBS predpokladá, že súčasný vysoký rast cien potravín je len dočasný faktor. Rovnako v službách sa nepredpokladá nárast cien vo finančnom sektore na konci roku 2008. K udržaniu inflácie pod 3% aj v roku 2008 pomáhajú tiež nižšie inflačné očakávania na rok 2008 v dôsledku veľmi nízkej inflácie v roku 2007. Rovnako pomalšia dynamika priemyselných tovarov bez energií v eurozóne, ako bol pôvodný predpoklad v predchádzajúcej predikcii, prispieva k predpokladu o nižšej dynamike cien priemyselných tovarov bez energií na Slovensku.

V roku 2009 by mal v cenách tovarov a služieb pokračovať trend z roku 2008. Dynamika cien priemyselných tovarov bez energií, ako aj ceny služieb by sa mali zvyšovať. Na jednej strane by na ceny tovarov malo po zavedení eura vplyvať zjednodušenie obchodnej výmeny a cenového porovnávania, na druhej strane však zavedenie eura je spojené aj s efektom uvedenia euro mincí a bankoviek do obehu, čo bude podobne ako v krajinách, ktoré už zaviedli euro spojené s určitým nárastom cien, predovšetkým v dôsledku zaokrúhľovania (tzv. changeover efekt). Tento efekt by sa mal prejaviť v cenách tovarov, služieb a cenách potravín. V aktuálnej predikcii, tak ako v predchádzajúcich predikciách, sa počíta s rovnakým príspevkom z efektu zavedenia euro mincí a bankoviek (0,3 percentuálneho bodu), ako to bolo v prípade Slovinska. Dynamika inflácie v roku 2009 bude ovplyvnená aj ďalším zvyšovaním spotrebných daní na cigarety. Podľa aktuálneho návrhu MF SR a prepočtu NBS by zvýšenie spotrebných daní na cigarety predstavovalo príspevok do celkovej inflácie približne 0,2 percentuálneho bodu (o 0,2 menej ako v P1Q-2008). Ceny potravín by v roku 2009 mali dosahovať dynamiku, ktorá zodpovedá ich dlhodobému trendu (bez ponukových šokov).

Stabilizácia inflácie by mala nastať v roku 2010. Malo by pokračovať zrýchľovanie dynamiky cien priemyselných tovarov bez energií a cien služieb aj v roku 2010, avšak zo spotrebiteľských cien by mali pominúť jednorazové faktory, ako changeover efekt, alebo zmeny spotrebných daní. Ceny priemyselných tovarov bez energií by mali dosahovať dynamiku porovnateľnú s dlhodobým rastom ich cien v eurozóne. V rýchlejšom medziročnom raste cien služieb by sa mala prejaviť vo väčšej miere cenová konvergencia, na druhej strane tlmiačo by mali pôsobiť nižšie sekundárne efekty v porovnaní s rokom 2009 v dôsledku nižšieho nárastu regulovaných cien. Rovnako v cenách služieb by sa už nemal prejaviť v roku 2010 vyššie spomínaný jednorazový faktor - changeover efekt. Aj dynamika cien potravín by sa mala spomaliť vplyvom jednorazových faktorov. V rámci cien energií by mali spotrebiteľské ceny pohonných hmôt zaznamenať medziročné poklesy (vplyv vývoja cien ropy na základe futures) a ceny ostatných energií by mali rásť mierne (miernejšie ako v predchádzajúcom roku).

Celkovo regulované ceny (energie a ostatné regulované ceny) by sa podľa predpokladov NBS mali v roku 2008 zvýšiť viac, ako bol predpoklad v P1Q-2008 (v dôsledku vyššieho ako predpokladaného rastu cien v doprave a zdravotníctve), a to v priemere o 3,5%. V roku 2009 by sa mala dynamika regulovaných cien zvýšiť v priemere o 3,9%, avšak ich rast by mal byť nižší ako predpoklad v prechádzajúcej predikcii. V roku 2010 by sa mal rast regulovaných cien vplyvom stabilných, resp. mierne klesajúcich cien futures pre ropu znížiť a dosiahnuť úroveň 2,9%. Ich príspevok k celkovej inflácii by mal predstavovať v roku 2008 približne 0,95 percentuálneho bodu a v roku 2009 približne 1,05 percentuálneho bodu. V roku 2010 by to malo byť približne 0,8 percentuálneho bodu. Ku koncu roka 2008 by regulované ceny mali vzrásť o 4,2%, ku koncu roka 2009 by ich medziročný rast mal dosiahnuť 3,2% a ku koncu roku 2010 by to malo byť 2,6%.

| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------|----------|------|------|------|------|------|
| ÚHRN (HICP) | P4Q-2007 | 4,3 | 1,7 | 2,3 | 2,2 | |
| | P1Q-2008 | 4,3 | 1,9 | 2,8 | 3,1 | |
| | P2Q-2008 | 4,3 | 1,9 | 3,2 | 3,0 | 3,0 |

| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------|----------|------|------|------|------|------|
| ÚHRN (HICP) | P4Q-2007 | 3,7 | 1,6 | 2,3 | 2,8 | |
| | P1Q-2008 | 3,7 | 2,5 | 2,8 | 2,9 | |
| | P2Q-2008 | 3,7 | 2,5 | 2,8 | 3,1 | 2,8 |

Riziká predikcie

Medzi prorastové riziká patrí vývoj cien ropy a možný dopad na zvýšenie regulovaných cien energií ešte v priebehu roku 2008 (od októbra) vo výraznejšej miere, ako je predpoklad v aktuálnej predikcii. Na druhej strane však existuje veľká neistota ohľadom stavu americkej ekonomiky (vplyvom hypotekárnej krízy) a vývoja výmenného kurzu amerického dolára voči európskej mene, čo by mohlo znamenať tlmiači efekt na ceny energií.

Aj keď NBS v nasledujúcom období nepredpokladá výraznejšie ponukové šoky, naďalej tu pretrváva prorastové riziko vývoja cien poľnohospodárskych komodít. Rizikom v rámci cien potravín je aj čas a rozsah dopadu vyšších spotrebných daní v cenách cigariet vzhľadom na výrazné predzásobenie v roku 2007. Na druhej strane by sa však zmeny na maloobchodnom trhu (nástup nového obchodného reťazca a investície do menších predajní – Box 3) mohli tlmiať v spotrebiteľských cenách potravín (a aj priemyselných tovarov).

V cenách služieb by sa mohlo prejaviť riziko z prípadného ďalšieho rastu regulovaných cien energií, alebo z rastu cien potravín (reštaurácie). V cenách služieb aj naďalej pretrváva na jednej strane prorastové riziko (rovnakou mierou ako v predchádzajúcej predikcii) z rastúcej zamestnanosti, rastu nominálnej a reálnej mzdy. Na druhej strane však opatrenia vlády na podporu zamestnávania nízko vzdelanej pracovnej sily a dlhodobo nezamestnaných, môžu tlmieť mzdové nároky zamestnancov a obmedziť tak dopad do spotrebiteľských cien služieb a inflácie.

Box 3: Riziko smerom k nižším úrovniam inflácie

Jedným z rizík, ktoré by mohli znamenať posun úrovne inflácie v rokoch 2008 až 2010 k nižším úrovniam, je ďalší nárast konkurencie na maloobchodnom trhu.

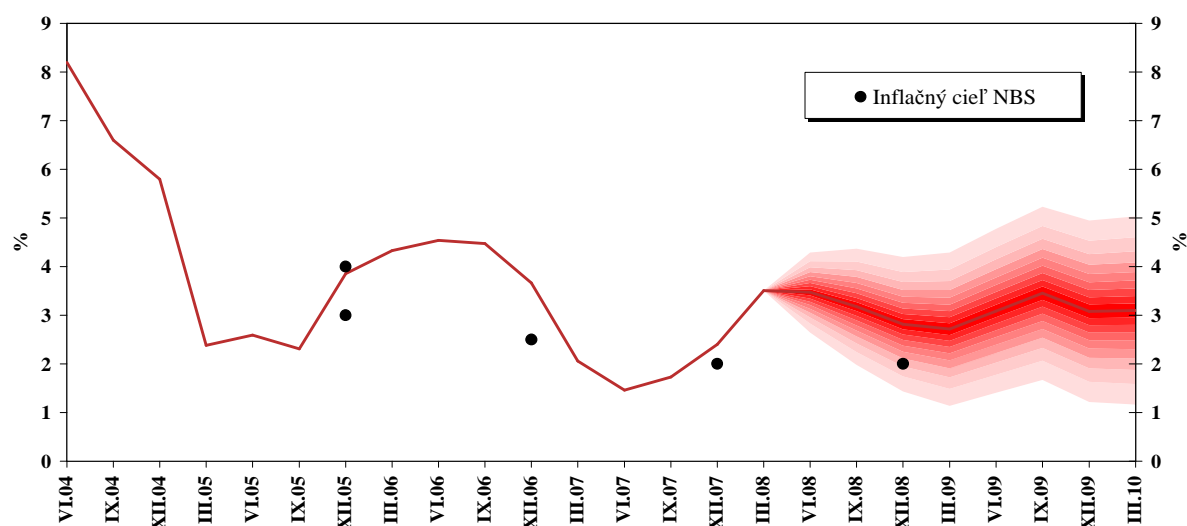
Od začiatku dekády sa na slovenskom maloobchodnom trhu zvyšoval počet obchodných reťazcov (vrátane najväčších maloobchodných reťazcov v Európe), ako aj počet veľkometrážnych predajní (hypermarkety, supermarkety) na celom území Slovenska. Od roku 2004 na trhu začal pôsobiť prvý diskontný predajca (LIDL), ktorý svojím spôsobom predaja (obmedzená ponuka za čo najlepšiu cenu) priniesol na Slovensko predovšetkým výraznú konkurenciu v cenovej oblasti, ktorej sa prispôbali aj ostatné obchodné reťazce (TESCO, Terno/Coop Jednota, Billa, Kaufland, Hypernova/Albert a pod.), čo sa prejavilo vo výraznom spomalení medziročnej dynamiky cien potravín (HICP, bez alkoholických nápojov a cigariet), ktorá ešte v decembri 2003 dosahovali dynamiku 2,4% a na konci roku 2004 to už bol medziročný pokles o 2,8% (čo je o 5,2 percentuálneho bodu menej).

Faktorom, ktorý by mal ovplyvňovať vývoj na maloobchodnom trhu, by malo byť zvýšenie konkurencie v sektore malometrážnych predajní, kde doposiaľ pôsobili reťazce ako BALA, CBA, Prima ZDROJ, COOP Jednota a množstvo malých dedinských, sídliskových predajní (večierky), či predajní v centrách miest. Na trh by mal vstúpiť aj poľský reťazec ŽABKA. Rovnako do tohto segmentu chce vstúpiť aj reťazec TESCO so svojimi malými predajňami TESCO Expres a do malých predajní o rozlohe 300 a 500 metrov štvorcových chce investovať aj COOP Jednota.

V roku 2010 by mal vstúpiť na slovenský maloobchodný trh najväčší európsky diskontný predajca ALDI/Hofer, čo by znamenalo zostrenie konkurencie na trhu diskontných predajní, ale pravdepodobne aj ďalšie zostrenie cenovej konkurencie v celom segmente maloobchodu s potravinami, nie však v takom rozsahu, ako to bolo v prípade vstupu prvého diskontného predajcu. Pri predpoklade, že by došlo k polovičnému dopadu (t.j. 2,6 percentuálneho bodu) do cien potravín, tak by sa celková inflácia mohla znížiť o 0,4 percentuálneho bodu v porovnaní so základným scenárom strednodobej predikcie v roku 2010.

Všetky tieto faktory by mohli zvýrazniť konkurenciu na maloobchodnom trhu hlavne v tých oblastiach, kde bola doteraz obmedzená, ako sú menšie mestá a vidiek. To by sa mohlo odraziť aj na miernejšom cenovom vývoji v nasledujúcom období.

Predikcia inflácie HICP



V strednodobej prognóze reálnej ekonomiky dochádza v rokoch 2008 až 2010 (rovnako ako v P1Q-2008) k postupnému spomaľovaniu dynamiky rastu reálneho HDP (7,4%, 6,9% a 6,5%), pričom rast v roku 2008 je v porovnaní s predchádzajúcou prognózou nižší najmä v dôsledku bazického efektu vplyvu predzásobenia cigaretami na konci roka 2007.

Z hľadiska štruktúry domáceho dopytu je v rokoch 2008-2010 predpoklad prorastového pôsobenia všetkých jeho hlavných komponentov s výnimkou zmeny stavu zásob v rokoch 2008-2009 z dôvodu nábehu výroby v spoločnosti Samsung a efektu predzásobenia cigaretami v predchádzajúcom období.

V prognóze vývoja konečnej spotreby domácností dochádza po roku 2008 k miernemu zrýchleniu dynamiky najmä v dôsledku rýchlejšieho rastu reálnych miezd. Vývoj konečnej spotreby verejnej správy bude súvisieť s naplňaním rozpočtových zámerov verejnej správy, s celkovým vývojom ekonomiky, ako aj čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov. V porovnaní s P1Q-2008 je jej rast nezmenený a je v súlade s Konvergenčným programom a konsolidáciou verejných financií.

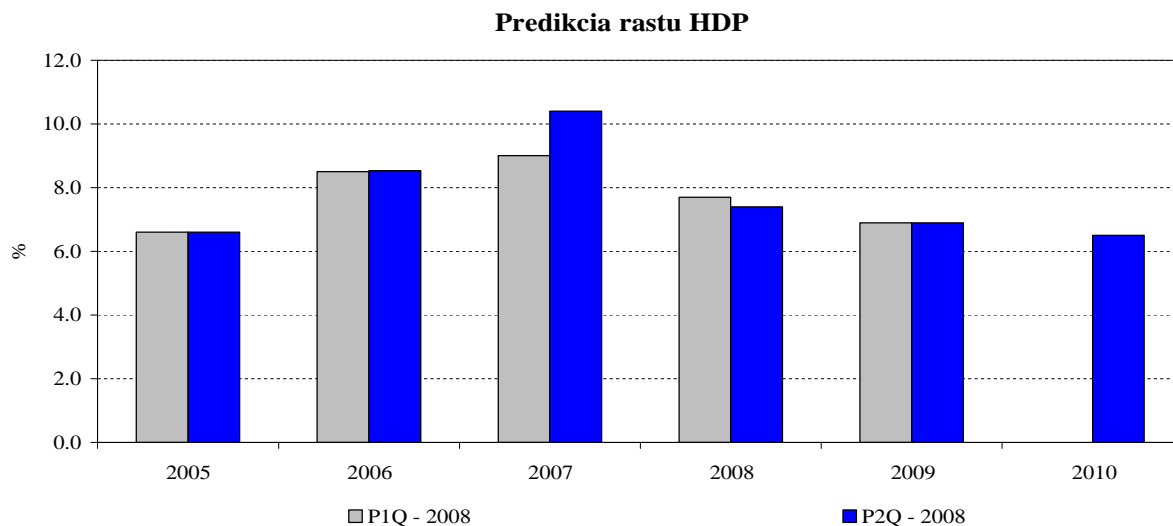
Čerpaním prostriedkov zo štrukturálnych fondov bude ovplyvnený aj vývoj tvorby hrubého fixného kapitálu, ktorého dynamika by sa mala v strednodobom horizonte spomaľovať. K rastu fixných investícií by mal taktiež prispievať vývoj ziskovosti podnikov, stabilné podnikateľské prostredie, ako aj vstup SR do eurozóny.

Z hľadiska vývoja čistého exportu predpokladá P2Q-2008, rovnako ako predchádzajúca predikcia, postupné spomaľovanie jeho príspevku k úrovni približne 1 p.b. v roku 2010.

Celkovo v porovnaní s predchádzajúcou predikciou nedochádza k zásadnej zmene vo vývoji ekonomiky v strednodobom horizonte, kde by malo dochádzať k spomaľovaniu dynamiky HDP. Navyše by mohol byť efekt predzásobenia sa v rokoch 2007 a 2008 tlmený vyšším ako odhadovaným rastom produkčných možností z roku 2007 (čo však musí byť potvrdené vo vývoji a v štruktúre HDP v 1. štvrtroku 2008).

Riziko prognózy (smerom nahor) predstavujú, podobne ako v P1Q-2008, nové investície, najmä v odvetví energetiky (plynová elektrárňa v Malženiciach, dostavba 3. a 4. bloku

jadrovej elektrárne v Mochovciach, tepelná elektrárň v Trebišove resp. investície do obnoviteľných zdrojov energie).



Strednodobá prognóza P2Q-2008 predpokladá relatívne stabilný rast nominálnej mzdy v celom prognózovanom horizonte. V aktuálnej strednodobej predikcii dochádza v roku 2008 k zmene rastu nominálnej mzdy k vyššej úrovni (7,3%). Vo vyššom raste nominálnej mzdy sa premietol najmä aktuálny vývoj nominálnej mzdy. V strednodobej predikcii NBS vo svojich predpokladoch vychádzala aj z dostupných informácií ohľadom mzdových vyjednaní tak v súkromnom, ako aj verejnom sektore. Podľa kolektívnej zmluvy vyššieho stupňa vo verejnom sektore na rok 2008 by sa mal spomaliť rast platových taríf oproti zmluve uzatvorenej v predchádzajúcom roku. Avšak, účinnosť kolektívnej zmluvy vyššieho stupňa je už od 1. januára 2008, čo je v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi posun o pol roka skôr. Tým sa v medziročnej dynamike v prvom polroku 2008 prejaví aj efekt nárastu miezd, ktorý sa očakával až od 1.7.2008. V súkromnom sektore by sa vyjednaný rast miezd v roku 2008 nemal výrazne odlišovať od rastu miezd v roku 2007. Vzhľadom na nezmenené predpoklady o vývoji ekonomiky v roku 2009, NBS nepredpokladá zmenu v raste nominálnej mzdy oproti predchádzajúcej predikcii P1Q-2008. V roku 2010, s očakávaným spomalením ekonomického rastu, strednodobá predikcia P2Q-2008 predpokladá rast nominálnej mzdy na úrovni 7,5%. Zároveň v roku 2010 nepredpokladá vznik tlakov na trhu práce, tie zostávajú stále v polohe rizika.

Na základe aktualizovanej strednodobej predikcie HDP, ktorá očakáva vysoký rast produktivity práce (rovnako ako P1Q-2008), ako aj na základe aktuálneho vývoja, NBS nezmenila v strednodobej predikcii P2Q-2008 predpoklady nepremietnutia rýchleho rastu produktivity práce v plnej miere do rastu nominálnej mzdy. Tento predpoklad zostáva naďalej prorastovým rizikom strednodobej prognózy nominálnej mzdy.

Strednodobá predikcia P2Q-2008 očakáva v rokoch 2008-2009 rovnaký rast zamestnanosti (ESA95) ako v predchádzajúcej predikcii (v roku 2008 1,7%, v roku 2009 1,4%). Rast zamestnanosti by mal byť ovplyvňovaný priaznivým ekonomickým prostredím a v celom prognózovanom horizonte by hlavnými faktormi jej rastu mali byť naďalej investície a dopyt po službách. S predpokladaným spomalením ekonomického rastu NBS očakáva v roku 2010 postupné spomaľovanie rastu zamestnanosti na úroveň 0,9%.

Vývoj počtu nezamestnaných bol v roku 2007 približne na úrovni predpokladov NBS v P1Q-2008. Na základe tejto skutočnosti, pri nezmenenom raste zamestnanosti podľa VZPS, by miera nezamestnanosti (podľa VZPS) mala dosahovať rovnaké hodnoty v celom prognózovanom horizonte v porovnaní s predchádzajúcou predikciou (v roku 2008 10,0%, v roku 2009 9,8%). V roku 2010 by mala miera nezamestnanosti dosiahnuť 9,6%.

V rámci bilancie bežného účtu sa v rokoch 2008 a 2009, v súlade s predchádzajúcou predikciou, predpokladá pokračovanie vysokej exportnej výkonnosti ekonomiky, keď v oboch rokoch by mali dynamiky rastu presiahnuť 10%-nú hranicu. Aktuálny vývoj zahraničného obchodu v poslednom štvrtroku 2007, ale najmä začiatkom roku 2008 umožnili dodatočné zvýšenie odhadovaných objemov vývozu a dovozu v oboch rokoch, ktoré sa najmä v roku 2008 prejavilo aj vo zvýšení medziročnej dynamiky. Táto skutočnosť je premietnutá v náraste vývozu strojov. Vyšší vývoz sa, vzhľadom na existujúcu dovoznú náročnosť, prejavil vo vyššom očakávanom dovoze. Pozitívny efekt exportnej výkonnosti na saldo obchodnej bilancie by mal byť eliminovaný negatívnym vplyvom vyplývajúcim z odhadovaného cenového vývoja ropy a ropných produktov (v porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa očakáva vyššia hodnota cien ropy).

V obchodnej bilancii sa v roku 2010 očakáva mierne spomalenie medziročných temp rastu vývozu a dovozu, keďže efekt rozširovania produkcie nových investícií (v automobilovom a elektrotechnickom priemysle) by mal byť nižší ako v roku 2009. Automobilový a elektrotechnický priemysel by mali byť zároveň hlavnými exportnými odvetviami ekonomiky, keď ich podiel na celkovom vývoze by mal prekračovať 22%.

V roku 2010 sa, vzhľadom na pozitívny vplyv etablovania investícií PZI na celú ekonomiku, predpokladá pokračovanie medziročného zlepšovania salda zahraničného obchodu, ktoré by malo dosiahnuť 27,3 mld. Sk. Mierne pozitívny vplyv na saldo zahraničného obchodu je možné očakávať z dôvodu ukončenia investičných aktivít v automobilovom priemysle (investície súvisiace s rozširovaním výrobných kapacít sú plánované v horizonte rokov 2008 až 2009).

Exportná výkonnosť ekonomiky by mala byť podporená aj predpokladaným vstupom SR do eurozóny. Z dôvodu zániku transakčných nákladov sa predpokladá najmä pozitívny vplyv na vývoz, ktorý by sa mal v dlhodobejšom horizonte prejavovať v zlepšovaní bilancie zahraničného obchodu. Naopak, negatívny vplyv na vývoj obchodnej bilancie v sledovanom horizonte by mohla mať prípadná výstavba nových jadrových a paroplynových elektrární, ktorá by sa prostredníctvom vyššieho dovozu prejavila v dočasnom zhoršení salda zahraničného obchodu.

Negatívnejší vývoj bilancie iných služieb celkom v poslednom štvrtroku 2007 bol hlavným dôvodom poklesu pôvodne predikovaného prebytku bilancie služieb v nasledujúcich rokoch. Podobne aj prognóza celkového deficitu bilancie výnosov bola negatívne ovplyvnená vývojom v poslednom štvrtroku 2007, kedy dochádzalo k vyšším, ako pôvodne očakávaným, výplátam dividend zahraničným investorom. Zohľadnenie vyššieho deficitu bilancie výnosov z investícií dosiahnutého v roku 2007 sa premietlo do zhoršenia odhadu deficitu celkovej bilancie výnosov v nasledujúcich rokoch.

Negatívnejší, ako pôvodne očakávaný, vývoj bilancie ostatných transferov koncom roku 2007 vyústil do mierneho zhoršenia odhadu salda bilancie bežných transferov v roku 2008 a 2009. Saldo bežných transferov bude v roku 2010 významne ovplyvnené nárastom odhadovanej

výšky čerpaných zdrojov z fondov EÚ, čoho výsledkom by malo byť výrazné medziročné zlepšenie salda bilancie bežných transferov.

Deficit bežného účtu by mal, v súlade s predchádzajúcou predikciou klesať, pričom zmeny odhadov jeho jednotlivých položiek viedli k zhoršeniu odhadu deficitu v rokoch 2008 a 2009 a k nárastu podielu deficitu bežného účtu na HDP na 3,4, resp. 1,7% v porovnaní s P1Q-2008. Stupeň otvorenosti ekonomiky sa, v porovnaní s predchádzajúcou predikciou, zvýšil v oboch rokoch o viac ako 3 p.b., keď jeho odhad dosiahol hodnotu 176,8% v roku 2008 a 177,4% v roku 2009. Deficit bežného účtu platobnej bilancie by sa mal v roku 2010 znížiť medziročne o viac ako 31 mld. Sk na úroveň 7,0 mld. Sk, pri medziročne nezmenenom stupni otvorenosti ekonomiky na úrovni 177,2%.

Ekonomika by aj naďalej mala pokračovať v rýchlom raste, čo je determinované rozvojom produkčných kapacít. Počas celého roka 2008 by skutočná produkcia ekonomiky mala byť veľmi blízko svojim potenciálnym možnostiam a neočakáva sa tak prehrievanie ekonomiky. Cenový vývoj, tak ako v predchádzajúcej prognóze, by mal byť ovplyvňovaný najmä faktormi, ktoré sú mimo pôsobenia menovej politiky – ceny potravín a energií. Ich očakávaný vplyv je približne rovnaký ako v predchádzajúcej strednodobej prognóze a preto nie je potrebné meniť nastavenie menovej politiky, ktorá má za cieľ eliminovať sekundárne efekty rastu cien potravín a energií.

Od roku 2009 by rast HDP, vplyvom očakávaného uvoľnenia menových podmienok, mal mierne predbiehať rozvoj produkčných kapacít. Dynamický rozvoj ekonomiky by však ani v ďalšom období nemal mať výrazne negatívny vplyv na domáce ceny.

